

FINANCES ET DÉVELOPPEMENT

JUIN 2021

La COVID-19, source de volatilité ? p. 24

Portrait de Rohini Pande p. 34

À vendre : nationalité p. 50



Pays émergents : quels coups jouer à présent ?

Table des matières



Les pays émergents doivent retrouver leur solidité économique durement acquise alors qu'ils se remettent de la pandémie.

PAYS ÉMERGENTS : QUELS COUPS JOUER À PRÉSENT ?

4 Du chemin à parcourir

Les pays émergents doivent trouver un équilibre entre vaincre la pandémie, renouer avec des pratiques plus normales et redresser leur économie
Rupa Duttagupta et Ceyla Pazarbasioglu

10 Peut-on encore parler de pays émergents ?

Deux décennies plus tard, la promesse des BRIC subsiste
Jim O'Neill

12 Fin de partie

Le supercycle pétrolier qui se profile sera sans doute le dernier
Rabah Arezki et Per Magnus Nysveen

16 Puissance mondiale, fragilité intérieure

La réussite de la Chine sur le long terme dépendra avant tout de sa capacité à surmonter ses difficultés intérieures
David Dollar, Yiping Huang et Yang Yao

20 L'inégalité aux temps de la COVID-19

Tous les paramètres ne se valent pas pour évaluer la disparité des effets de la pandémie
Francisco H. G. Ferreira

24 La COVID-19, source de volatilité ?

La position adoptée par la Réserve fédérale à l'issue de la pandémie exposera les facteurs de vulnérabilité des pays émergents présentant une forte dette extérieure privée
Şebnem Kalemli-Özcan

28 Les pays émergents en mutation

Mahmood Pradhan s'entretient avec Richard House et David Lubin sur les perspectives de ce groupe de pays

31 Le streaming à l'assaut du monde

La diffusion en flux continu, autrement dit le streaming, permet aux pays émergents de diffuser du contenu dans leur pays et dans le monde entier
Adam Behsudi



AUSSI DANS CE NUMÉRO

40 Fusion monétaire

Une union monétaire à l'échelle de l'Afrique occidentale aurait des avantages, mais rencontre une multitude d'obstacles

Eswar Prasad et Vera Songwe

44 Inégalités et taux d'intérêt

Les banques centrales doivent mieux expliquer les effets de la politique monétaire sur la répartition des richesses

Nina Budina, Chiara Fratto, Deniz Igan et Hélène Poirson

50 Citoyenneté à vendre

Les programmes prévoyant d'accorder des passeports en l'échange d'investissements comportent des risques du point de vue de l'intégrité financière, contre lesquels il convient de se prémunir

Francisca Fernando, Jonathan Pampolina et Robin Syke

53 Ce que nous nous devons les uns aux autres

Nous avons besoin d'un nouveau contrat social pour le XXI^e siècle

Minouche Shafik

58 Dépenses militaires à l'ère post-pandémique

En contribuant à construire un monde plus pacifique, les pays pourraient améliorer leur situation économique

Benedict Clements, Sanjeev Gupta et Saida Khamidova



RUBRIQUES

34 Paroles d'économistes

Pionnière de l'inclusion

Peter J. Walker brosse le portrait de **Rohini Pande**, de l'Université Yale, dont les travaux s'intéressent aux améliorations à apporter aux institutions pour favoriser l'équité

38 En première ligne

L'humain avant tout

Trevor Manuel, le ministre des Finances d'Afrique du Sud qui détient le record de longévité dans ces fonctions, réfléchit à la décennie perdue par le pays et au financement de la riposte de l'Afrique à la COVID-19

48 L'ABC de l'économie

Risque et rentabilité : la quête de rendement

Lorsque les taux de rentabilité sont bas, les investisseurs sont tentés de prendre des risques, ce qui peut être source d'instabilité économique et financière

Jay Surti

56 Pleins feux

Le casse-tête de l'emploi

Les pays émergents devront considérablement dynamiser leur croissance pour créer les emplois dont ils auront besoin

63 Notes de lecture

The Spirit of Green: The Economics of Collisions and Contagions in a Crowded World, William D. Nordhaus

Rebellion, Rascals, and Revenue: Tax Follies and Wisdom through the Ages, Michael Keen and Joel Slemrod

The Profit Paradox: How Thriving Firms Threaten the Future of Work, Jan Eeckhout





Le prochain coup à jouer

DANS CE NUMÉRO, nous nous intéressons à l'avenir des pays émergents, une dénomination souvent appliquée aux pays intermédiaires : ni avancés, ni à faible revenu. Du fait de son importance systémique de plus en plus grande, ce groupe de pays contribue à asseoir la stabilité mondiale. Pourtant, lorsque nous creusons et en définissons les caractéristiques, nous constatons qu'il s'agit d'un ensemble très disparate de pays, dont la taille et le taux de croissance varient et qui font face à des perspectives, des priorités et des enjeux différents.

Certains, comme la Chine, ont réussi à se relever rapidement de la crise actuelle. D'autres pourraient souffrir pendant des années des séquelles de la pandémie.

Ce numéro traite de plusieurs sujets transversaux concernant les pays émergents, dans un contexte de reprise économique à plusieurs vitesses, y compris au sein des pays et selon le secteur, groupe d'âge, sexe et niveau de qualification. Rupa Duttgupta et Ceyla Pazarbasioglu, économistes du FMI, font le point sur ces pays, en mettant l'accent sur la dette, les arbitrages de politique économique et les priorités pour une croissance plus forte. Richard House et David Lubin, deux investisseurs de premier plan, examinent comment les actifs des pays émergents se sont comportés pendant la pandémie et pourquoi il est peu probable qu'ils subissent des crises systémiques comme dans les années 80 et 90. Şebnem Kalemlı-Özcan, en revanche, craint que de plus grandes turbulences se profilent lorsque les taux d'intérêt américains augmenteront. Francisco Ferreira montre que l'effet de la pandémie sur les inégalités se manifeste de manières contre-intuitives, selon la façon dont il est mesuré. Enfin, 20 ans après avoir inventé l'acronyme « BRIC », Jim O'Neill revient sur les fortunes divergentes du Brésil, de la Russie, de l'Inde et de la Chine.

Certes, cette crise laissera des séquelles, mais il serait inexact de n'y voir que de l'adversité. Les pays émergents peuvent non seulement reconquérir les acquis économiques auxquels ils sont parvenus, mais ils peuvent faire encore mieux qu'avant la pandémie. Il faudra pour cela mettre en œuvre des mesures et des stratégies économiques bien calibrées pour améliorer l'accès aux soins de santé et à l'éducation, soutenir et reconvertir les travailleurs ayant perdu leur emploi, et accroître les investissements publics dans les projets verts et les infrastructures numériques. L'objectif est de bâtir des économies plus inclusives qui profitent à tous, tout en veillant à la stabilité macroéconomique. Comme dans une partie d'échecs, chaque décision des dirigeants et des responsables politiques a des conséquences. Faisons en sorte de jouer les bons coups. **FD**

GITA BHATT, rédactrice en chef



EN COUVERTURE

Sur la couverture de notre édition de juin, Daniel Garcia Art imagine une partie d'échecs pour dépeindre la lutte des pays émergents contre la COVID-19, les turbulences du marché et le spectre d'une dette croissante. Tout comme les pions peuvent être « promus » en jouant les bons coups, ces pays peuvent surmonter leurs difficultés en prenant les bonnes mesures.



FINANCES & DÉVELOPPEMENT
Publication trimestrielle du
Fonds monétaire international

RÉDACTRICE EN CHEF :

Gita Bhatt

ÉDITRICE EN CHEF :

Maureen Burke

RÉDACTEURS PRINCIPAUX :

Andreas Adriano

Analisa Bala

Adam Behsudi

Peter Walker

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE PRODUITS NUMÉRIQUES :

Rahim Kanani

RÉDACTRICE EN LIGNE :

Lijun Li

RESPONSABLE DE PRODUCTION :

Melinda Weir

CORRECTRICE :

Lucy Morales

CONSEILLERS DE LA RÉDACTION :

Bernardin Akitobay

Celine Allard

Steven Barnett

Nicoletta Batini

Helge Berger

Paul Cashin

Martin Čihák

Alfredo Cuevas

Era Dabla-Norris

Mame Astou Diouf

Rupa Duttgupta

Deniz Igan

Christian Mumssen

İnci Ötker

Catriona Purfield

Mahvash Qureshi

Uma Ramakrishnan

© 2021 Fonds monétaire international. Tous droits réservés.

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

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

Abonnement, changement d'adresse et publicités :

IMF Publication Services

Finance & Development

PO Box 92780

Washington, DC 20090, 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.

The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.

Finance & Development is published quarterly by the International Monetary Fund, 700 19th Street NW, Washington, DC 20431, in English, Arabic, Chinese, French, Russian, and Spanish. French edition 0430-473X



**FONDS MONÉTAIRE
INTERNATIONAL**

FSC FPO

REVUE ÉCONOMIQUE DU FMI

La revue de recherche officielle du FMI

De haute qualité et évaluées par des pairs,
ces études portent sur la macroéconomie
en économie ouverte et d'autres thèmes connexes.



- Contient des articles d'éminents spécialistes comme Paul Krugman, Olivier Blanchard, Viral Acharya, Hyun-Song Shin, Stanley Fischer, et d'autres encore
- Éclaire les universitaires et les décideurs politiques du monde entier
- Aborde certains des plus grands enjeux économiques de notre époque

Pour obtenir un extrait gratuit, des informations sur les abonnements
et les directives de soumission pour les auteurs,
rendez-vous sur www.palgrave.com/journal/41308

ISSN 2041-4161 ; EISSN : 2041-417X

Facteur d'impact sur cinq ans : 2,658

DU CHEMIN à parcourir

Les pays émergents doivent trouver un équilibre entre vaincre la pandémie, renouer avec des pratiques plus normales et redresser leur économie

Rupa Duttagupta et Ceyla Pazarbasioglu



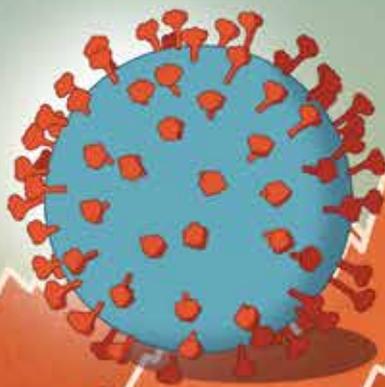
A lors que la pandémie de COVID-19 entre dans sa deuxième année, la question de savoir si les pays émergents vont tirer leur épingle du jeu suscite de plus en plus d'inquiétude. Jusqu'à présent, ces pays ont été réactifs face aux conséquences économiques de la pandémie en lançant des plans de sauvetage sans précédent en faveur des secteurs et des ménages durement éprouvés. Après avoir traversé une brève période de tensions financières en mars 2020, la plupart ont pu revenir sur les marchés financiers mondiaux et émettre de nouveaux emprunts pour répondre à leurs besoins de financement. Mais, alors que la reprise mondiale voit certains pays rebondir plus rapidement que d'autres et qu'une grande incertitude entoure la pandémie, on peut s'attendre à ce que les marchés restent volatils. La capacité des décideurs des pays émergents à naviguer dans un paysage mouvant, procéder à des compromis et parvenir à une reprise durable sera alors mise à l'épreuve.

L'univers des pays émergents est varié et ne se prête pas à une description uniforme. Il n'existe pas de définition officielle des pays émergents, mais on peut dire que ces pays se caractérisent généralement par un accès durable aux marchés, des progrès vers un niveau de revenu intermédiaire et une pertinence accrue sur la scène économique mondiale (voir l'encadré). Ils n'en sont pas moins dissemblables, et la distinction entre les pays émergents et les autres pays en développement reste floue.

Les pays émergents ont enregistré des progrès remarquables en renforçant leurs politiques macroéconomiques depuis le début de ce siècle, ce qui les a aidés à plus que doubler leur revenu moyen par habitant. Parmi les pays que nous avons classés dans la catégorie des pays émergents, 65 % ont une politique monétaire ayant pour objectif le ciblage de l'inflation de manière prospective, et la plupart ont vu l'inflation reculer et se stabiliser. Dans plusieurs pays, les finances publiques sont régies par des règles budgétaires. Beaucoup ont lancé des réformes majeures de leur secteur bancaire après les crises financières des années 90 et, si la crise financière mondiale de 2008–09 a tempéré ces progrès, elle ne les a pas fait dérailler.

Un bon bilan économique

Ce bilan économique a aidé les décideurs des pays émergents à prendre des mesures audacieuses durant la pandémie sans saper la confiance des marchés. Parmi leurs mesures de soutien économique, on peut citer la hausse des dépenses publiques, les apports de liquidités aux entreprises et aux banques, la mobilisation des volants de fonds propres des



banques en vue de soutenir le crédit et les programmes d'achats d'actifs par les banques centrales afin de stabiliser les marchés intérieurs. De plus, une faible inflation intérieure et un assouplissement de la politique monétaire dans les pays avancés ont donné aux banques centrales des pays émergents une marge de manœuvre qui leur a permis de baisser sensiblement les taux directeurs intérieurs. L'épargne des ménages a augmenté dans la plupart des pays émergents dès le début de la pandémie. L'épargne intérieure a essentiellement servi à financer les dépenses publiques, ce qui a réduit le besoin d'emprunter à l'étranger et, conjugué à la baisse de l'investissement privé, a permis de maîtriser les déficits courants.

Certaines mesures, telles que le financement monétaire direct des déficits budgétaires ou le gel provisoire du remboursement des prêts, créent cependant de nouveaux risques, mais les autorités les ont défendues en arguant qu'il s'agissait de mécanismes temporaires destinés à atténuer d'énormes tensions sur l'ensemble de l'économie. Le creusement des déficits budgétaires a en outre alourdi une dette souveraine déjà élevée dans certains pays. Dans d'autres, le fort endettement du secteur des entreprises, y compris des entreprises publiques, et l'exposition au risque de change non couvert de la dette des entreprises poseraient des risques budgétaires si les entreprises rencontraient des difficultés. De plus, l'augmentation de la dette publique détenue par les banques intérieures resserre le lien entre la santé des pouvoirs publics et celle du système bancaire.

La pandémie étant loin d'être achevée, il est trop tôt pour déterminer quelles mesures ont été efficaces. L'activité économique s'est fortement contractée dans la plupart des pays émergents en 2020, mais les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, dans leur édition d'avril 2021, montrent que, si les autorités du monde entier n'avaient pas pris de mesures, y compris dans les pays avancés et les pays émergents, la contraction du PIB mondial aurait été trois fois pire.

Des réactions contrastées

Les divergences entre les reprises dans les pays émergents s'expliquent par des différences dans leur situation économique et la réaction des pouvoirs publics. Les pays qui ont été en mesure de maîtriser le virus ou de vacciner leur population, comme la Chine ou les Émirats arabes unis, ont été les premiers à se redresser. Ceux qui disposaient d'une grande marge de manœuvre budgétaire ou d'un accès aux marchés, ou des deux à la fois, ont pu apporter davantage de soutien budgétaire. C'est le cas des Philippines et de la Pologne. La crédibilité des banques centrales a permis à certains pays de ramener leur taux directeur au niveau le plus faible jamais enregistré et de mener une politique monétaire non conventionnelle sans exercer de pressions intenses sur les taux de change (Fratto *et al.*, 2021). Les pays émergents qui connaissaient des déséquilibres macroéconomiques ou un endettement élevé, notamment l'Argentine, l'Égypte et

la Turquie, restent confrontés à des arbitrages radicaux entre un soutien à la reprise et une réduction des déséquilibres.

La période à venir pourrait être un peu plus agitée. La menace de nouvelles souches de COVID-19 obligera les pays à mettre en balance les nombreux compromis à faire entre poursuivre les efforts visant à atténuer la propagation du virus, ce qui supposera vraisemblablement de continuer le soutien économique aux ménages et aux entreprises, et prendre des mesures de normalisation et rétablir la résilience de l'économie. Obtenir suffisamment de vaccins n'est qu'une première étape. Il faut aussi gérer adroitement la volatilité des marchés financiers dans un contexte de hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis, en particulier dans les pays qui ont des besoins importants de financements extérieurs. En outre, il sera essentiel que la mise en œuvre des réformes structurelles bénéficie d'un soutien politique et social. Plusieurs domaines exigeront une action des pouvoirs publics, même si les priorités varient selon les pays.

Apporter un soutien ciblé au secteur des entreprises : à mesure que la crise sanitaire sera jugulée, les pays devront abandonner les aides d'urgence systématiques au profit de mesures ciblées sur les entreprises viables, pour à terme laisser le secteur privé tirer la croissance. La rapidité de cette transition dépendra du lien entre la croissance et l'emploi dans le secteur des entreprises, et de la capacité des pays à soutenir les entreprises viables suffisamment longtemps pour qu'elles viennent à bout des difficultés provoquées par la pandémie. Son efficacité sera fonction de la solidité des institutions du marché du travail, des dispositifs de protection, de la supervision du système bancaire et des procédures d'insolvabilité de façon à assurer une réallocation ordonnée des ressources. Comme le montre l'édition d'avril 2021 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde du FMI, il ne sera pas aisé de distinguer entre la liquidité et la solvabilité des entreprises. Dans les pays émergents, certaines entreprises sont entrées dans la crise avec une dette déjà élevée, et il faut mieux évaluer les conséquences sur l'ensemble de l'économie des difficultés des entreprises.

Si les pays avancés sont confrontés à des défis analogues, les arbitrages qui en résultent ont toutes chances d'être plus marqués dans les pays émergents, car ceux-ci sont généralement confrontés à des contraintes budgétaires plus importantes. En outre, dans les pays émergents, les dispositifs pour faire face aux faillites des entreprises sont généralement plus fragiles. Les interventions des pouvoirs publics doivent donc être conçues de façon à réduire à la fois les risques que posent les liquidations excessives qui créent des vagues de faillites, et les risques de créer des entreprises « zombies » capables de fonctionner en bénéficiant d'un crédit excessif, mais incapables d'investir dans de nouvelles activités (Pazarbasioglu et Garcia Mora, 2020). L'expérience de pays tels que la Pologne en 1992, le Mexique en 1994, de nombreux pays d'Asie du Sud-Est en 1997-98 et la Turquie en 2001 montre que les stratégies efficaces consistent notamment à procéder en temps

Qu'est-ce qu'un pays émergent ?

Il n'existe pas de définition officielle du concept de pays émergent.

Les *Perspectives de l'économie mondiale* publiées par le FMI classent 39 pays dans la catégorie des pays « avancés » en fonction de facteurs tels que le revenu élevé par habitant, des exportations diversifiées de biens et de services et une grande intégration dans le système financier mondial. Les autres pays appartiennent à la catégorie des « pays émergents et en développement ». Parmi eux, 40 sont considérés comme des « pays émergents à revenu intermédiaire » par le Moniteur des finances publiques du FMI, car leur revenu est plus élevé.

Le revenu n'est pas la seule caractéristique des pays émergents. La plupart connaissent une croissance forte et soutenue et une stabilité qui leur permettent de produire des biens à forte valeur ajoutée et les apparentent davantage aux pays avancés non seulement en termes de revenus, mais aussi en termes de participation au commerce mondial et d'intégration aux marchés financiers. Pour déterminer l'appartenance d'un pays au groupe des pays émergents, nous avons examiné les caractéristiques suivantes :

- présence systémique : la taille de l'économie du pays (PIB nominal), sa population et la part de ses exportations dans le commerce mondial ;
- accès aux marchés : la part de la dette extérieure du pays dans la dette extérieure mondiale, sa prise en compte ou non dans les indices mondiaux utilisés par les grands investisseurs institutionnels internationaux et la fréquence et le montant des émissions d'obligations internationales ;
- niveau de revenu : le PIB nominal par habitant du pays en dollars.

Nous avons établi un score pour chaque pays non classé dans la catégorie des pays avancés à l'aide de cinq variables pondérées :

- $0,40 \times \text{PIB nominal} +$
- $0,15 \times \text{population} +$
- $0,15 \times \text{PIB par habitant} +$

- $0,15 \times \text{part dans le commerce mondial} +$
- $0,15 \times \text{part dans la dette extérieure mondiale}.$

Si un pays est classé dans les 20 premiers en 2010–20, il reçoit un score de 1 pour cette variable. Autrement, il reçoit un score de zéro. Le score final est la somme pondérée de chacun des scores. Cette méthode permet de classer les pays suivants dans la catégorie des pays émergents, par ordre alphabétique : Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Égypte, Émirats arabes unis, Hongrie, Inde, Indonésie, Iran, Malaisie, Mexique, Philippines, Pologne, Russie, Thaïlande et Turquie. Deux pays ont été exclus de cette liste : le Nigéria, car il faisait partie des pays à faible revenu (et il était admis à bénéficier du fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance du FMI) pendant la période considérée (2010–20), et le Qatar, car il compte moins de 5 millions d'habitants.

Ces 20 pays émergents représentent 34 % du PIB nominal mondial en dollars et 46 % en parités de pouvoir d'achat. Ces pays sont également retenus dans les indices largement utilisés pour les pays émergents comme ceux de J.P. Morgan, Morgan Stanley Capital International et Bloomberg.

FRANCISCO ARIZALA est économiste, et **DI YANG**, analyste cheffe, tous deux au département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.



voulu à un examen de la qualité des actifs et à conjuguer des règlements extrajudiciaires, un allègement de la dette et une cession des créances improductives (Araujo *et al.*, à paraître).

Le financement bancaire étant plus répandu que le financement de marché dans les pays émergents, les difficultés des entreprises pourraient se répercuter sur la stabilité financière si les banques étaient amenées à comptabiliser davantage de créances irrécouvrables après la pandémie. Pour assurer plus de transparence, il pourrait être nécessaire dans certains cas de procéder à des examens de la qualité des actifs des banques, d'autant plus que les mesures réglementaires ont été assouplies durant la crise. La hausse des financements non bancaires ou par le système parallèle des secteurs des entreprises et des ménages dans certains pays émergents présente également des risques, car le secteur non bancaire est peu réglementé. C'est pourquoi un objectif prioritaire à long terme est de renforcer les régimes de résolution des créances et d'insolvabilité et d'élaborer ce qu'il est convenu d'appeler des instruments macrofinanciers afin de surveiller les risques que le secteur financier non bancaire fait peser sur l'économie dans son ensemble.

Générer une croissance porteuse d'emplois, équilibrée et durable :

augmenter la productivité et atténuer les séquelles de la crise sur l'investissement, l'emploi, le capital humain (conséquence d'un recul de l'apprentissage) et la solidité du système financier non seulement faciliteront une reprise dans l'immédiat, mais aussi constituent une étape essentielle vers une santé pérenne de l'économie. Les réformes structurelles peuvent présenter des avantages à long terme importants en termes de croissance si elles sont bien conçues et échelonnées (Duval et Furceri, 2019). Il s'agira notamment, en priorité :

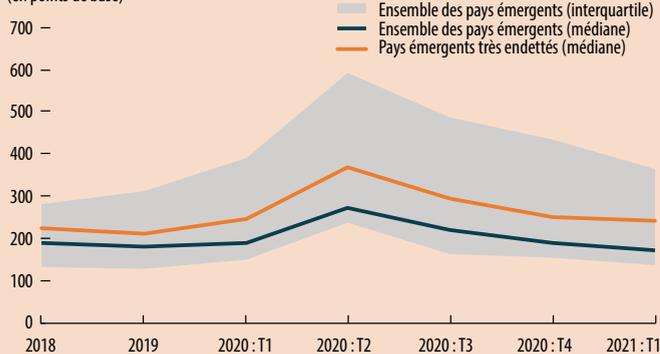
- d'introduire des réformes axées sur le marché, y compris portant sur les entreprises publiques (comme en Chine, en Inde et au Mexique) ;
- de renforcer les dispositifs de protection sociale (au Chili et en Chine, par exemple) ;
- de combler le déficit d'infrastructures (en Indonésie et aux Philippines, par exemple) ;
- de mettre en œuvre des réformes des retraites, du marché des produits, du marché de l'emploi et de la gouvernance dans de nombreux pays.

Graphique 1

Écarts de l'indice EMBIG

Les investisseurs établissent généralement une distinction entre la dette des différents pays émergents.

(en points de base)



Source : Bloomberg Finance L.P.

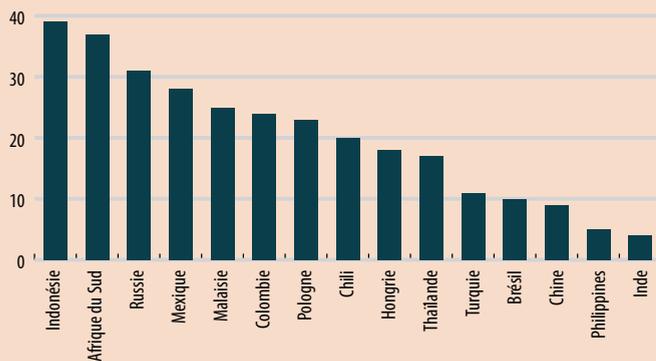
Note : L'échantillon ne comprend pas l'Iran et la Thaïlande faute de données. On ne dispose pas de données sur l'indice mondial des rendements des titres de dette des pays émergents (EMBIG) aux Émirats arabes unis et en Arabie saoudite en 2018. Les pays émergents très endettés sont les pays dont la dette publique brute est supérieure à la médiane.

Graphique 2

Qui possède la dette ?

Une grande partie de la dette intérieure étant détenue par des étrangers, le marché financier intérieur est une courroie de transmission importante des chocs financiers extérieurs.

(dette en monnaie nationale détenue par des non-résidents en pourcentage du total de la dette en monnaie nationale, 2019)



Source : Arslanalp, S., et T. Tsuda. 2014. « Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt. » Document de travail du FMI 14/29.

Il est essentiel de faire clairement connaître les intentions de politique économique, en adoptant des mesures de protection des groupes vulnérables, et de recueillir un soutien social en faveur des réformes difficiles.

Il est également temps de bâtir des économies plus fortes que celles qui existaient dans les pays émergents avant la pandémie, en prenant des mesures qui créeront un accès meilleur et plus équitable aux soins de santé et à l'éducation, en renforçant les infrastructures publiques et en reclassant les travailleurs privés d'emploi par la pandémie. Il est aussi nécessaire de créer une résilience face aux changements climatiques et

d'orienter la numérisation de façon à favoriser une croissance inclusive. La COVID-19 a provoqué davantage de pertes en vies humaines dans les pays où les systèmes de santé et les dispositifs de protection sociale étaient déficients. Elle a entraîné plus de pertes économiques dans les secteurs axés sur les services et chez les travailleurs non qualifiés, les jeunes et les femmes. Pour veiller à ce qu'une reprise durable ne laisse personne à la traîne, il faut freiner la hausse des inégalités et de la pauvreté. Réduire le secteur informel, qui représente entre un quart et un tiers de l'économie dans la plupart des pays émergents (Medina et Schneider, 2019), permettra à davantage de gens de bénéficier de meilleurs salaires et de mesures redistributives.

Certains pays saisissent des occasions : en Asie, la numérisation transforme l'efficacité de la production, la communication et la cohésion des opérations des administrations publiques (Gaspar et Rhee, 2018). L'Indonésie fait face à la menace de la déforestation avec un programme d'utilisation durable des sols. Des pays émergents tels que la Malaisie renforcent le cadre réglementaire financier afin de mieux suivre et gérer les risques liés à la transition dans leur processus de réduction de l'empreinte carbone de leur économie.

Renouer avec la résilience macroéconomique : cette crise a cruellement rappelé combien il était important d'assurer la bonne santé de l'économie en temps de paix. Les pays émergents devront bientôt commencer à rétablir les amortisseurs budgétaires, extérieurs et macrofinanciers pour se préparer à la prochaine crise. Il leur faudra rétablir les règles budgétaires et les normes de réglementation financière, qui ont été mises de côté durant la pandémie, et reconstituer les réserves de change si elles commencent à s'épuiser. Les objectifs prioritaires varieront, et il faudra les poursuivre sans nuire aux perspectives de croissance : accroître les capacités fiscales afin de consacrer des dépenses aux services publics lorsque les dispositifs de sécurité sont fragiles, prendre des mesures de réduction de la dette et de son accumulation (rééquilibrage des finances publiques) si la charge de la dette souveraine est importante et durcir les politiques macroprudentielles applicables aux établissements financiers lorsque les risques qui pèsent sur la stabilité financière sont élevés.

Dans de nombreux pays émergents, les autorités devront trouver un équilibre entre des objectifs différents, par exemple accroître les dépenses consacrées aux investissements publics et aux dispositifs de protection sociale tout en recommençant à assainir les finances publiques afin de maintenir la dette publique sur une ferme trajectoire descendante. La dette publique et la dette extérieure ont sensiblement augmenté dans le pays émergent médian pour atteindre 59 % et 44 % du PIB respectivement en 2020, et les besoins de financement bruts devraient, selon les projections, rester supérieurs à 10 % du PIB en 2020–21. Alors que, grâce à la faiblesse des taux d'intérêt mondiaux, le coût du service de



la dette est resté supportable, il ne faut pas s'attendre à ce que le coût des emprunts extérieurs reste bas indéfiniment. Les investisseurs établissent généralement une distinction entre la dette des différents pays émergents (graphique 1). Même si la dette est contractée en monnaie nationale, une grande partie de la dette intérieure étant détenue par des étrangers, le marché financier intérieur est une courroie de transmission importante des chocs financiers extérieurs (graphique 2). Une dette qui reste élevée et des besoins de financement bruts qui persistent risquent fort d'aggraver les arbitrages et d'exposer les pays émergents à des variations brutales de l'appétence pour le risque des investisseurs.

Le Moniteur des finances publiques du FMI, dans son édition d'avril 2021, soutient qu'un accroissement des recettes fiscales permettrait aux décideurs d'améliorer les services publics sans alourdir la dette. De fait, dans les pays émergents, les recettes fiscales représentent en moyenne moins de 20 % du PIB, contre plus de 25 % du PIB dans les pays avancés. En outre, les pays émergents consacrent généralement une part plus importante de leurs recettes au paiement d'intérêts.

Dans le contexte post-pandémie, la marge de manœuvre s'est réduite. Alors que les déficits budgétaires et la dette ont augmenté, que les besoins de financement se sont accrues et que les pays ont moins de latitude pour baisser les taux d'intérêt intérieurs, il faut mieux intégrer les politiques de façon à obtenir les meilleurs résultats en termes de croissance et de stabilité tout en maintenant l'autonomie des autorités budgétaires, monétaires et réglementaires. À titre d'exemple, dans les pays où les pressions inflationnistes s'atténuent, la politique monétaire peut continuer de soutenir la demande intérieure, même une fois que le soutien budgétaire a cessé.

Il faut aussi gérer d'autres arbitrages, car des reprises à plusieurs vitesses créent des tensions sur les marchés. Si un taux de change flexible joue généralement le rôle d'amortisseur, dans certaines conditions, il peut avoir l'effet inverse. Ainsi, une dépréciation de la monnaie nationale peut accroître le stock des passifs libellés en devises et intensifier ainsi les tensions sur les marchés. Les répercussions de la dépréciation peuvent provoquer des tensions inflationnistes si la crédibilité de la politique monétaire n'est pas entièrement établie. Les moyens d'appréhender l'instabilité financière sont au premier plan des préoccupations de nombreux décideurs dans les pays émergents, et un élément clé des travaux du FMI sur le cadre d'action intégré.

Rétablir la résilience

Les crises passées ont montré que les décideurs des pays émergents sont en mesure de surmonter les chocs défavorables et rétablir une résilience économique. De plus, la croissance à moyen terme devrait rester solide dans la plupart des pays émergents. Il est cependant essentiel de déployer un effort collectif à l'échelle internationale pour que

les pays émergents réalisent leur potentiel de croissance et insufflent un dynamisme qui fait cruellement défaut dans l'activité, les échanges, l'investissement et le secteur financier.

Pour commencer, *les pays émergents doivent retrouver leur solidité macroéconomique durement acquise*, comme ils l'ont fait après les crises financières des années 90 et de la première décennie 2000 et après la crise financière mondiale qui a éclaté en 2008. Alors qu'ils se remettent de la pandémie à des rythmes différents, les pays émergents doivent également apprendre de l'expérience des autres pour déterminer les meilleurs moyens de faire face aux risques et maintenir une résilience. Cela ne concerne pas uniquement les pays émergents : alors qu'ils acquièrent de plus en plus d'importance systémique dans l'économie mondiale, un univers composé de pays émergents solides sera un autre élément moteur de la stabilité mondiale.

Deuxièmement, *les grands pays avancés doivent participer à l'effort* : coopération multilatérale sur le libre-échange, approvisionnement en vaccins et fiscalité, engagement à fournir des liquidités en dollars en cas de résurgence des tensions financières et action commune en vue de lutter contre les changements climatiques sont autant de mesures essentielles. Certains pays émergents auront besoin d'un soutien financier pour investir afin de sortir renforcés de la crise sans aggraver les changements climatiques.

Troisièmement, *les institutions de développement et les institutions financières mondiales doivent agir de façon complémentaire*. Pour le FMI, il s'agira de s'acquitter de ses principales responsabilités (dialogue et conseils, soutien financier, y compris sous forme de lignes de précaution et renforcement des capacités) en servant de plateforme pour permettre aux pays de partager leurs connaissances et d'exploiter les compétences utiles d'autres institutions internationales afin d'aider les pays membres les plus dynamiques à reprendre pied dans le paysage post-pandémie. **FD**

RUPA DUTTAGUPTA est sous-directrice, et **CEYLA PAZARBASIUGLU** directrice, toutes deux au département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

Bibliographie :

Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese, and Y. Weijia. Forthcoming. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19." IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.

Duval, R., and D. Furceri. 2019. "How to Reignite Growth in Emerging Market and Developing Economies." IMFBlog, October 9.

Fratto, C., B. Harnois Vannier, B. Mircheva, D. de Padua, and H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries." IMF Working Paper 21/14, International Monetary Fund, Washington, DC.

Gaspar, V., and C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia." IMFBlog, September 26.

Medina, L., and F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One." CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.

Pazarbasioglu C., and A. Garcia Mora. 2020. "Strengthen Insolvency Frameworks to Save Firms and Boost Economic Recovery." World Bank Blog, May 18.

Peut-on encore parler de pays émergents ?

Deux décennies plus tard, la promesse des BRIC subsiste

Jim O'Neill

PHOTOGRAPHIE MISE GRACIEUSEMENT À NOTRE DISPOSITION PAR JIM O'NEILL



SANS LA COVID-19, la croissance du PIB ces dix dernières années aurait avoisiné 3,6 %, en très léger recul par rapport aux 3,7 % de la décennie 2000–09. Un résultat honorable compte tenu de tous les défis et contrastant avec le climat qui régnait avant la pandémie. En effet, chaque décennie a été marquée par une croissance économique plus soutenue que dans les années 80 et 90, d'environ 3,3 % à chaque fois. Des centaines de millions de personnes sont ainsi sorties de la pauvreté absolue, notamment grâce à la croissance miraculeuse des pays dits émergents, au premier rang desquels figuraient mes chers BRIC.

L'année 2021 marque le vingtième anniversaire de l'acronyme BRIC que j'ai forgé et qui synthétise le poids économique vraisemblablement croissant qu'acquerraient le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine et les répercussions qu'aurait cette ascension en termes de gouvernance planétaire. Alors que le monde se projette dans le reste de l'année 2021 et au-delà, que pouvons-nous attendre des pays émergents ?

Les BRIC revisités

Dans mon premier article, intitulé « The World Needs Better Economic BRICs » (Le monde a besoin de meilleurs BRIC), je plaidais avant tout pour une évolution du cadre de la gouvernance économique mondiale, sans forcément annoncer que ces pays connaîtraient une croissance économique irrésistible.

Par la suite, j'ai décrit ce à quoi le monde *pourrait* ressembler, dans l'hypothèse hautement improbable où les pays en question réaliseraient pleinement leur potentiel. Nous avons défini ce potentiel à l'aide de la méthodologie habituellement utilisée en macroéconomie, selon laquelle la croissance de l'économie réelle est fonction de deux variables : la taille de la population active d'un pays et la productivité de son économie. Compte tenu de la taille de leur population et donc de leur main-d'œuvre et de leur marge de rattrapage en termes de productivité, il était assez facile de montrer que les taux de croissance potentielle des BRIC étaient supérieurs à ceux de la plupart des pays avancés. Notre analyse n'était *pas* censée démontrer que chacun d'entre eux conserverait constamment un rythme de croissance égal à son potentiel. Une telle hypothèse n'est franchement pas réaliste et ce n'est pas le message que nous comptions envoyer.

Dans ce contexte, la deuxième décennie de ce siècle s'est singulièrement démarquée de la première, durant laquelle les quatre pays s'en étaient encore mieux sortis que dans les scénarios que j'avais présentés en 2001. Si l'Inde a considérablement déçu ces dernières années, sa trajectoire est globalement conforme à ce que nous envisagions. Pour le Brésil et la Russie, en revanche, les résultats économiques enregistrés entre 2010 et 2020 ont été très décevants, me conduisant parfois à plaisanter sur le fait que j'aurais peut-être dû parler des IC plutôt que des BRIC. Le Brésil et la Russie ont tous les deux souffert de la fameuse malédiction des ressources naturelles et de nombreux éléments montrent qu'ils sont bien trop tributaires du cycle mondial des ressources naturelles pour espérer un développement durable. Ces deux pays sont sensiblement différents, mais chacun doit diversifier son économie pour qu'elle dépende moins des ressources naturelles et renforcer le rôle du secteur privé.

Par contraste, le dynamisme continu de l'économie chinoise semble indiquer qu'elle réalise vraiment son potentiel. Le PIB chinois, supérieur à 14 000 milliards de dollars (en 2019) équivaut à plus de deux fois le PIB

cumulé des autres BRIC. La seule taille de la Chine signifie que le poids économique total des BRIC est désormais supérieur à celui de l'Union européenne et se rapproche de celui des États-Unis.

Retour vers le futur

Même si le taux de croissance du PIB réel chinois commencera à ralentir en 2021 en raison du défi démographique de plus en plus ardu que le pays doit relever, il n'en coiffera pas moins les États-Unis au poteau en devenant la première économie du monde. Pour que la croissance mondiale s'accélère, il faut que les pays bénéficiant de conditions démographiques favorables dopent leur productivité.

Il sera très difficile d'afficher un taux de croissance du PIB réel de 4 % à l'échelle mondiale et sans doute malaisé d'atteindre le chiffre de 3,7 % des deux dernières décennies. Quatre facteurs détermineront si nous obtiendrons la croissance dont nous avons besoin : la productivité dans les pays développés, le rythme de ralentissement de la croissance chinoise, la réussite de l'Inde et, autre facteur crucial, l'émergence éventuelle des autres pays densément peuplés. Des pays comme l'Indonésie, le Mexique, le Nigéria, le Viet Nam et d'autres peuvent-ils se rapprocher de leur croissance potentielle à long terme ? Le cas échéant, la croissance du PIB réel mondial pourrait avoir davantage de chances d'égaliser celle de la dernière décennie.

À l'évidence, la vigueur de la reprise juste après la crise de la COVID-19 dépend presque exclusivement de la mise au point et de la distribution des vaccins et de traitements pour éradiquer la pandémie. J'estime que les effets multiplicateurs des 20 à 30 milliards de dollars demandés aux bailleurs de fonds sont tels qu'il devrait s'agir tout simplement de la relance économique la plus importante qu'aucune génération ait eu la chance d'approuver, devant même les effets bénéfiques potentiels de 2008–09.

Le FMI doit s'employer activement à encourager cette relance et, en plus de l'accent mis récemment sur les changements climatiques, s'attaquer aux systèmes de santé en intégrant l'analyse des dépenses de santé dans son cadre de surveillance. L'harmonisation avec les ministres des Finances visant à soutenir le Dispositif pour accélérer l'accès aux outils de lutte contre la COVID-19 (Accélérateur ACT) — une collaboration qui réunit les principales organisations mondiales du domaine de la santé — est déjà un début, mais il faut faire davantage.

Ayant conduit, à la demande du gouvernement britannique, un examen indépendant sur la résistance aux antimicrobiens (RAM), je sais qu'il existe d'autres menaces sanitaires équivalentes à la COVID-19. La RAM pourrait tuer pas moins de 10 millions de personnes par an d'ici 2050, entraînant un coût d'opportunité économique totalisant 100 000 milliards de dollars. Pour certains observateurs, ces chiffres sont difficiles à croire, mais

la pandémie nous a montré que ce scénario était malheureusement une réalité. Tenter de renforcer les liens entre l'économie, la finance et la santé devrait être au centre de notre réflexion sur les nouveaux enjeux.

Des choix plus audacieux et plus judicieux

Dans le sillage de la COVID-19, les pays émergents, en particulier les plus grands, doivent adopter des politiques budgétaires pertinentes, faisant de l'investissement public une priorité. Il faut redéfinir la base qui nous sert à évaluer le cadre économique réel et les conditions de la politique budgétaire. Plus précisément, il est temps de vraiment distinguer les dépenses destinées aux investissements publics et les dépenses de consommation ; les premières peuvent avoir des effets multiplicateurs positifs et, sur un plan comptable, ne devraient pas être traitées comme les dépenses publiques de consommation. L'adaptation aux changements climatiques et aux futures menaces sanitaires exige de tels investissements. Pour réaliser leur potentiel de croissance, les pays émergents doivent consentir ces investissements, qui sont sans aucun doute plus importants pour leur croissance économique que les conditions de financement.

Des politiques budgétaires plus judicieuses devront presque nécessairement s'appuyer sur des systèmes financiers nationaux plus solides, ce qui est compliqué dans un contexte de dépendance persistante vis-à-vis d'un système monétaire basé sur le dollar. Malgré la baisse relativement régulière et constante mais toujours lente du poids de l'économie américaine dans le monde, le système monétaire fondé sur le dollar reste globalement aussi dominant qu'en 1982, quand j'ai débuté dans la finance. Cela signifie que le monde doit composer avec les fluctuations cycliques provoquée par la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed), ses conséquences pour les États-Unis et les conditions de financement mondiales qui en résultent. Quand la Fed durcit peu ou prou sa politique, les conditions de financement se resserrent pour les pays émergents, souvent de manière chaotique. Quand elle l'assouplit, c'est l'inverse.

Il est possible de mettre fin à ce cycle et, un jour, ce changement se produira. Le système monétaire doit se transformer pour mieux refléter les évolutions de la dynamique mondiale ; sans cela, les pays émergents ne pourront que difficilement atteindre leur potentiel de croissance, même si les difficultés qu'ils rencontreront avec d'autres enjeux nationaux comme les systèmes de santé et d'éducation seront peut-être encore plus grandes.

Nombre de pays émergents doivent faire des choix à la fois plus audacieux et plus judicieux dans ces domaines, et le FMI sera naturellement là pour les y aider. 

JIM O'NEILL est le président de Chatham House et l'ancien président de Goldman Sachs Assets Management.





Fin de Partie

Le supercycle pétrolier qui se profile sera sans doute le dernier

Rabah Arezki et Per Magnus Nysveen

Après une pandémie et une guerre des prix à l'origine de leur dégringolade en 2020, les cours pétroliers repartent à la hausse. Un nouveau supercycle — c'est-à-dire une période prolongée de prix supérieurs à leur niveau tendanciel à long terme — semble se préparer, sur fond de pénuries généralisées dues au manque d'investissement observé depuis l'effondrement des cours en 2014 et, plus récemment, au recul des investissements dans la production de gaz de schiste ; et dans un contexte d'augmentation de la demande provoquée par une reprise vigoureuse en Chine et en Inde, un important plan de relance aux États-Unis et l'optimisme mondial suscité par les vaccins.

Plusieurs de ces facteurs présentent certaines caractéristiques persistantes et compenseront sans doute largement toute pression à la baisse que la nouvelle donne post-pandémie exercera sur la consommation.

Ce pourrait être néanmoins le dernier supercycle du genre, car les grandes économies paraissent déterminées à se passer des combustibles fossiles, et les constructeurs automobiles qui produisent en masse ont réagi en s'engageant à remplacer à moyen terme les véhicules équipés de moteurs à combustion interne par des véhicules électriques. Cette évolution transformera le marché pétrolier en un marché compatible avec les objectifs climatiques, mais elle risque, dans les pays dépendants du pétrole, d'entraîner un ajustement désordonné, qui aura des répercussions considérables, parfois même internationales.

Pénurie d'investissements pétroliers

Même avec des cours relativement plus bas, les activités d'extraction et d'exploration ont été très rentables. Dans le même temps, conscientes peut-être que l'avenir serait moins radieux, les entreprises du secteur ont réduit leurs investissements. La production des gisements et le nombre de puits diminue, tandis que les réserves s'épuisent rapidement. Depuis 2014, les dépenses d'équipement et le remplacement des réserves ne cessent de reculer.

La COVID-19 a accentué la baisse des investissements. La production de gaz de schiste, par exemple, dont le cycle est plus court et donc plus sensible aux variations de l'investissement, augmente actuellement d'un demi-million de barils par an, contre 2 millions un an avant le début de la pandémie. Même si l'interdiction de forer sur le domaine public américain annoncée par l'administration Biden n'aura que peu d'effets directs sur la production de gaz de schiste, elle est le signe d'un changement d'attitude du gouvernement fédéral vis-à-vis de l'industrie pétrolière.

Les producteurs de gaz de schiste ont adopté un positionnement beaucoup plus prudent en matière d'investissement. Ils conserveront une trésorerie d'exploitation, alors que la trésorerie finançait auparavant les dépenses d'équipement. Ce recul des investissements, qui affaiblira le rôle du gaz de schiste comme production d'appoint, porte en germe un supercycle des prix pétroliers. D'un autre côté, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole augmentera sans doute la production pour contrer cette pression à la hausse sur les prix.

Le débat sur le pic de la demande

D'après plusieurs commentateurs et acteurs de premier plan du marché pétrolier, dont BP et Shell, la demande mondiale de pétrole a culminé en 2019 à une centaine de millions de barils par jour et n'atteindra plus jamais un tel niveau en raison des changements structurels liés à la pandémie. C'est une vision qui semble confirmée par la forte réduction de la consommation de pétrole dans le transport, y compris aérien. Quand les voyageurs ont commencé à annuler des vols en mars 2020, la consommation de kérosène s'est effondrée et n'est très légèrement remontée qu'après le début de l'assouplissement des restrictions de voyage.

Ceux qui estiment que la consommation a atteint son pic pensent tout de même que la consommation d'essence augmentera à la mi-2021, malgré le renchérissement consécutif à l'inévitable décalage entre une hausse de la production induite par la demande et l'augmentation des produits raffinés destinée à satisfaire cette demande. Avec la mise au point des vaccins et l'euphorie de la réouverture prochaine de l'économie mondiale, il faut s'attendre à ce que la consommation de pétrole continue de se redresser, mais sans revenir au niveau d'avant la pandémie : on peut donc effectivement parler de pic de consommation.

Toutefois, les partisans de cette hypothèse négligent la hausse structurelle de la consommation qui finira par compenser toute évolution à la baisse consécutive à la COVID-19. L'élévation des niveaux de vie et l'essor de la classe moyenne en Chine et en Inde feront augmenter la demande de carburants pour les voitures et les avions. De sorte que, même si la croissance économique ralentit, une multitude de personnes franchiront le seuil de revenu leur permettant de s'acheter un véhicule, ce qui soutiendra la demande de pétrole pour le transport. Dans les pays émergents comme la Chine et l'Inde, toute transition éventuelle vers la voiture électrique sera sans doute plus lente que dans les pays avancés compte tenu du nombre de bornes de recharge nécessaires. Le taux d'adoption de l'électrique sera dans l'ensemble le principal déterminant de la demande future de pétrole, puisque le carburant routier représente la moitié de la demande mondiale.

L'augmentation structurelle de la demande de pétrole, conjuguée à une réduction chronique de la production faute d'investissements suffisants, risque de précipiter et

Transition industrielle

Les constructeurs automobiles traditionnels remplacent de plus en plus les véhicules équipés de moteurs à combustion interne par des véhicules électriques.

Constructeurs	Objectifs de production	Échéance
Groupe VW	30 % des ventes mondiales en électrique	2030
Nissan	100 % de véhicules électriques sur les marchés principaux	2030
Renault	30 % des ventes totales dans le segment des véhicules à batterie électrique et 35 % dans les véhicules hybrides	2025
Toyota	5,5 millions de véhicules électriques (ventes mondiales), dont au moins 1 million de véhicules à batterie électrique, le reste se répartissant entre diverses versions électriques, notamment des hybrides	2030
GM	100 % des ventes mondiales dans des véhicules zéro émission	2035
Groupe Hyundai-Kia	Ventes cumulées de véhicules à batterie électrique : 1 million d'unités	2025
Kia	40 % des ventes mondiales en électrique	2030
Ford	100 % des ventes en Europe dans les véhicules à batterie électrique	2030
Honda	Deux tiers des ventes mondiales en électrique	2030
Groupe Daimler	Au moins 50 % des ventes totales de voitures en électrique	2030
BMW	Véhicules électriques représentant 30 % de la croissance des ventes sur 12 mois	2020-30
Volvo	100 % des véhicules neufs vendus entièrement électriques	2030
Mazda	5 % des ventes totales dans des véhicules entièrement électriques et équipement de tous les véhicules neufs d'un composant électrique	2030
Groupe PSA	100 % de véhicules électriques	2025

Source : Rystad Energy.

d'entretenir quelque temps un supercycle des prix pétroliers. Mais la hausse des cours va-t-elle stimuler l'investissement et déboucher sur un nouvel effondrement des prix comme par le passé ?

La technologie et ses conséquences

Cette fois, l'innovation technologique pourrait changer la donne. Les gros investissements seront probablement encouragés par la nouvelle technologie qui est au cœur des projets des constructeurs automobiles pour substituer des moteurs électriques aux moteurs à combustion interne. La capitalisation boursière du constructeur de voitures électriques Tesla témoigne de la transformation imminente du marché automobile. Elle éclipse celle des constructeurs traditionnels, qui produisent pourtant largement plus de véhicules que Tesla. Cet écart a poussé les acteurs traditionnels à s'engager en faveur des motorisations électriques, déclenchant ainsi des efforts considérables de recherche-développement de la part de constructeurs voulant conquérir des parts du nouveau marché (voir le tableau).

Une montée en cadence frénétique de la production de véhicules électriques n'est toutefois pas sans risque et pourrait conduire à ce que l'offre dépasse la demande, entraînant des flux de trésorerie négatifs, une pénurie de liquidités et des faillites chez les constructeurs automobiles. Le pari des constructeurs s'explique à la fois par l'engagement des gouvernements en faveur de la neutralité carbone et par la conviction que les consommateurs voudront opter pour des modes de consommation plus propres, sachant que les transports représentent environ un quart des émissions mondiales de gaz carbonique liées à l'énergie. En revanche, il est difficile de savoir si les consommateurs se contenteront de déclarations d'intentions ou modifieront vraiment leurs comportements. Les prix plus élevés du carbone leur paraîtront-ils moins importants que le problème de l'insuffisance des infrastructures de recharge pour les batteries de voitures ?

Cela étant, la production en masse finira par rendre le prix des véhicules électriques attractif et un pic des prix du pétrole devrait accélérer la conversion aux moteurs électriques. Ce dernier supercycle pétrolier sera en phase avec les objectifs climatiques et ira de pair avec les engagements que prendront les grands pays de ramener à zéro leurs émissions nettes de carbone à moyen terme. Aussi bénéfique que cette évolution puisse être pour le climat de la planète, elle pose le problème de la dévalorisation des réserves de pétrole dont vivent de si nombreux pays dépendants de l'or noir, en particulier ceux où les coûts d'extraction sont élevés. Ces réserves et tous les investissements connexes deviennent de fait des actifs inexploitable, ce qui pourrait entraîner de sérieux revers économiques, notamment des faillites et des crises, eux-mêmes à l'origine d'immenses vagues migratoires provenant en particulier de pays dépendants du pétrole et très peuplés, en majorité

africains. D'autres grands pays tributaires du pétrole au Moyen-Orient, en Asie centrale et en Amérique latine sont aussi une source importante d'envois de fonds, d'emplois et de demande extérieure de biens et de services dont bénéficient de nombreux pays voisins. La fin du pétrole pourrait donc être catastrophique non seulement pour les pays qui en vivent, mais également pour les pays alentour. Le tableau n'est pas entièrement négatif en ce qui concerne les pays disposant de gisements minéraux essentiels à la transition énergétique. La demande de cobalt, composant essentiel des batteries de voitures, va fortement augmenter. L'uranium pourrait aussi être un atout en raison de l'abandon progressif des combustibles fossiles et de l'attractivité accrue de l'électricité nucléaire.

Avec la fin du pétrole, la transformation des économies devient donc impérative. Les pays riches en pétrole doivent se diversifier pour pouvoir faire face aux évolutions des marchés de l'énergie. Un cadre de gouvernance approprié permettant de gérer les recettes pétrolières quelle que soit la conjoncture a toujours été important pour favoriser la diversification économique. Toutefois, compte tenu du nouveau risque de délaissement des actifs pétroliers, une transformation radicale de la gouvernance dans les pays tributaires du pétrole s'impose de toute urgence. Dubaï, par exemple, a réagi à l'épuisement de ses réserves pétrolières en devenant une plaque tournante du commerce international. Les pays et les entreprises qui dépendent de ces marchés doivent formuler des politiques afin d'engager cette transformation, y compris en développant les énergies renouvelables. Pour en finir avec la sclérose de leur économie qui a plombé la productivité et favorisé le gaspillage, les pays riches en pétrole devraient investir dans des réformes qui aplaniront les obstacles à l'innovation et à l'entrepreneuriat. Réformer la gouvernance d'entreprise et les systèmes juridiques, promouvoir les marchés sans obstacles à l'entrée ni à la sortie et mettre fin au favoritisme tant pour les entreprises publiques que pour celles du secteur privé qui bénéficient d'un réseau politique sont autant de mesures qui contribueront à attirer les investisseurs et à changer les mentalités à l'égard de l'innovation (Arezki, 2020). 

RABAH AREZKI est chef économiste à la Banque africaine de développement et associé de recherche principal à la Kennedy School of Government de l'Université Harvard. **PER MAGNUS NYSVEEN** est associé principal et responsable de l'analyse chez Rystad Energy.

Bibliographie :

Arezki, Rabah. 2020. "The Economics of Sustainability: Causes and Consequences of Energy Market Transformation." *Economics of Energy & Environmental Policy* 9 (2).



PUISSANCE MONDIALE, FRAGILITÉ INTÉRIEURE

La réussite de la Chine sur le long terme dépendra avant tout de sa capacité à surmonter ses difficultés intérieures

David Dollar, Yiping Huang et Yang Yao

En 2012, les dirigeants chinois se sont fixé l'objectif de faire de la Chine un pays prospère et pleinement développé d'ici 2049, soit 100 ans après la fondation de la République populaire. Au vu des résultats obtenus depuis le début des réformes économiques, en 1978, cette transformation semble tout à fait réalisable. Cependant, l'entreprise paraît difficile et la réussite tout sauf garantie.

La Chine est confrontée à des difficultés intérieures de taille : population vieillissante, fracture villes/campagnes, système financier sous-développé, innovation insuffisante et dépendance envers les sources d'énergies carbonées. De plus, ses relations économiques avec plusieurs partenaires clés se sont envenimées, ce qui a multiplié les obstacles au commerce et à l'investissement dans les deux sens. Notre ouvrage, *China 2049*, se penche sur les mesures pouvant aider le pays à atteindre cet objectif ambitieux.

Une population vieillissante

La pandémie de COVID-19 a rappelé que de nombreux impondérables peuvent se produire d'ici 2049. En tout cas, une chose est certaine : la population de la Chine vieillit à grande vitesse. La fécondité a chuté à 1,7 naissance par femme, bien au-dessous du seuil de renouvellement de 2,1. La politique de l'enfant unique a certes





joué un rôle, mais son assouplissement n'a pas fait augmenter les naissances. Comme dans beaucoup de pays asiatiques densément peuplés où le logement et l'éducation sont onéreux, les couples choisissent souvent de faire un seul enfant, voire de n'en avoir aucun. Même une légère hausse de la fécondité n'aurait aucune répercussion sur la population active pendant une vingtaine d'années.

Le pic démographique de la Chine est peut-être déjà derrière elle. Qui plus est, la population en âge de travailler diminue déjà. La population âgée devrait augmenter de façon spectaculaire au cours des prochaines décennies (graphique 1). D'ici 2049, la tranche des plus de 65 ans va plus que doubler pour atteindre 400 millions de personnes. Encore plus frappant, la tranche des 85 ans et plus va plus que tripler, à environ 150 millions de personnes, soit plus que les États-Unis et l'Europe réunis. Le seul groupe en âge de travailler qui augmentera sera celui des 55-64 ans.

Ce vieillissement constitue un problème à la fois social et économique. La prise en charge des personnes âgées nécessitera davantage de ressources pour les services de santé, les soins de longue durée et l'assistance à domicile. La tradition veut que les enfants s'occupent de leurs parents âgés, mais les familles étant moins nombreuses, beaucoup de personnes âgées pourraient se retrouver seules. Il serait naturel, économiquement et humainement, que la société prenne en charge des coûts jusque-là assumés individuellement.

La pandémie de COVID-19 a mis au jour les forces et les faiblesses du système de santé chinois. Elle a été maîtrisée grâce à une mobilisation colossale et ponctuelle qui a permis un transfert parfaitement ciblé de ressources limitées. Cependant, de nombreux Chinois jugent nécessaire de renforcer le système de santé et de le doter des ressources adéquates, plus particulièrement dans les zones rurales, où vivent de nombreuses personnes âgées.

Problématique, la diminution de la population en âge de travailler n'augure pas pour autant d'une chute radicale de la main-d'œuvre disponible, car tout dépendra de la participation. L'âge de la retraite doit notamment être réformé et progressivement relevé : les fonctionnaires peuvent arrêter à 60 ans pour les hommes et à 55 ans pour les femmes. Les plus de 65 ans sont nombreux à continuer de travailler s'ils sont en bonne santé. La participation des femmes à la main-d'œuvre peut être entretenue et accrue au moyen de politiques favorables à la famille.

Une fracture villes/campagnes

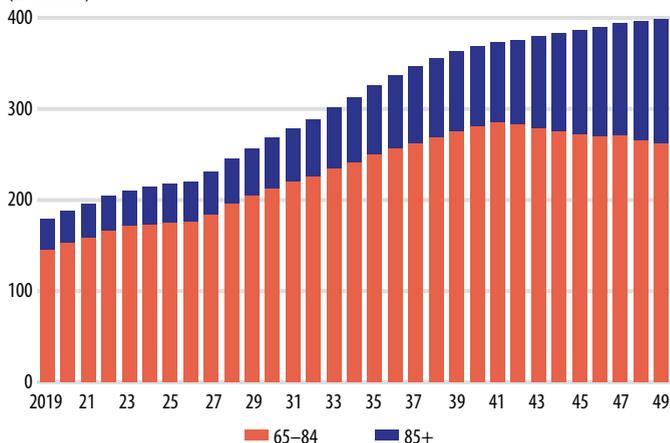
Les 40 ans de réforme et de croissance de la Chine se sont accompagnés d'une urbanisation régulière. La population urbaine a augmenté d'un point de pourcentage par an,

Graphique 1

Des personnes âgées ... encore plus âgées

La Chine va connaître un fort accroissement de sa population âgée de 85 ans et plus.

(en millions)



Source : China Population Prospects 2018, China Population and Development Research Center, Pékin.

passant de 20 % au début du processus à 60 % aujourd'hui. Cela englobe les plus de 200 millions de travailleurs migrants urbains encore recensés en tant qu'habitants de zones rurales dans le *hukou*, le système d'enregistrement des ménages. Cette migration est un levier majeur de dynamisme économique et de croissance de la productivité, mais les migrants subissent différentes contraintes. S'ils sont licenciés lors d'une récession, ils doivent rentrer dans leur village rural. Il est difficile pour ces travailleurs d'emmener leurs enfants ou leurs parents avec eux dans des villes où ils n'ont pas accès à toutes les prestations sociales (éducation, santé, retraite). Les familles se retrouvent donc divisées : les parents travaillent en ville, et les grand-parents restent à la campagne pour s'occuper de la ferme et des enfants.

Les restrictions sur l'enregistrement des résidents urbains sont peu à peu levées, en particulier dans les petites villes. La province du Jiangxi les a récemment supprimées. Cependant, les contrôles restent très stricts dans les plus grands pôles, comme Guangzhou et Shanghai, où la productivité est la plus élevée. Malgré cette migration, le ratio revenus urbains/revenus ruraux a augmenté de façon régulière. En 2007, les travailleurs urbains gagnaient 3,14 fois plus que ceux des zones rurales, soit l'un des niveaux d'inégalité les plus élevés au monde (graphique 2). La Chine représente environ un cinquième de la population de la planète, mais seulement 7 % de ses terres arables. Difficile, donc, pour 500 millions de Chinois de bien gagner leur vie grâce à l'économie rurale. Même en comptant les migrants ruraux,

le taux d'urbanisation est faible par rapport au revenu par habitant et à la densité démographique. Au même stade de développement, des pays asiatiques en croissance rapide, comme la Corée du Sud, présentaient un taux d'urbanisation proche de 80 %. Cette disparité a diminué au cours de la dernière décennie et c'est encourageant, mais elle reste élevée, les travailleurs urbains gagnant 2,71 fois plus.

La Chine gagnerait à supprimer les restrictions à la mobilité interne. Sur le plan social, la population rurale compte une part disproportionnée d'enfants et de personnes âgées. Les écoles sont bien meilleures dans les villes, où la future main-d'œuvre a accès à une meilleure éducation. Si certaines personnes âgées préfèrent rester en campagne, d'autres aimeraient s'installer en ville, plus près de leurs enfants adultes et de soins médicaux de qualité. Sur le plan économique, l'offre de main-d'œuvre est toujours excédentaire dans les zones rurales. Un assouplissement de la politique de mobilité aiderait à maintenir la main-d'œuvre dans les zones urbaines.

L'innovation plutôt que les industries de base

La réussite de la Chine présente un paradoxe intéressant : une croissance rapide malgré un système financier sous-développé. Un indice de la « répression financière » (basé sur la propriété des banques, la réglementation des taux d'intérêt, l'intervention sur l'affectation des crédits

et le contrôle des mouvements de capitaux transfrontaliers) montre que le secteur financier chinois fait partie des plus réprimés parmi les grands pays, au même niveau que l'Inde. Il est légèrement plus réprimé qu'en Afrique du Sud et en Russie, et largement moins libéralisé que dans les pays avancés. Sous contrôle quasi-total jusqu'aux années 80, le système financier chinois a bien avancé sur la voie de la libéralisation jusqu'en 2000, avant de stagner.

Nous estimons que les premières étapes de libéralisation ont suffi à remplir une mission simple : aiguiller l'importante épargne du pays vers l'industrie manufacturière exportatrice et le logement. À ce stade de développement, une répression financière modérée peut se révéler précieuse pour maintenir le coût du capital à un niveau relativement bas. Dans ces deux secteurs, l'octroi de prêts est adossé à des garanties physiques (terrains, bâtiments, machines), ce qui simplifie l'affectation. Les exportations chinoises sont principalement le fait de sociétés privées et non d'entreprises publiques, de même que la promotion immobilière et l'acquisition de logements. Une politique favorable aux exportations et à l'immobilier a donc, indirectement, orienté des ressources vers le secteur privé.

La période entre l'entrée à l'Organisation mondiale du commerce, en 2001, et la crise financière mondiale, en 2008, a été l'âge d'or de la croissance chinoise. Elle a été marquée par une croissance rapide du crédit, mais une croissance du PIB suffisante pour assurer la stabilité d'indicateurs comme le ratio dette des sociétés non financières/PIB. Tout cela a changé en 2008. Pour soutenir la demande au lendemain de la crise financière mondiale, la Chine a investi massivement dans l'infrastructure en prêtant aux collectivités locales et aux secteurs d'amont comme la sidérurgie, généralement détenus par l'État.

Parallèlement, l'administration centrale a décidé d'affecter davantage de ressources à des entreprises publiques clés, dans l'espoir d'en faire des leaders mondiaux. Le bond des prêts en faveur des administrations locales et des entreprises publiques a fait gonfler l'endettement global de l'économie à une vitesse alarmante, illustrant l'inefficacité du système financier dans le nouvel environnement. Si les investissements financiers avaient fortement influé sur la croissance, le ratio dette/PIB serait resté stable ou aurait augmenté plus lentement. Une poussée rapide du ratio d'endettement indique que de mauvais investissements sont financés.

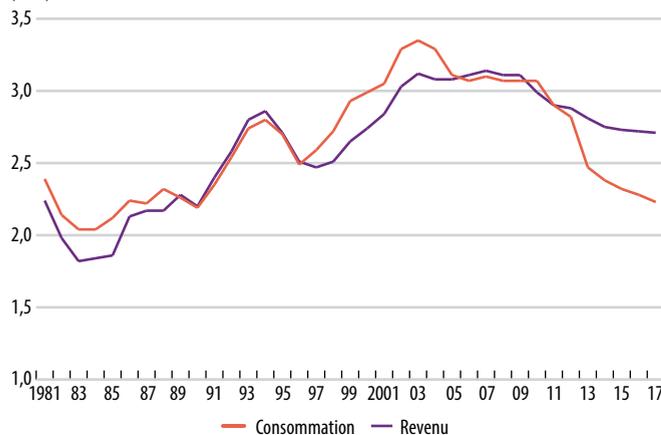
Ces dernières années, la déficience de l'allocation du capital se traduit aussi par le décrochage de la productivité globale des facteurs, qui mesure la part de la croissance de la productivité non attribuable à l'augmentation de la main-d'œuvre ou du capital. Au début des années 2000,

Graphique 2

Écart de revenus

Les travailleurs urbains gagnent près de trois fois plus que leurs homologues ruraux.

(ratio)



Source : National Bureau of Statistics of China.

Note : Le ratio présente l'écart de revenu et de consommation en faveur des travailleurs urbains par rapport à leurs homologues ruraux.

à la suite de considérables investissements directs qui ont renforcé le secteur privé de l'industrie manufacturière, la productivité globale des facteurs a augmenté de 2,6 % par an, puis au rythme impressionnant de 3,9 % sur la dernière partie de la décennie. Depuis le bouleversement de la crise financière mondiale, elle ne s'est jamais remise, ne progressant que de 0,2 % par an entre 2015 et 2019.

Cette productivité stagnante est le signe que la Chine a besoin d'innovation et d'un système financier diversifié pour l'accompagner. Le pays possède bon nombre des ingrédients favorables à l'innovation : un vaste marché intérieur, des investissements massifs (2,4 % du PIB) en recherche et développement, des millions de scientifiques, d'ingénieurs et de développeurs de logiciels diplômés chaque année, et une protection de la propriété intellectuelle de plus en plus performante. Pourtant, l'apport concret de l'innovation laisse à désirer. Malgré des progrès techniques impressionnants dans certains domaines, comme la technologie financière et l'intelligence artificielle, la croissance globale de la productivité est faible. L'État aiguille encore beaucoup de ressources vers ses propres entreprises, alors que la plupart des brevets sont générés par des sociétés privées.

Le système financier accompagne davantage les entreprises possédant des actifs traditionnels (bâtiments, machines) que les jeunes pousses dynamiques s'appuyant sur la propriété intellectuelle. Alors qu'elle finalise son prochain plan quinquennal, la Chine devrait s'attacher à renforcer son écosystème d'innovation, y compris son financement, au lieu de cibler certaines industries et technologies. L'innovation sera essentielle à l'atteinte des objectifs environnementaux du pays, en particulier la neutralité carbone d'ici 2060.

Davantage d'ouverture commerciale et d'investissement

Pour rattraper les pays avancés en termes de PIB par habitant, la Chine devra poursuivre son intégration dans le circuit international du commerce et de l'investissement. Jadis en quasi autosuffisance, la Chine est devenue la plus grande nation commerçante du monde et, l'an dernier, le pays à recevoir le plus d'investissements directs étrangers. Cependant, l'environnement international actuel est défavorable. Une dynamique négative a vu le jour, dans laquelle les ambitions de leadership de la Chine dans certaines technologies inquiètent ses partenaires, lesquels imposent des restrictions sur les relations commerciales avec les sociétés technologiques chinoises et les investissements en leur faveur. Le risque existe de voir la Chine se recroqueviller, dans la lignée de son programme de « circulation duale » favorable à la demande intérieure et

à l'innovation nationale. Un découplage technologique nuirait non seulement à la Chine, mais aussi à la croissance de la productivité mondiale.

L'adhésion de la Chine à plusieurs grands accords économiques tels que le Partenariat régional économique global avec plusieurs pays de l'Asie-Pacifique et l'accord global sur les investissements avec l'Union européenne, vient contrebalancer cette tendance. La Chine a engagé le dialogue avec des membres du Partenariat transpacifique au sujet d'une future adhésion, ce qui pourrait nécessiter d'importantes réformes, comme des limites appliquées aux entreprises publiques et aux subventions, et l'ouverture de nouveaux secteurs à l'investissement étranger. Elle a également fait des appels du pied à l'administration Biden concernant l'abaissement des barrières aux échanges commerciaux et à l'investissement entre les deux pays.

Le pays se trouve donc à un tournant dans ses relations économiques extérieures. Il est logique qu'il continue d'ouvrir son économie et négocie des accords de libre-échange et d'investissement tous azimuts. Mais pour réussir, il

Pour réussir, la Chine devra avant tout remédier à ses difficultés intérieures.

devra avant tout remédier à ses difficultés intérieures. Le vieillissement de la population et la fracture villes/campagnes sont corrélés : une meilleure intégration aidera à répondre aux besoins d'une population âgée croissante en même temps qu'elle empêchera un déclin inutilement marqué de la main-d'œuvre urbaine. Les réformes financières et la politique d'innovation sont aussi liées entre elles. L'abandon d'une politique industrielle ciblée au profit d'un appui plus global à l'innovation requiert un système financier diversifié et concurrentiel qui ne favorise plus les entreprises publiques. L'innovation sera fondamentale pour éliminer les émissions de carbone sans nuire à la productivité ou à la qualité de vie. **FD**

DAVID DOLLAR est chargé de recherche principal au John L. Thornton China Center, à la Brookings Institution, **YIPING HUANG** détient la chaire Jinguang d'économie et de Finances à la National School of Development et dirige l'Institute of Digital Finance de l'Université de Pékin, et **YANG YAO** est chercheur titulaire du prix Cheung-Kong et de la chaire de lettres et de sciences sociales et humaines au China Center for Economic Research et à la National School of Development, de l'Université de Pékin.



Pendant la pandémie de COVID-19, un enfant est scolarisé à domicile dans l'État de Guerrero, au Mexique.

L'INÉGALITÉ

aux temps de la COVID-19

Tous les paramètres ne se valent pas pour évaluer la disparité des effets de la pandémie

Francisco H. G. Ferreira

Les graves répercussions de la pandémie de COVID-19 ressortent clairement des chiffres. En effet, plus de 3,1 millions de personnes sont décédées à ce jour, et 120 millions de personnes sont tombées dans l'extrême pauvreté, et le monde connaît une récession de grande ampleur. Tandis que les souffrances et la pauvreté se sont exacerbées, certaines données révèlent qu'un autre phénomène extrême s'accroît : la richesse des milliardaires.

L'extrême pauvreté et la richesse des milliardaires étant toutes deux en hausse, l'effet de la pandémie sur les inégalités peut sembler évident. La réalité n'est pas aussi simple qu'il n'y paraît.

L'inégalité est un concept à propos duquel il est notoirement difficile de tirer des conclusions définitives. Inégalité

de quoi ? De revenu des ménages ou de PIB par habitant ? Ou même des taux de mortalité, selon les groupes ? L'inégalité entre qui : doit-elle être considérée au niveau des personnes ? Des ménages ? Des pays ? Même lorsque les modalités de répartition sont précisées, c'est-à-dire qu'on sait clairement ce qui est réparti et entre qui, les conclusions définitives quant à savoir dans quelle direction vont les inégalités dépendront généralement des éléments de la répartition qui vous intéressent le plus. Différentes mesures de l'inégalité, telles que le coefficient de Gini, l'indice de Theil et la part de revenu des plus riches, sont influencées par différents éléments de la répartition et peuvent en principe classer différemment l'inégalité avant et après la pandémie. Pour évaluer les effets différenciés de la pandémie,

il importe au plus haut point de connaître précisément la nature de l'inégalité mesurée.

Commençons par observer comment la mortalité due à la COVID-19 est répartie dans le monde. En appliquant le concept des années de vie perdues à cause de la maladie, qui sont estimées à partir de l'âge au décès et de l'espérance de vie résiduelle à cet âge, on constate que la mortalité liée à la pandémie est *directement* corrélée au revenu national par habitant, bien que les systèmes de santé et de prévention publique soient meilleurs dans les pays riches (Ferreira *et al.*, 2021). Le graphique (voir page suivante) indique le nombre d'années de vie perdues à cause de la pandémie pour 100 000 habitants en fonction du PIB par habitant pour 145 pays, les deux axes étant gradués en échelle logarithmique.

Bien qu'il y ait des variations sensibles à chaque niveau de revenu, la mortalité au Brésil (ajustée en fonction de la population) étant 1 000 fois supérieure à celle en Thaïlande, par exemple, la corrélation reste évidente. Les pays riches perdent plus d'années de vie par habitant que les pays pauvres. L'erreur de mesure est sûrement considérable. En effet, il est évident qu'un certain nombre de pays pauvres, comme le Burundi et la Tanzanie, ne déclarent pas tous les décès. Mais la corrélation est si forte qu'il est peu probable qu'elle soit illusoire. Elle tient, entre autres, au fait que les pays riches comptent plus de personnes âgées et que la létalité est étroitement liée à l'âge. L'espérance de vie plus élevée, les taux supérieurs d'urbanisation et la propagation de la pandémie le long des principales routes commerciales ont sûrement aussi joué un rôle.

Et l'inégalité de revenus ?

Mais qu'en est-il de la répartition des *revenus*, plutôt que de la mortalité ? Dans quel sens l'inégalité des revenus au niveau international a-t-elle évolué pendant la pandémie ? Notons que l'inégalité des revenus à l'échelle mondiale peut être interprétée d'au moins trois façons : tout d'abord, il faut se demander comment, pendant la pandémie de COVID-19, la répartition du PIB par habitant a évolué entre les pays, ce que Branko Milanovic appelle « concept 1 » d'inégalités internationales. Dans un récent article, Angus Deaton, lauréat du prix Nobel, montre qu'en moyenne, les pays riches ont également enregistré des contractions économiques *plus importantes* que les pays pauvres en 2020 (Deaton, 2021). Et bien qu'en soi, ce résultat ne veuille pas nécessairement dire que les inégalités entre les pays se soient atténuées, il s'avère que la tendance réelle à la baisse des revenus a effectivement donné lieu à une *réduction* des inégalités (non pondérées) entre les pays en 2020, qu'elles soient mesurées au moyen du coefficient de Gini, de l'indice de Theil ou du coefficient de variation. Il s'agit là du prolongement de la tendance observée depuis le début du millénaire, lorsque les inégalités internationales (concept 1) ont commencé à reculer, essentiellement grâce à l'essor de la Chine et de

l'Inde. Mais Deaton affirme que la pandémie a plutôt *accélééré* cette réduction.

Ce calcul prend les pays comme unité de mesure et accorde donc le même poids au Luxembourg qu'à la Chine. On peut aussi se demander comment, pendant la pandémie, la répartition du PIB par habitant a évolué entre les pays *lorsque ceux-ci sont pondérés par la population*. Cette approche revient à mesurer les inégalités dans une répartition imaginaire de tous les individus dans le monde, où chacun se voit attribuer le PIB par habitant de son pays, ce qui correspond au « concept 2 » d'inégalités internationales de Milanovic.

Lorsque les écarts de PIB par habitant sont pondérés par la population, on constate que les inégalités entre les pays se sont *creusées* en 2020, ce qui, selon Deaton, peut être attribué à la pandémie. Plus précisément, ce phénomène peut être attribué à la forte contraction économique de l'Inde, qui a beaucoup souffert à la fois en termes de mortalité et de résultats économiques, avant même la deuxième vague

L'inégalité est un concept à propos duquel il est notoirement difficile de tirer des conclusions définitives.

particulièrement virulente de 2021. Bien que la croissance positive de la Chine (et le nombre bien moindre de décès) contribue à contrebalancer le fléchissement de l'Inde, la Chine est désormais trop proche du revenu moyen mondial pour compenser complètement les pertes économiques de l'Inde. S'il est fait abstraction de l'Inde, les inégalités selon le concept 2 continuent de reculer, comme elles le font depuis les années 90. Étant donné son effet sur l'Inde, la pandémie a *effectivement* contribué à inverser la tendance qui était observée jusqu'à présent, à savoir le recul des inégalités pondérées entre les pays.

Bien entendu, les gens sont très loin de percevoir le même revenu dans un pays donné. Le concept 3 d'inégalités internationales renvoie à l'inégalité entre tous les individus de la planète lorsqu'on leur attribue leurs *propres* revenus. Il s'agit peut-être là du concept d'inégalités internationales de Milanovic le plus intéressant, et c'est le seul qui prenne en compte l'inégalité *au sein* des pays. Pour de nombreuses « bonnes » mesures des inégalités, le concept 3 correspond simplement à la somme des inégalités (correctement pondérées) au sein des pays et des inégalités entre les pays relevant du concept 2.

Étant donné que les inégalités calculées selon le concept 2 semblent s'être aggravées en 2020, il suffirait que l'inégalité « moyenne » au sein des pays ait également augmenté pour pouvoir conclure que les inégalités

question n'ont pas droit au chômage technique ni à l'assurance chômage. Cette année, des centaines de millions d'entre eux se sont trouvés chaque jour face à un choix très ardu : rester chez eux en sécurité, ou affronter le risque de contagion pour nourrir leur famille.

Compte tenu des différences qui existaient déjà sur le plan professionnel pour des raisons de race et de genre, l'exacerbation de ces inégalités sur le marché du travail s'est sans doute traduite dans de nombreux pays par des disparités encore plus marquées entre les races et les genres. Qui plus est, sachant que ce sont les femmes qui ont assumé la majeure partie de la charge supplémentaire liée à la garde des enfants et aux tâches ménagères, il est plus que probable que les inégalités de revenu entre sexes se soient encore creusées.

Les marchés de capitaux sont également susceptibles d'avoir joué un rôle non négligeable dans la création d'inégalités pendant la pandémie, en particulier aux échelons supérieurs. Face à l'effondrement économique généralisé de mars et avril 2020, les principales banques centrales du monde ont encore assoupli leur politique monétaire, injectant énormément de liquidités sur les marchés financiers. Si cette stratégie n'a pas encore débouché sur le renchérissement des biens, elle a sans nul doute contribué à maintenir le prix des actifs à un niveau élevé. C'est là la principale raison pour laquelle les marchés boursiers ont explosé alors même que les pays sur lesquels ils reposent étaient plongés dans le marasme. Si ces mesures de politique monétaire portaient d'une bonne intention et qu'elles ont probablement contribué à éviter des faillites et à préserver des emplois, elles ont néanmoins gonflé la valeur d'actifs détenus principalement par des riches et ont joué un rôle assez direct dans la hausse généralisée des revenus des milliardaires. Avoir des actions Amazon ou Zoom n'était pas la seule manière de s'enrichir durant cette période.

Transferts sociaux

Pourtant, malgré les multiples raisons pour lesquelles on peut s'attendre que la pandémie ait creusé les inégalités de revenu au sein des pays, nous ne pouvons encore être sûrs de la mesure dans laquelle elles se sont généralisées. En particulier, des preuves nous venant de certains endroits (en apparence) improbables tendent aujourd'hui à montrer que les mesures de protection sociale, tels que les transferts destinés aux travailleurs pauvres et vulnérables, fonctionnent plutôt bien. Les travaux préliminaires du groupe très respecté de réflexion brésilien IPEA donnent à penser que de généreux transferts au titre de l'« aide d'urgence » ont permis de *réduire* à la fois la pauvreté et les inégalités au Brésil entre mai et septembre 2020, malgré la réponse désastreuse du pays à l'urgence sanitaire. Des allégations similaires ont été avancées à propos de cinq

pays européens : l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Italie et la Suède (Clark, D'Ambrosio et Lepinteur, 2020).

Il en résulte que nous ne saurons pas avec certitude comment la pandémie a influé sur les inégalités de revenu au sein des pays tant que des données fiables tirées d'enquêtes auprès des ménages et de sources administratives ne seront pas disponibles. En attendant, la bonne nouvelle restant à confirmer, à savoir que les transferts peuvent, du moins à court terme, être une solution efficace, devrait inciter d'autres pays à agir. Mais il faut aller plus loin : la nouvelle inégalité, la plus insidieuse peut-être, engendrée par la pandémie est celle créée entre les enfants qui ont pu poursuivre leur scolarité au cours de l'année écoulée, que ce soit en présentiel ou en ligne, et les enfants qui n'ont pas pu le faire, en raison d'une connectivité insuffisante, ou à des écoles plus pauvres, moins résistantes. Bon nombre d'élèves appartenant à cette dernière catégorie risquent fort de prendre un retard considérable dans leur scolarité, voire de purement et simplement abandonner leurs études. Les inégalités d'apprentissage et de scolarisation qui découlent de ces différences sont aussi frappantes que répandues, et lorsque ces enfants rejoindront la population active, les conséquences risquent de se faire sentir pendant des décennies.

Le tableau général qui se dégage de ces considérations est, pour l'instant, celui du comblement des écarts de revenu entre les pays (lorsqu'ils ne sont pas pondérés par la population) et, à titre préliminaire et spéculatif, du creusement des écarts au sein des pays, en moyenne. Compte tenu des dynamiques en matière d'éducation et sur le marché du travail décrites ci-avant, il est bien possible que les écarts au sein des pays persistent pendant plus d'une génération. Il semble de surcroît désormais plausible que même les inégalités non pondérées entre pays puissent s'exacerber en 2021 si les disparités en termes de vaccination permettent à des pays comme les États-Unis, le Royaume-Uni et certaines régions de l'Asie développée de se relever beaucoup plus rapidement que l'Inde, l'Amérique latine et la majorité des pays d'Afrique. **FD**

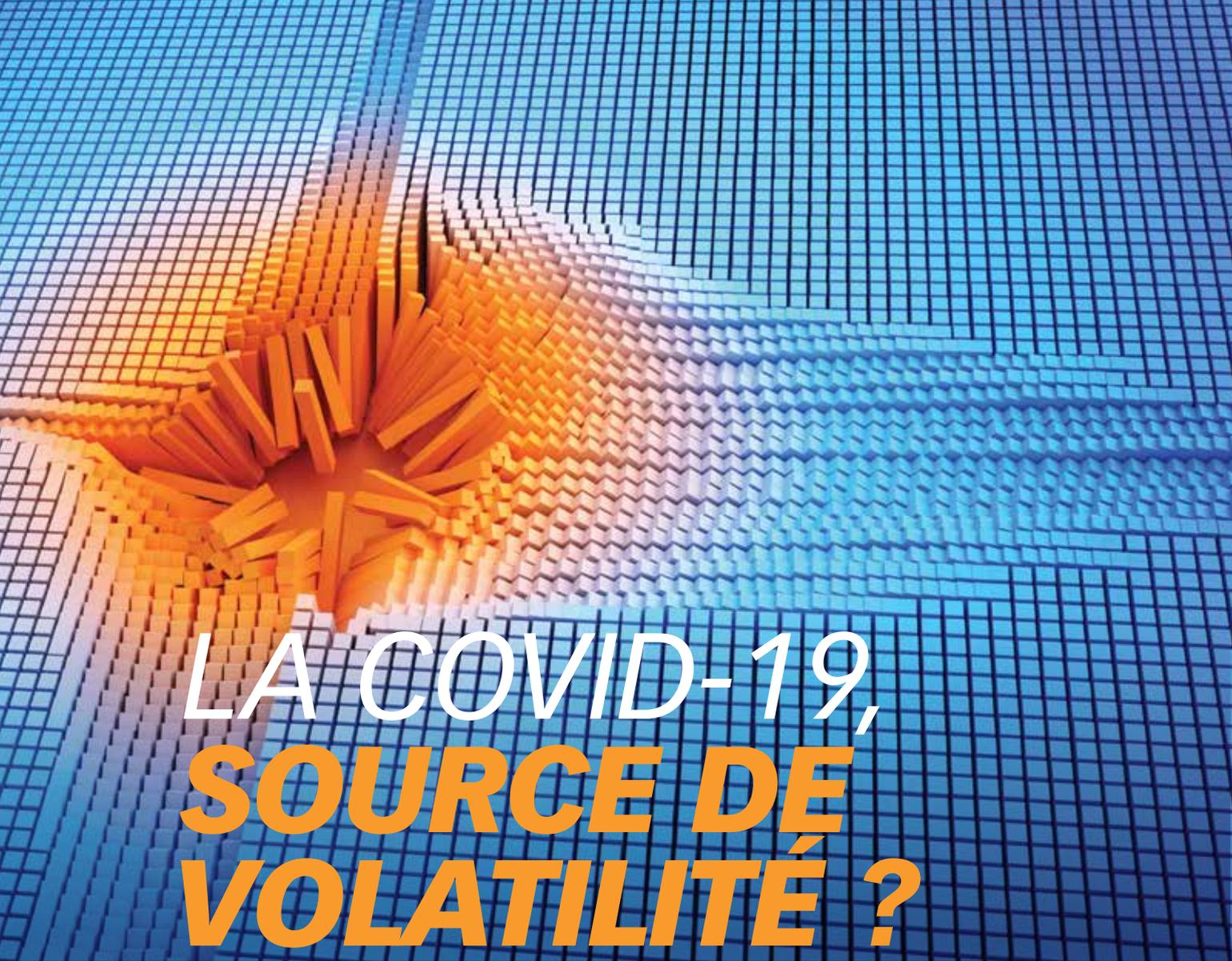
FRANCISCO H. G. FERREIRA est titulaire de la chaire Amartya Sen d'études sur les inégalités et directeur de l'Institut des inégalités internationales à la London School of Economics.

Bibliographie :

Clark, Andrew, Conchita D'Ambrosio, and Anthony Lepinteur. 2020. "The Fall in Income Inequality during COVID-19 in Five European Countries." ECINEQ Working Paper 2020-565, Society for the Study of Economic Inequality, Palma de Mallorca, Spain.

Deaton, Angus. 2021. "COVID-19 and Global Income Inequality." NBER Working Paper 28392, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Ferreira, Francisco, Olivier Sterck, Daniel Mahler, and Benoît Decerf. 2021. "Death and Destitution: The Global Distribution of Welfare Losses from the COVID-19 Pandemic." *LSE Public Policy Review* 1(4), 2.



LA COVID-19, SOURCE DE VOLATILITÉ ?

La position adoptée par la Réserve fédérale à l'issue de la pandémie exposera les facteurs de vulnérabilité des pays émergents présentant une forte dette extérieure privée

Şebnem Kalemli-Özcan

La pandémie n'a pas encore engendré une véritable crise de la dette pour les pays émergents, mais d'importants risques demeurent.

La situation actuelle pourrait être une « illusion » de stabilité découlant en grande partie du rôle apaisant joué par la politique monétaire américaine dans les conditions du financement extérieur des pays émergents. En affaiblissant le dollar, en accordant des lignes de crédit réciproque et en réduisant les coûts du financement extérieur des pays émergents en dollars, la politique monétaire américaine a préservé les mouvements de capitaux à destination de ces pays. C'est elle qui, en influant sur la perception du risque qu'ont les investisseurs internationaux, a toujours été le déterminant absolu des entrées et sorties de capitaux des pays émergents. Assistera-t-on dès lors à une crise lorsque les taux d'intérêt américains se remettront finalement à grimper ? La réponse dépendra de trois grands paramètres :

- L'incidence de la politique monétaire américaine sur les flux de capitaux des pays émergents, qui variera d'un pays à l'autre selon le risque propre à chacun.
- La composition par monnaie et par secteur de la dette extérieure de ces pays, essentiellement libellée en dollars américains et contractée par le secteur privé, au début de la pandémie.
- L'espace budgétaire limité dont disposent les pays émergents pour lutter contre la pandémie, ce qui exige de constants emprunts publics sur les plans tant intérieur qu'extérieur.

La politique monétaire américaine

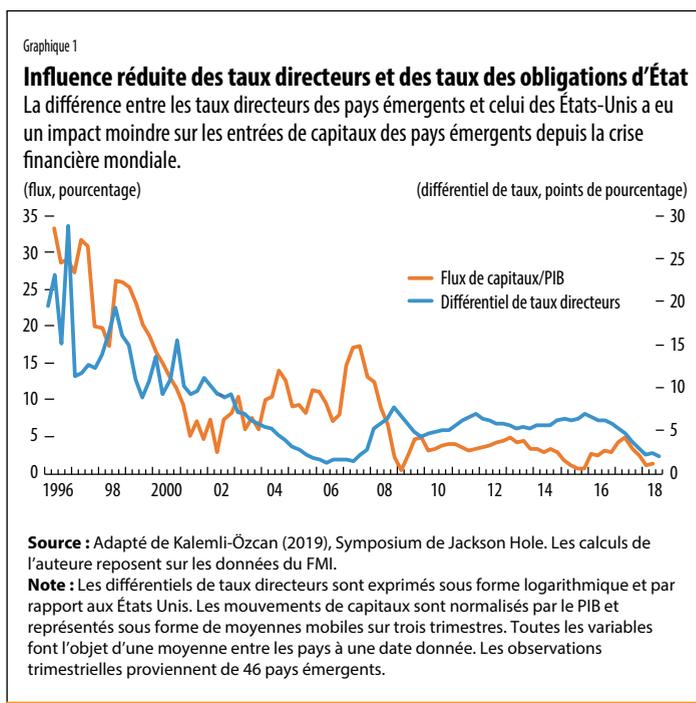
Les emprunts souverains ont toujours joué un rôle majeur dans les pays émergents. Les publications remontant jusqu'aux années 80 avancent que l'écart entre les taux d'intérêt des titres du Trésor américain et des obligations

publiques des pays émergents a des répercussions sur la demande d'emprunts desdits pays. Mais cette étroite corrélation a depuis peu commencé à se relâcher.

Le graphique 1 indique une corrélation très réduite, depuis la crise financière mondiale, entre les flux de capitaux et les différentiels d'intérêt, lesquels influent directement sur le taux des obligations d'État à court terme. Ce phénomène s'explique par le fait que les mouvements de capitaux privés, tels que les flux bancaires transfrontaliers ainsi que les prêts aux entreprises et les obligations d'entreprises, représentent depuis le début de la première décennie 2000 une part nettement plus importante du total des emprunts des pays émergents. Les flux de capitaux privés sont susceptibles de pâtir davantage de la perception du risque qu'ont les investisseurs privés concernant un pays émergent donné que des différentiels d'intérêt des obligations d'État. Bien sûr, les flux publics peuvent également réagir à la perception mondiale du risque, surtout s'ils sont libellés en monnaie nationale. Ainsi, la politique américaine influe sur les mouvements de capitaux tant privés que publics à destination et en provenance des pays émergents. Il est à noter que ces flux peuvent également aller dans des directions opposées : des fonds publics peuvent entrer dans les pays émergents et des fonds privés peuvent en sortir, si le taux directeur américain baisse et si le sentiment de risque s'accroît à l'échelle mondiale.

Les mesures inédites prises par la Réserve fédérale ont entraîné le rapatriement des 100 milliards de dollars de capitaux publics et privés (actions et obligations, entre autres) qui avaient fui les pays émergents entre janvier et mai 2020. Elles ont non seulement fait baisser les charges d'emprunt pour les pays émergents, mais elles ont aussi contribué à atténuer l'aversion au risque observée au niveau mondial, encourageant dès lors les flux de capitaux du secteur privé à destination des pays émergents pendant le second semestre de 2020, avec une prime de risque réduite sur ces investissements. On a également constaté une certaine hétérogénéité dans les mouvements de capitaux entre pays émergents, liée à leur gestion de la pandémie (Çakmaklı *et al.*, 2020 ; FMI, avril 2020). Cette hétérogénéité n'avait rien de surprenant, ainsi que l'expérience des précédents remaniements de la politique monétaire américaine nous l'a montré (Kalemli-Özcan, 2019). La réaction des pays émergents face à la politique menée par la Réserve fédérale varie en fonction du risque propre à chaque pays, lequel dépend directement de leur riposte à la pandémie.

Les nouvelles sont donc bonnes, mais les données en temps réel concernant la balance des paiements, dont nous avons besoin pour suivre *tous* les flux de capitaux, font



défaut ; il est donc possible que nous n'ayons qu'un tableau incomplet des effets potentiels de la COVID-19 et de la politique monétaire américaine sur les flux de capitaux, parce que les chiffres ne couvrent que les investissements de portefeuille sortant des pays émergents, soit 70 milliards de dollars en participations et 30 milliards en titres de créance (FMI, avril 2020). Comprendre quels types de capitaux ont été les plus touchés lors des précédentes crises des pays émergents et savoir comment se compose l'encours de la dette extérieure desdits pays au début de la pandémie permettront de mieux analyser les facteurs de vulnérabilité qui menacent encore les pays émergents en cas de futures sorties de capitaux dans un monde en mutation.

Monnaies et secteurs

Quelle était donc la composition par monnaie et par secteur de la dette des pays émergents à la fin de l'année 2019, juste avant la pandémie ? Si les titres de créance en portefeuille, composés des emprunts obligataires des administrations publiques et des entreprises des pays émergents, constituent une part considérable de leur dette extérieure, les prêts bancaires transfrontaliers sont tout aussi importants. Pourtant, ces prêts ne sont pas inclus dans les flux d'investissements de portefeuille. Dans les pays émergents, une part disproportionnée des engagements extérieurs (65 %) est constituée de titres de créance (obligations) et d'autres dettes d'investissement (emprunts), en quantités à peu près égales. Les

investissements de portefeuille sous forme de participations et les investissements directs étrangers composent les 35 % restants. Les emprunts souverains représentent plus de 60 % des investissements de portefeuille en titres de créance, tandis que les prêts bancaires et les prêts aux entreprises, ensemble, représentent 80 % des autres dettes d'investissement (Avdjiev *et al.*, 2020). Si les dettes souveraines peuvent prendre la forme d'emprunts extérieurs, notamment des obligations libellées en monnaie nationale, la plupart des obligations et emprunts transfrontaliers des banques et des sociétés sont, quant à eux, en dollars américains.

Il importe de savoir quel secteur débiteur et quelle classe d'actifs ont perdu le plus de capitaux étrangers lors des précédentes crises des pays émergents, telles la crise financière mondiale de 2008 et l'accès de volatilité de 2013 (« taper tantrum »), lors duquel on a assisté à une hausse spectaculaire du rendement des bons du Trésor américain, résultant de spéculations selon lesquelles la Réserve fédérale allait ralentir le rythme de ses achats d'actifs financiers destinés à stimuler l'économie. Pendant ces épisodes, les plus fortes sorties de capitaux en provenance des pays émergents étaient les prêts bancaires transfrontaliers, suivis des obligations et emprunts transfrontaliers des sociétés, comme l'illustre le graphique 2.

Les épisodes de 2008 et 2013 montrent que les sorties de capitaux en provenance des pays émergents observées au début de la pandémie, de mars à mai 2020, auraient en fait pu être pires. Pendant la crise financière et le « taper tantrum », le montant des flux sortants portant surtout sur la dette totale du secteur privé, par opposition à la seule dette de portefeuille, était naturellement beaucoup plus élevé que les 30 milliards de dollars de flux sortants d'investissements de portefeuille enregistrés au début de

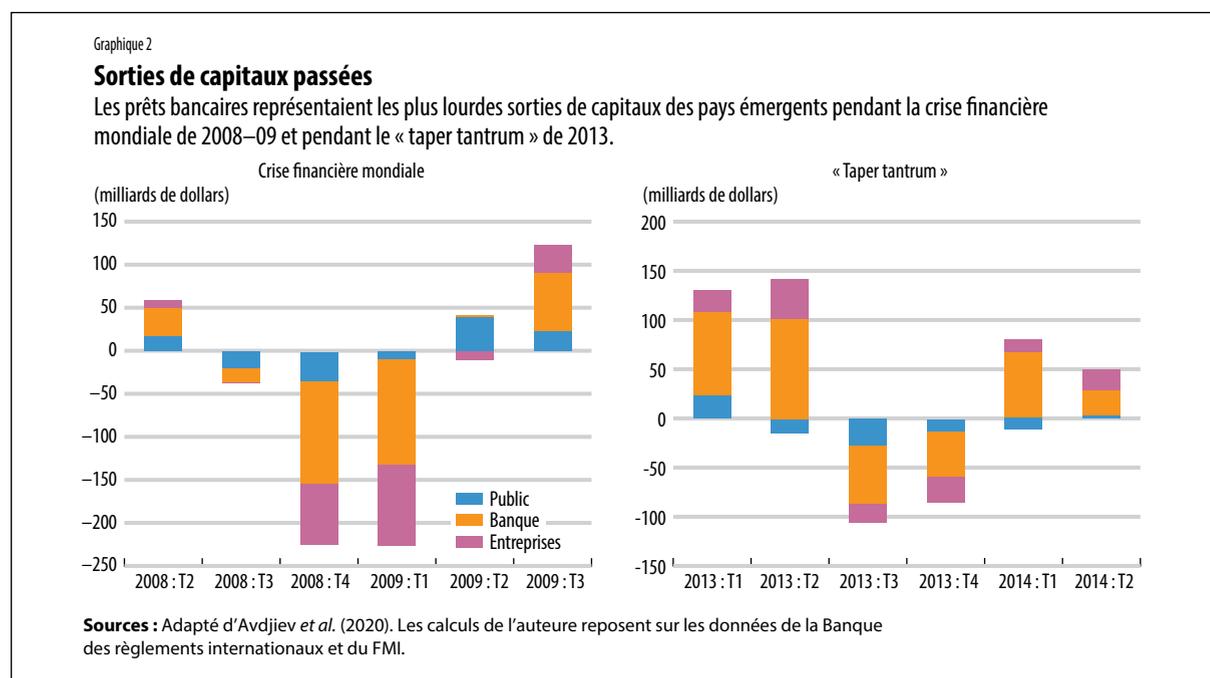
la pandémie. Quant au retrait des 70 milliards de dollars d'investissements sous forme de participations, il n'avait rien de surprenant puisqu'il s'agit de la classe d'actifs émergents la plus risquée et que la COVID-19 est le plus gros choc enregistré depuis la crise financière mondiale, en termes de retrait des investisseurs face au risque.

Les flux liés à la dette bancaire et la dette des entreprises des pays émergents n'ont pas évolué en 2020, contrairement à ce qui s'était passé lors de la crise financière mondiale et du « taper tantrum », et ce, grâce aux mesures rapides, claires et sans précédent prises par la Réserve fédérale. La politique monétaire américaine est le principal déterminant des flux du secteur privé des pays émergents, car ceux-ci sont libellés en dollars, empruntés auprès de créanciers privés et sensibles à la propension au risque des investisseurs mondiaux.

Politique budgétaire

Assisterons-nous à un autre événement de type « taper tantrum », avec des capitaux qui fuient les pays émergents lorsque l'économie américaine se redressera et que le taux directeur repartira donc à la hausse ? La réponse dépend du risque propre à chaque pays, qui n'est pas seulement fonction des facteurs de vulnérabilité classiques, tels que la dette extérieure élevée, l'endettement considérable du secteur privé en monnaies étrangères et l'inflation, mais aussi de la riposte des pays émergents à la COVID-19. Jusqu'à présent, ces derniers ont, à l'instar des pays avancés, opté pour une combinaison de mesures budgétaires et monétaires. Comme l'a souligné l'expérience passée des pays émergents, la politique budgétaire joue un rôle bien précis dans la relation entre dette extérieure, dette intérieure et inflation.

Les gouvernements des pays émergents doivent combattre la pandémie sur le plan intérieur, et le secteur privé



À l'heure où les pays émergents ont besoin de tout l'appui possible, ils doivent trouver des financements tant intérieurs qu'extérieurs.

doit refinancer la dette extérieure en devises. Ces gouvernements doivent donc lever des fonds tant intérieurs qu'extérieurs, aux fins non seulement d'alimenter la lutte contre la pandémie, mais aussi de parer à d'éventuelles défaillances du secteur privé conduisant à des renflouements assumés par l'État. Or, ils disposent d'un espace budgétaire limité. Il existait entre les pays avancés et les pays émergents de grandes différences en ce qui concerne la portée de leurs mesures budgétaires au début de la pandémie. Début 2021, ces différences se sont exacerbées ; les pays émergents ont mis en place un plan de relance budgétaire correspondant en moyenne à seulement 6 % de leur PIB, contre 20 % du PIB environ dans les pays avancés (FMI, 2021).

Un examen approfondi des chiffres américains peut mettre en perspective l'ampleur de ce choc par rapport à la crise financière mondiale. À ce stade de la pandémie, l'aide américaine apportée et promise s'élève à 7,25 mille milliards de dollars, soit 34 % du PIB américain de 2019. Par comparaison, l'aide américaine accordée à la suite de la crise financière de 2007–09, qui se montait à 830 milliards de dollars, ne représentait que 6 % du PIB de 2007. Le soutien budgétaire requis pour faire face à un choc comme celui de la COVID-19 est extraordinairement supérieur.

Ne disposant pas des ressources nécessaires à la mise en place de mesures budgétaires de grande ampleur, de nombreux pays émergents ont ajouté des mesures monétaires à l'équation. Tout comme les pays avancés, ils se sont tournés vers les achats d'actifs, les programmes dits d'assouplissement quantitatif. Les universitaires et les décideurs ont immédiatement mis en garde contre la monétisation de la dette, c'est-à-dire créer de la monnaie pour acheter la dette publique. Ils craignent que cette solution dope l'inflation dans les pays émergents, annulant les gains acquis de haute lutte au cours des deux dernières décennies grâce à l'adoption de régimes de ciblage de l'inflation.

Le lien entre inflation et politique budgétaire a toujours été un problème pour les pays émergents. Nombre d'entre eux ont appris à leurs dépens que la discipline budgétaire est la clef d'un ciblage réussi de l'inflation. Toute banque centrale d'un pays émergent vous dira que la rigueur budgétaire est essentielle pour maîtriser l'inflation. L'idée selon laquelle le soutien budgétaire et l'indépendance de la banque centrale sont les éléments clés de la maîtrise de l'inflation a d'abord fait son apparition dans les pays avancés, après les périodes de forte inflation des années 70. Pour les pays émergents, tout comme pour les pays avancés, l'indépendance de la banque centrale et la

discipline budgétaire peuvent éviter que les programmes d'assouplissement quantitatif n'aient des effets inflationnistes. La crédibilité des politiques forme l'épine dorsale d'un programme d'assouplissement quantitatif réussi.

Quinze pays émergents ont lancé ce type de programmes en suivant le raisonnement selon lequel, sans eux, le déficit budgétaire se creuserait et le marché serait ainsi inondé d'obligations d'État, entraînant la hausse des taux d'intérêt. En achetant ces obligations, les banques centrales des pays émergents espéraient empêcher ce résultat (BRI, 2020 ; FMI, 2020). Jusqu'à présent, la plupart de ces programmes, bien que modestes, ont été couronnés de succès, à quelques exceptions près, lorsque les banques centrales n'avaient pas la crédibilité requise pour convaincre les marchés qu'elles ne financeraient pas l'État indéfiniment. Le coût des swaps sur défaillance (essentiellement une assurance contre le défaut de paiement) est un bon baromètre des coûts de financement extérieur, et reflète dans une certaine mesure ce manque de confiance. Les marges des swaps ont augmenté sur certains marchés émergents, mais pas sur d'autres, ce qui indique l'hétérogénéité de la crédibilité dont bénéficient les combinaisons de mesures monétaires et budgétaires.

À l'heure où les pays émergents ont besoin de tout l'appui possible, ils doivent trouver des financements tant intérieurs qu'extérieurs. L'augmentation du coût des financements extérieurs peut avoir des conséquences désastreuses à un moment pareil, surtout si la Réserve fédérale américaine se met à relever ses taux, inversant ainsi la tendance accommodante dont les pays émergents ont bénéficié jusqu'à présent. Les pays émergents devraient donc doser les mesures monétaires et budgétaires avec soin, communiquer ces mesures en toute transparence et surveiller étroitement leurs effets sur le coût de leurs emprunts extérieurs. **FD**

ŞEBNEM KALEMLI-ÖZCAN est professeure d'économie à l'Université du Maryland, College Park.

Bibliographie :

Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemlı-Özcan, and Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns." NBER Working Paper 23116, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

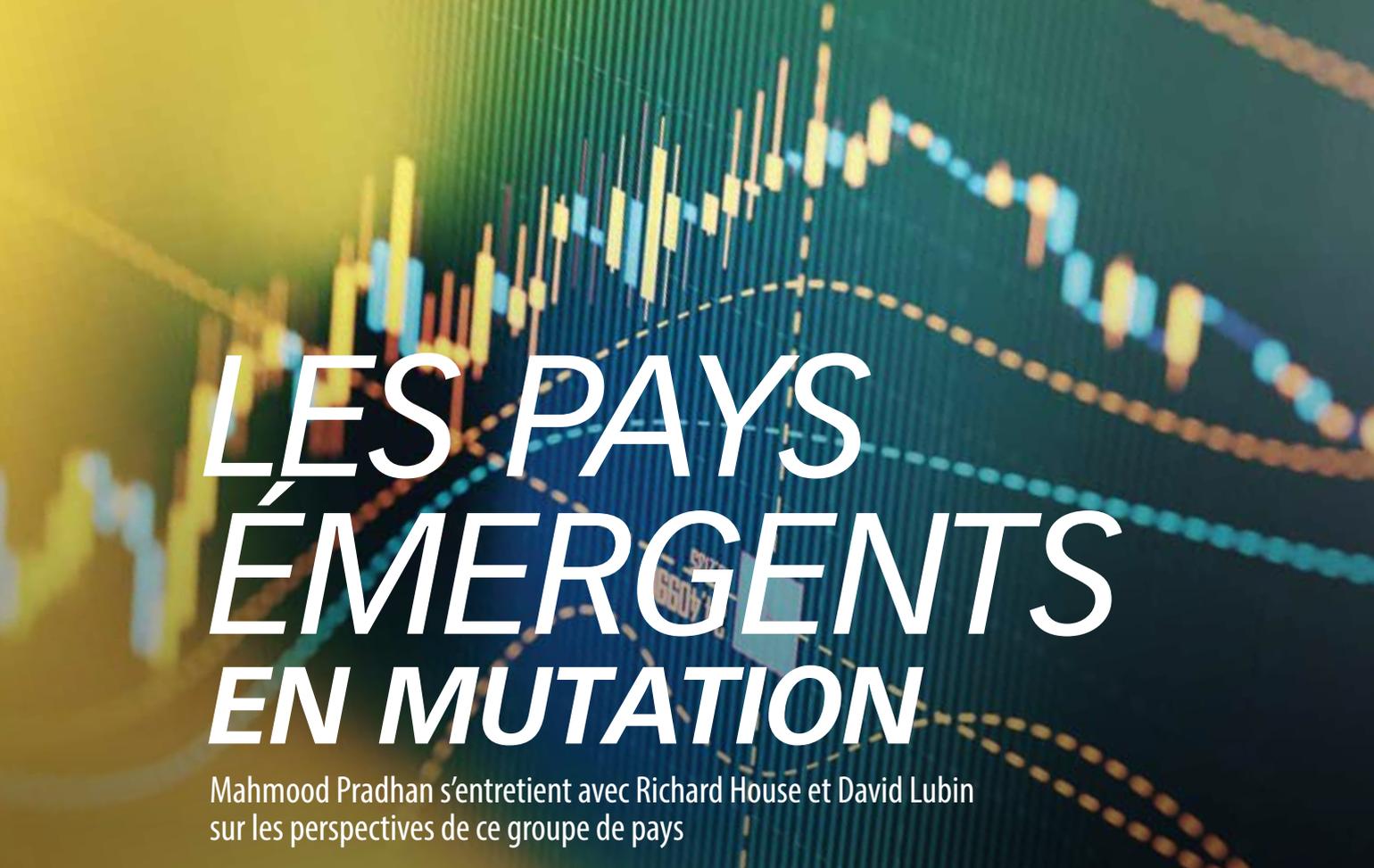
Bank for International Settlements (BIS). 2020. *BIS Bulletin*, June.

Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemlı-Özcan, Sevcan Yesiltas, and Muhammed A. Yıldırım. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows." NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

International Monetary Fund (IMF). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, April and October.

———. 2021. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.

Kalemlı-Özcan, Şebnem. 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers." Jackson Hole Symposium Proceedings, September.



LES PAYS ÉMERGENTS EN MUTATION

Mahmood Pradhan s'entretient avec Richard House et David Lubin sur les perspectives de ce groupe de pays

Les actifs des pays émergents ont remarquablement bien résisté au cours de l'année écoulée, déjouant les sombres prévisions formulées lorsque la pandémie de COVID-19 a éclaté. À l'évidence, les énormes injections de liquidités des banques centrales des pays avancés ont aidé. Mais certains pays émergents ont également dégagé une plus grande marge d'action ; ils ont notamment adopté des mesures non conventionnelles de politique monétaire que beaucoup auraient cru réservées aux pays avancés. Cette crise laissera toutefois des séquelles. Le fardeau de la dette des pays émergents et des pays à faible revenu atteint des niveaux sans précédent. Davantage de pays auront-ils besoin d'une aide financière lorsque les liquidités mondiales se tariront ? Les investisseurs privés seront-ils prêts à partager ce fardeau ?

Deux acteurs chevronnés du marché, Richard House, directeur des investissements pour la dette des marchés émergents chez Allianz Global Investors, et David Lubin, économiste responsable des marchés émergents chez Citibank, expliquent pourquoi la durée de cette catégorie d'actifs a permis de limiter les dégâts et laisse présager qu'elle sera résiliente et que le niveau de liquidités mondiales se normalisera. Cependant, ils estiment que le secteur privé doit partager la charge de l'ajustement dans certains pays. Ils préconisent aussi que le secteur public, y compris le FMI, aide les pays à tirer parti de la demande croissante d'émissions de titres de créance conformes aux normes environnementales, sociales et de gouvernance.

F&D : Cela vous surprend-il que les actifs des pays émergents s'en soient si bien sortis pendant la pandémie ?

RH : Non, et ce, pour deux raisons. Premièrement, les marchés émergents sont devenus une classe d'actifs beaucoup plus diversifiée. Deuxièmement, les actifs sont aujourd'hui principalement détenus par des entités nationales. Quand j'ai commencé, il y a 25 ans, le choix était limité à une poignée de pays, et les investisseurs étrangers comme nous dominaient cette classe d'actifs. Aujourd'hui, on peut choisir parmi plus de 80 pays, et environ 20 % en moyenne sont détenus par des entités étrangères, y compris la dette des entreprises. Le fait que les actifs soient en grande part détenus par des entités nationales limite la contagion et a conforté la résilience de la classe d'actifs dans son ensemble.

DL : Compte tenu de son ampleur, la crise sanitaire a été tellement dévastatrice qu'elle aurait pu avoir des effets très différents. Mais l'effondrement du taux d'intérêt réel américain à partir de la fin mars a été déterminant ; ces 40 dernières années nous ont enseigné que, lorsque cet indicateur chute, les capitaux sont aiguillés vers les pays émergents. Sur l'ensemble de l'année 2020, les emprunteurs émergents ont émis quelque 800 milliards de dollars d'euro-obligations, soit une augmentation de plus de 10 % par rapport à 2019. C'est particulièrement surprenant sachant que bon nombre de pays émergents ont vu leurs besoins de financement extérieur diminuer sous l'effet de la réduction de leurs déficits courants, qui est liée à la récession.



Richard House



David Lubin

F&D : Que se passera-t-il lorsque les rendements à long terme commenceront à se normaliser dans les pays avancés et que les banques centrales commenceront à acheter moins d'actifs ?

DL : La hausse des taux d'intérêt américains menace les flux de capitaux vers les pays émergents depuis les années 70. Récemment, la légère hausse du rendement à 10 ans des bons du Trésor américain a provoqué des remous. Mais, au regard des données rétrospectives, un rendement à 10 ans qui reste négatif en termes réels est ridiculement bas. Tant que cette situation se maintiendra, le risque de sorties importantes de capitaux devrait être limité.

F&D : Vous pensez tous les deux que les pays émergents sont plus résilients parce qu'ils dépendent moins des investisseurs étrangers. Mais est-il possible que les investisseurs étrangers soient également plus aptes à faire la différence entre les pays ? Ou alors que l'action à grande échelle menée par les pays avancés ait faussé la donne ?

RH : Presque toutes les classes d'actifs se sont effondrées au début de l'année dernière, avant de rebondir fortement. Les injections de liquidités ont masqué certains problèmes, mais pas partout. Si l'augmentation des liquidités a incontestablement aidé, ce sont en dernier ressort les facteurs macroéconomiques et politiques qui déterminent le prix des actifs. Il a été fait preuve de discernement, en tout cas pour ce qui concerne le crédit souverain et les devises.

DL : La plus grande surprise l'année dernière est venue du fait que presque tous les pays émergents ont réussi à assouplir leur politique monétaire. La Fed y est pour beaucoup ; en effet, en mars 2020, elle a dit « Laissez-nous faire, on s'occupe de tout ». Ce message indiquait très clairement que la politique monétaire pouvait venir à la rescousse des pays émergents aussi. La situation était plus compliquée s'agissant de la politique budgétaire, car de nombreux pays ne disposaient pas de la même artillerie que les pays avancés.

F&D : Si les taux à long terme remontent sous l'effet du relèvement de la croissance américaine, cela pourrait-il

compenser les répercussions de la hausse des charges d'emprunt ?

DL : En temps normal, je dirais que non. Je pense que, lorsque les conditions monétaires se resserrent aux États-Unis, les pays émergents perdent plus du fait des sorties de capitaux qu'elles ne gagnent grâce à l'augmentation des exportations, et ce, parce que, depuis quelques années, le principal moteur des investissements internationaux et du cours des produits de base n'est pas les États-Unis, mais la Chine. Les comptes de capital des pays émergents dépendent des décisions prises à Washington, tandis que leurs comptes courants sont davantage influencés par Beijing.

Idéalement, il faudrait que le marché américain soit plus faible, avec des taux d'intérêt bas, ce qui augmenterait les capitaux à destination des pays émergents, et que le marché chinois soit plus fort, stimulant le commerce et les investissements. Si les États-Unis étaient mieux à même de façonner la croissance de l'investissement international grâce au plan d'infrastructure du président Biden, les pays émergents en sortiraient gagnants, en particulier si la Chine se recentre sur la consommation.

F&D : Les pays émergents ont appliqué plus énergiquement les mesures non conventionnelles. Peut-on en déduire que certains pays ont dans leur arsenal davantage d'outils que ce qu'on croyait ?

RH : C'est très difficile de généraliser : l'assouplissement quantitatif a pris différentes formes. Mais, par rapport aux politiques qu'elles menaient il y a encore quelques années, toutes les banques centrales sont sorties des sentiers battus. L'idée selon laquelle les pays émergents ne peuvent pas mettre en place des politiques d'assouplissement quantitatif au risque de semer le chaos a été écartée depuis longtemps.

DL : Il y a une grande diversité. L'Inde, par exemple, a annoncé une politique budgétaire expansionniste et le plafonnement des rendements obligataires. Si d'autres pays appliquaient les mêmes mesures, on assisterait à une fuite des capitaux. La différence tient souvent au niveau de confiance que les marchés ont dans le potentiel de croissance de chaque pays, mais aussi au degré d'ouverture de leur compte de capital.

F&D : Dans quelle mesure le poids croissant de la dette vous préoccupe-t-il ? Les pays émergents, en particulier les pays à faible revenu, peuvent-ils éponger leurs dettes grâce à la croissance ?

RH : Remédier aux répercussions financières de la COVID-19 est une préoccupation mondiale. Ce qui m'inquiète dans l'immédiat, c'est la disparité des taux de croissance entre les pays. Malheureusement, les vaccins seront distribués beaucoup plus lentement dans les pays émergents que dans les pays avancés. Les marchés font fi de cette disparité. Même

si l'économie des pays émergents va rebondir, je pense que les ratios dette/PIB mettront longtemps à redescendre aux niveaux enregistrés avant la pandémie.

DL : Je tends à penser la même chose. Accumuler une lourde dette en devises est bien plus dangereux. Cependant, nous en sommes encore loin. Des indicateurs comme le ratio du service de la dette extérieure et le ratio dette/réserves de change ne semblent pas excessifs par rapport à d'autres années. Les faibles taux d'intérêt américains contribueront à maintenir le coût du service de la dette à un bas niveau. Les crises des années 80 et 90 avaient en commun que les pays émergents manquaient d'actifs en dollars. Au cours des 20 dernières années, nombre d'entre eux ont mis toutes voiles dehors pour accumuler des réserves en devises. Le problème de la dette intérieure est plus grave dans certains pays. Les investisseurs et le FMI ont très peu d'expérience et ne savent pas à quoi pourrait ressembler une telle crise. Notre expérience de ces 40 dernières années a surtout à voir avec la dette extérieure.

RH : La plus grande différence, c'est qu'heureusement, les taux de change fixes appartiennent au passé. Je ne pense donc pas que les pays émergents subiront à nouveau une grande crise systémique. Peut-être dans certains pays au niveau des entreprises, mais certainement pas au niveau de l'État.

F&D : Pensez-vous que de nombreux pays auront besoin de l'aide financière du FMI ou d'autres institutions multilatérales ? Le secteur privé peut-il partager la charge de l'ajustement ?

RH : Au cours du premier trimestre de 2021, les pays émergents ont affiché des émissions records, qu'il s'agisse d'obligations souveraines ou d'obligations de sociétés, malgré une révision non négligeable des bons du Trésor américain. Certains pays ayant des problèmes de liquidité ou de solvabilité auront besoin que le FMI leur accorde une aide supplémentaire et, éventuellement, que le secteur privé participe aux restructurations. Quiconque est à peu près capable d'analyser les bilans souverains sait de qui il s'agit. Je ne pense pas qu'il y aura de contagion. Les dernières défaillances ou restructurations en Argentine, en Équateur et au Liban ne se sont pas propagées. Pourquoi serait-ce différent maintenant ? Le secteur privé doit absolument coopérer lorsque la dette est clairement insoutenable.

DL : Les gérants de portefeuille sont payés pour évaluer les risques. Le FMI a adopté sa politique de prêt aux pays en situation d'arriérés dans les années 80. Si les créanciers privés croient encore que le FMI va les renflouer, ils ne font pas leur travail correctement.

F&D : Les pays émergents et les pays à faible revenu peuvent-ils profiter de la demande croissante d'emprunts respectant les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ?

RH : Cette classe d'actifs est encore toute jeune, mais elle a un énorme potentiel. Estimée à 16 milliards de dollars, elle ne représente encore que 4 % du total des fonds sous mandat de gestion dans les pays émergents. Aujourd'hui, tous les investisseurs les réclament. De fait, les trois quarts des réunions avec mes clients portent sur nos stratégies concernant ces placements.

Le FMI peut soutenir les petits pays dans ce sens, d'autant qu'il s'est engagé à les aider à atteindre les objectifs de développement durable fixés par l'ONU. On dispose désormais de principes relatifs aux obligations vertes, sociales et durables appliqués à l'échelle internationale, mais aussi d'une pléthore de données publiques et privées. Le FMI peut aider à contrôler l'activité et la communication de l'information.

F&D : Le FMI devrait-il s'attacher en priorité à aider les pays à renforcer leur capacité d'émettre des obligations vertes, ou à assurer le suivi et la participation ?

RH : Les banques d'investissement souhaitent aider les pays à émettre ces obligations. Le FMI pourrait contribuer davantage en matière de suivi et de participation, surtout pour ce qui est des aspects sociaux et de gouvernance. Il est de bon augure que le FMI ait traité ces questions dans ses rapports. La collaboration avec les pays est essentielle. C'est la question que les investisseurs soulèvent tout le temps.

DL : C'est une question difficile, car l'argent est fongible. Si un pays explique qu'il lève des fonds pour investir dans tel projet écologique ou pour construire des écoles en milieu rural, qui nous dit que c'est bien vrai ?

Par ailleurs, les notations ESG sont étroitement corrélées au PIB par habitant. Je crains que des effets pervers apparaissent à mesure que les obligations vertes et éthiques s'imposent sur les marchés mondiaux. Les flux de capitaux à destination des pays à faible revenu pourraient être menacés.

F&D : Mais n'est-ce pas justement de cela qu'il s'agit, d'exercer une pression économique sur les gouvernements afin qu'ils renoncent aux mauvaises pratiques ?

DL : Les investisseurs ont l'habitude de faire des évaluations ESG fondées sur le risque. Les aspects sociaux et de gouvernance ont toujours été inclus dans l'analyse, car ils font partie du risque de crédit. Mais l'investissement axé sur la valeur l'emporte de plus en plus. « Ce pays traite ses journalistes de façon épouvantable ; je ne peux pas y investir tant que ce problème n'est pas réglé », par exemple. Si ce type de raisonnement s'insinue dans le processus d'investissement, je ne suis pas sûr de savoir qui en profite. Les éventuels moyens de pression des investisseurs pourraient en fin de compte perpétuer une situation. **FD**

MAHMOOD PRADHAN est directeur adjoint du département Europe du FMI.



Le streaming à l'assaut du monde

La diffusion en flux continu, autrement dit le streaming, permet aux pays émergents de diffuser du contenu dans leur pays et dans le monde entier

Adam Behsudi

Elle est une belle avocate nigériane. Il est un fringant banquier d'affaires indien. De la même façon que leur idylle transcende les frontières, le film qui l'immortalise est lui aussi interculturel : filmé et produit au Nigéria, monté en Inde et diffusé par Netflix dans le monde entier.

Au-delà d'une intrigue marquée par la désapprobation des parents et des numéros de danse à l'eau de rose, la fusion du Nollywood nigérian et du Bollywood indien, couronnée par la sortie de *Namaste Wahala* (mélange d'hindi et de pidgin nigérian signifiant « Bonjour les ennuis »), montre à quel point le monde du divertissement est petit aujourd'hui à l'ère du streaming vidéo.

Les géants du streaming comme Netflix, Disney+ et Amazon atteignent de nouveaux publics et font se chevaucher les marchés comme jamais auparavant. Ainsi, ils ont ouvert de nouvelles perspectives pour les industries cinématographiques et télévisuelles, qui montent en flèche dans certains des pays émergents les plus dynamiques, repensant le calcul économique de la production de films et redéfinissant ce qui peut devenir un succès.

« Ce qui est extraordinaire, c'est que c'est la même plateforme. C'est ça qui est intéressant, pour un film de Nollywood, ce qu'il va devenir, ce qui est possible en termes de production hollywoodienne et le fait qu'il soit accueilli ainsi », déclare Hamisha Daryani Ahuja,

Nigériane de troisième génération d'origine indienne, qui a créé, réalisé, produit et joué dans le film que Netflix a sorti le jour de la Saint-Valentin.

La comédie romantique s'est brièvement hissée dans le top 10 de Netflix aux États-Unis, créant une certaine effervescence autour de la récente expansion de la société de streaming sur le continent africain.

L'essor des services de streaming n'a fait que renforcer le rôle de l'industrie du divertissement dans le développement de l'activité économique dans de grands pays émergents comme l'Inde, où, selon certaines estimations, le secteur représente 1 % du PIB ; le Nigéria, où plus d'un million de personnes travaillent directement ou indirectement pour Nollywood, soit le deuxième plus grand employeur après l'agriculture ; la Chine, dont les recettes du box-office ont détrôné celles des États-Unis l'année dernière. Si la pandémie a inévitablement eu des incidences négatives, le désir des gens de se divertir reste une constante, et la numérisation des contenus change la donne.

« Je pense que nous sommes aujourd'hui au début d'une vague sans précédent de contenu international et d'investissement dans le contenu international », estime Stefan Hall, chef de projet spécialisé dans les médias, le divertissement et la culture au Forum économique mondial.

L'infrastructure est reine

Dans les plus grands pays émergents d'Asie, les services de streaming ont explosé (graphique 1). Les abonnements aux services de streaming en Inde sont passés de 4,5 millions en 2017 à 59,6 millions en 2020. L'Indonésie est passée de 200 000 abonnés en 2017 à 8 millions en 2020. Sur la même période, la Thaïlande et les Philippines ont

connu une croissance de 130 % et 71 %, respectivement, selon Media Partners Asia, cabinet indépendant d'études et de conseil basé à Singapour.

« Au cours des trois ou quatre dernières années, ces marchés ont traversé une révolution mobile, en particulier l'Inde, qui vient de connaître une flambée des données », explique Vivek Couto, directeur général de Media Partners Asia. « Le paysage des infrastructures s'est beaucoup développé. »

En Inde, l'expansion rapide de l'accès à Internet a alimenté une concurrence féroce entre les plus grands opérateurs du pays, entraînant la baisse des prix, qui sont désormais parmi les plus bas du monde. La plupart des gens accèdent aux services de streaming sur leurs smartphones, et l'Inde a l'un des taux de consommation de données par smartphone parmi les plus élevés au monde.

En 2019, Netflix a lancé en Inde un plan exclusivement mobile qui permettrait aux utilisateurs de lire du contenu en streaming sur leurs smartphones ou tablettes pour moins de 3 dollars par mois. La société a déployé un plan similaire en Malaisie. À l'autre bout du monde, l'entreprise espagnole Telefónica, l'un des plus grands fournisseurs de services de télécommunications en Amérique latine, a annoncé en 2018 un partenariat pluriannuel qui permettrait à ses abonnés d'accéder facilement à Netflix sur ses plateformes dans toute la région. En Afrique, où l'accès à Internet est plus problématique, le service de streaming collabore avec les opérateurs de télécommunications pour faciliter les paiements des abonnés potentiels.

Cette tendance n'a fait que s'accélérer du fait de la pandémie de COVID-19. Une enquête annuelle menée auprès de milliers de téléspectateurs dans dix pays avancés et émergents a révélé que près de la moitié des personnes interrogées s'étaient abonnées à des services de streaming au premier semestre de 2020, la principale raison étant qu'elles passaient plus de temps chez elles.

Ce nouveau niveau de connectivité dans de nombreux pays a favorisé l'entrée sur le marché des principales sociétés de streaming, ce qui a ouvert de nouvelles perspectives et accentué la concurrence dans le domaine de la création de contenu.

Si les services de streaming ont facilité l'exportation de contenus sur les marchés régionaux ou mondiaux, séduire et fidéliser les abonnés qui cherchent davantage de produits de leur propre pays reste une priorité.

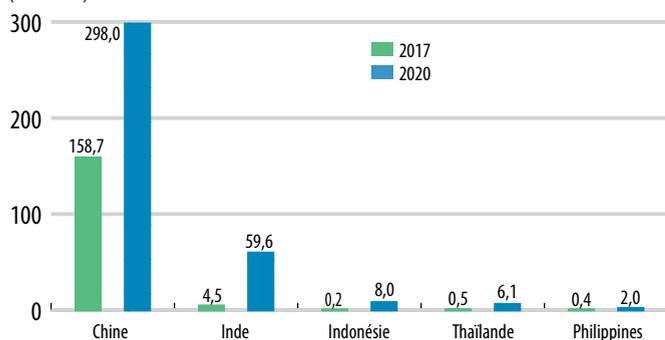
En 2019, Disney+ a racheté Hotstar, premier service de streaming en Inde, qui compte désormais 30 % des abonnés de services de streaming. Netflix investit de plus en plus dans la création de contenu local dans de nouvelles régions du monde et s'est notamment fortement intéressé au marché africain l'année dernière en proposant davantage de programmes originaux. Le titan du streaming, qui était à l'origine un service de location de DVD par

Graphique 1

Envolée du streaming

Les abonnements aux services de streaming dans certains des grands pays émergents asiatiques ont explosé ces dernières années.

(en millions)



Source : Media Partners Asia.

correspondance, a recruté 36,6 millions de nouveaux clients en 2020, sa plus forte progression annuelle, et compte désormais plus de 200 millions d'abonnés dans le monde. Après avoir présenté des excuses publiques en Inde en 2019 pour une série télévisée jugée offensante pour les hindous, la société Amazon n'a montré aucune intention de se retirer du marché après avoir annoncé en mars qu'en plus des émissions de télévision, elle coproduirait son premier long métrage de Bollywood.

Bien que les entreprises américaines se heurtent à la concurrence de services de streaming nationaux, elles ont réussi à s'imposer en puisant volontiers dans leurs coffres bien garnis pour financer le contenu local.

« L'écosystème du contenu local est important, déclare V. Couto. À mesure que les géants de l'Internet (Netflix et Amazon) et Disney étendent leurs activités dans ces vastes régions, il est essentiel qu'ils s'engagent à investir sur place et à y développer l'économie de création, faute de quoi l'hostilité grandira à leur égard. »

Une voie à double sens

Le commerce des biens culturels tels que les films et la musique s'est toujours heurté aux sensibilités culturelles et politiques.

Les pays européens imposent depuis longtemps qu'un pourcentage donné des contenus radiodiffusés, et maintenant diffusés en streaming, soit produit localement. La Chine a façonné un paysage où les contenus étrangers sont soigneusement contrôlés, ce qui permet aux sociétés chinoises Tencent et iQiyi de dominer l'important marché du streaming. En Inde, les sensibilités culturelles ont obligé les grandes entreprises américaines à rectifier le tir de façon à pouvoir poursuivre leur essor.

Mais, sur les marchés où opèrent des géants américains comme Netflix et Amazon, ceux-ci ont davantage facilité le libre-échange qu'imposé l'hégémonie culturelle, selon Joel Waldfoegel, professeur d'économie à l'Université du Minnesota.

« La bonne surprise en l'occurrence, c'est que ce commerce va dans les deux sens. Donc c'est aujourd'hui une véritable course », ajoute J. Waldfoegel, qui étudie les incidences de la numérisation des contenus sur les économies créatives. « Ce que nous avons constaté, même à un peu plus long terme, c'est que les coûts de production ont tellement baissé que la création musicale et cinématographique explose. »

Dans *Digital Renaissance*, ouvrage qu'il a publié en 2018, J. Waldfoegel avance que la numérisation des contenus ouvre la voie à un âge d'or de la culture populaire.

Grâce aux nouvelles technologies, la réalisation de films s'est démocratisée. Parallèlement, Internet a élargi

les canaux de distribution. Ainsi, les salles de cinéma et les sorties en salle peuvent être court-circuitées. Pendant la pandémie, cette tendance s'est accélérée, même sur des marchés comme l'Inde, où le principe de la sortie directe en streaming s'ancre moins rapidement qu'aux États-Unis.

Les services de streaming mettent les films à petit budget et les superproductions à armes égales.

« Le produit culturel est le parfait exemple du produit pour lequel il est très difficile de prédire ce qui marchera, c'est-à-dire ce qui séduira les consommateurs, lorsque l'investissement est décidé, poursuit J. Waldfoegel. À Hollywood on dit : personne ne sait rien. »

Pendant, l'essor des services de streaming a levé une partie de l'incertitude dans la production cinématographique. Du point de vue économique, Internet a créé des économies d'échelle et d'envergure ; autrement dit, il y a plus d'offre et de demande pour une plus grande quantité et variété de contenus créatifs. En proposant plus facilement aux spectateurs ce qu'ils veulent voir, il a créé un modèle économique plus efficace qui peut être adapté presque partout dans le monde.

Cette nouvelle donne a profité aux pays émergents qui disposent de vastes publics captifs et de la capacité de produire du contenu. Les services de streaming de Netflix et d'Amazon ont joué un rôle clef en ouvrant de nouvelles perspectives aux industries télévisuelle et cinématographique sur ces marchés et en renforçant la concurrence avec les radiodiffuseurs nationaux.

« Pour un producteur, le summum c'est d'être vu au-delà de son périmètre géographique naturel, explique V. Couto, de Media Partners Asia. Pour les entités culturelles d'un pays, qu'il s'agisse de gouvernements ou d'institutions, une histoire qui met en valeur votre pays, qui est empreinte de ces valeurs et qui donne un écho mondial à votre contenu, c'est sensationnel aussi, car tout cela se transforme en valeur économique. »

Pour Ahuja, l'auteur de *Namaste Wahala*, tout a commencé lorsqu'elle a été invitée à une inauguration avec des dirigeants de Netflix à Lagos en février 2020. La promotion de son film en avant-première avait suscité un grand intérêt. Le film devait sortir dans les cinémas nigériens en avril 2020, quand la pandémie s'est emparée du monde. Le géant du streaming a sauvé la mise.

« J'ai l'impression que, de nos jours, c'est un marché de contenu, affirme la cinéaste. Je ne pense pas qu'il y ait de limite à la quantité de contenu que l'on peut mettre sur le marché. » **FD**

ADAM BEHSUDI fait partie de l'équipe de *Finances & Développement*.



PIONNIÈRE DE L'INCLUSION

*Peter J. Walker brosse le portrait de
Rohini Pande, de l'Université Yale,
dont les travaux s'intéressent
aux améliorations à apporter aux
institutions pour favoriser l'équité*

En 1990, le gouvernement indien a déclaré qu'il réserverait certains emplois publics aux castes inférieures, ce qui a conduit les étudiants dans la rue et déclenché des violences, voire des auto-immolations. Dans la paix relative de la salle de classe, Rohini Pande, alors étudiante en deuxième année d'économie à l'Université de Dehli, défendait l'idée que les emplois devraient être obtenus par le mérite et non par un traitement particulier.

L'expérience qu'elle allait faire deux ans plus tard allait l'amener à revoir entièrement ses positions. Après avoir atteint sa majorité, cette jeune fille membre d'une élite privilégiée en Inde s'est trouvée en position d'« outsider » à l'Université d'Oxford, bien qu'elle ait obtenu la prestigieuse bourse Rhodes.

« Il y avait une nette hiérarchie entre les étudiants originaires des États-Unis et ceux qui venaient d'Asie et d'Afrique, raconte Rohini Pande dans un entretien vidéo. Les lauréats originaires de pays pauvres venaient à Oxford pour recevoir une éducation de qualité que leur pays ne pouvait pas leur offrir, alors que pour de nombreux étudiants américains, c'était juste une parenthèse de deux ans avant de réintégrer des universités d'élite américaines. »

Ce déséquilibre a contraint l'économiste à réfléchir davantage à l'équité et à prendre conscience des difficultés des basses castes indiennes du point de vue du désavantage.

« Comme beaucoup d'individus privilégiés par la naissance, il m'a fallu longtemps pour appréhender ce qu'est un privilège », reconnaît-elle. Cette expérience a influencé sa carrière, car elle a cherché à comprendre le rôle des institutions dans la vie des individus.

À 49 ans, Rohini Pande se classe parmi « les économistes du développement les plus influents de sa génération » selon l'American Economic Association, et elle a apporté des contributions pionnières à l'économie politique, au développement international, à l'économie du genre, à la lutte contre la corruption et à la lutte contre les changements climatiques.

« Tous ses travaux sont traversés par la volonté de comprendre non seulement ce qui parviendra à améliorer la vie des pauvres, mais aussi les raisons pour lesquelles cela fonctionne et ce que cela nous apprend de la structure souhaitable des institutions et du regard que nous devrions porter sur le monde », déclare Charity Troyer Moore, directrice de recherche sur l'économie de l'Asie du Sud à l'Université Yale.

En 2019, Rohini Pande a été nommée à la chaire d'économie Henry J. Heinz II de l'Université Yale et directrice de l'Economic Growth Center. Au cours des 13 années précédentes, elle a enseigné en qualité de professeure des universités à la Kennedy School de l'Université Harvard. Elle y a cofondé le programme de recherche « Evidence for Policy Design », qui travaille avec les gouvernements

des pays en développement pour remédier aux problèmes de politiques publiques. En 2018, elle s'est vu décerner le prix Carolyn Shaw Bell pour avoir fait progresser le statut des femmes en économie.

Économie politique

« J'ai beaucoup appris auprès de Rohini au fil des ans, déclare Dani Rodrik, son ancien collègue et professeur à Harvard. Son approche du développement a toujours été imprégnée de l'idée que le sous-développement et le désavantage trouvent autant leurs racines dans les politiques publiques que dans l'économie. »

Pour la thèse de doctorat qu'elle a effectuée à la London School of Economics après Oxford, Rohini Pande s'est attachée aux efforts de l'Inde pour accroître la représentation des minorités en politique en réservant aux castes défavorisées la possibilité de se porter candidates aux élections dans certaines circonscriptions, une politique dite de « quotas politiques ». Elle a constaté qu'au niveau de l'État, cette pratique augmentait la redistribution en faveur des groupes défavorisés, ce qui pointait un lien direct entre la représentation politique et l'influence sur les politiques publiques.

Elle a poursuivi l'exploration de ce lien en s'intéressant au rôle important que jouent des institutions politiques solides dans le développement et la réduction de la pauvreté. Elle a récemment défendu l'idée que le succès de la lutte contre la pauvreté dépend moins de l'aide directe que de la création d'institutions démocratiques efficaces permettant aux populations vulnérables de pousser leurs représentants à déployer des politiques de redistribution.

« Pour qu'une démocratie soit fonctionnelle, il faut bien plus qu'une simple institution qui autorise chacun à voter toutes les X années, explique-t-elle. Ce qui est essentiel, c'est que les citoyens soient bien informés, car nous avons besoin de protéger les institutions démocratiques contre la corruption. »

La politique est aussi une affaire personnelle pour Rohini Pande. Sa mère, Mrinal Pande, est une journaliste de premier plan en Inde, qui a été récemment accusée de sédition pour avoir effectué un reportage sur une manifestation d'agriculteurs de grande ampleur.

« Une presse libre et vigoureuse est indispensable pour une démocratie efficace, déclare l'économiste. Les dirigeants politiques peuvent y voir une distraction indésirable, mais sans elle, ils naviguent à l'aveugle et le pays finira par en payer le prix. »

Déconstruire les croyances

Des institutions financières efficaces sont également indispensables au développement, et les travaux de Rohini Pande ont régulièrement remis en cause les théories consensuelles.

Son article de 2005 sur les banques rurales, cosigné avec Robin Burgess de la London School of Economics, remettait en question l'idée dominante à l'époque que les banques rurales financées par des fonds publics n'étaient pas une bonne solution d'appui au développement parce qu'elles n'étaient pas rentables. En fait, les chercheurs ont montré que les banques rurales n'étaient pas nécessairement conçues pour être rentables, mais pour atteindre les ménages pauvres et réduire la pauvreté. Sur cet indicateur, en particulier en Inde, ces banques atteignaient leurs objectifs fondamentaux.

« La contribution de cet article à l'économie du développement a été exceptionnelle, car il a établi l'existence d'une relation de causalité entre le crédit et la diminution de la pauvreté », déclare à *F&D* Petia Topalova, chef de mission au FMI qui était chercheuse invitée à Harvard lorsque Rohini Pande y travaillait et qui a collaboré avec elle sur ses travaux de recherche.

Dans le domaine lié de la microfinance, Rohini Pande a contesté l'idée que les remboursements doivent être fréquents pour éviter les défauts de paiement. En s'attachant à l'objectif fondamental de ces initiatives sur plusieurs années, elle a montré les bénéfices de périodes de remboursement plus flexibles — coûts de transaction plus faibles, moins de stress financier pour les bénéficiaires et davantage d'investissements des entreprises.

Avec Esther Duflo, prix Nobel et professeure au Massachusetts Institute of Technology (MIT), avec laquelle elle travaille souvent, Rohini Pande s'est attaquée aux idées enracinées sur le rôle des barrages dans le développement. Elles ont montré qu'en réalité, les barrages accentuent la pauvreté dans les régions où ils sont construits parce qu'ils causent des perturbations et des déplacements pour lesquels les populations les plus pauvres ne sont pas correctement indemnisées. Bien que la pauvreté diminue en aval, ces gains ne compensent pas la dégradation de la situation à proximité des barrages.

Ces constats ont froissé. Un haut fonctionnaire de la Banque mondiale s'est plaint auprès des doyens des facultés du développement de l'Université Yale et du MIT, à leur grand amusement. Ces protestations « venaient de la croyance, forte à l'époque (vers 2005) que les grands projets d'infrastructure étaient bons pour la croissance et que la distribution était secondaire », explique Rohini Pande.

« Rohini a des capacités d'empathie sans pareilles, déclare Esther Duflo. Cela lui permet de comprendre des choses sur la vie des gens qui ne me sont jamais venues à l'esprit. Parcourir avec elle le long chemin entre cette première intuition et un travail de recherche publiable a été l'une des grandes réussites de notre collaboration. »

Politique du genre

Avec Esther Duflo et Petia Topalova, Rohini Pande a exploré certaines questions relatives à la représentation politique et au genre.

Il y a une dizaine d'années, elles ont étudié l'influence des quotas de femmes parmi les élus locaux sur l'efficacité perçue des dirigeants politiques. L'Inde a modifié sa constitution en 1993 afin de réserver aux femmes un tiers des sièges au sein des gouvernements locaux. Entre 1992 et 2005, la proportion de femmes parmi les élus locaux est passée de 5 à 40 %.

Les auteures ont enquêté auprès de 7 000 ménages dans 495 villages sélectionnés de façon aléatoire dans le district de Birbhum, un district pauvre et majoritairement rural du Bengale-Occidental. Au sein de chaque ménage, elles ont interrogé un homme adulte, une femme adulte et tous les enfants de 11 à 15 ans.

Elles ont constaté que plus les individus avaient l'expérience du leadership féminin, plus ils avaient le sentiment que leurs dirigeants étaient efficaces. Elles ont aussi découvert que le fait que des femmes soient au pouvoir élevait les aspirations des parents pour leurs filles et l'ambition des filles. « L'effet durable de nos travaux est que les croyances des individus pourraient bien être modifiées lorsqu'ils voient des femmes exercer des fonctions dirigeantes », déclare Rohini Pande.

Alors que l'effet de l'exemple était clair, l'étude n'a pas trouvé d'éléments attestant une modification des débouchés des femmes sur le marché du travail. Sachant que « près de 100 millions de femmes en Inde déclarent qu'elles accepteraient un travail si on leur en proposait un », Rohini Pande estime que les données montrent qu'elles aimeraient mieux travailler qu'effectuer les travaux domestiques.

C'est pourquoi elle s'intéresse aux normes sociales qui dissuadent les femmes de travailler. D'après elle, laisser les femmes gérer l'argent qu'elles gagnent est une façon de surmonter ces notions.

Mais plus qu'un compte en banque, les femmes ont besoin d'éducation financière, selon une récente étude menée par Pande avec Simone Schaner, de l'Université de Californie du Sud.

« Lorsqu'on donne aux femmes une formation bancaire de base et qu'on les autorise à effectuer des dépôts directs au lieu d'avoir seulement leur propre compte bancaire ou de ne pas en avoir du tout, on constate que leur participation aux programmes publics d'aide à l'insertion professionnelle et au marché du travail privé augmente », déclare Simone Schaner.

Rohini Pande souligne que les réseaux de pairs « peuvent amener à prendre conscience qu'une femme a quelqu'un qui peut lui offrir des enseignements, quelqu'un sur qui elle peut compter — et à jauger les croyances selon lesquelles les femmes qui travaillent ne sont peut-être pas une si mauvaise chose pour une communauté qu'on pourrait le penser », a-t-elle écrit pour *ET Evoke*, une publication du quotidien indien *Economic Times*.

De la corruption au climat

Changer les mentalités aussi un aspect important des travaux de Rohini Pande sur la corruption. Dans son travail souvent cité de revue des recherches en matière de corruption mené

avec Benjamin Olken (du MIT), elle a contesté l'idée que les pays pauvres sont plus exposés à la corruption parce qu'ils sont prêts à s'en accommoder. Les auteurs ont montré au contraire que « les individus sont potentiellement aussi corrompus dans les pays riches que dans les pays pauvres, mais ce qui diffère, ce sont les institutions », signe qu'il faut améliorer la transparence et renforcer les mécanismes de contrôle.

Son intérêt pour la corruption a amené l'économiste à s'intéresser aux questions climatiques, mais un peu par hasard. Il y a un peu plus de dix ans, elle a rencontré une femme qui suivait une formation pour les cadres à Harvard, Ameet Yajnik, une juriste du Conseil de contrôle de la pollution du Gujarat, aujourd'hui députée au parlement du Gujarat. Elles ont échangé sur la difficulté d'obtenir des données fiables sur les émissions.

Cela a intéressé Rohini Pande, qui a cherché comment améliorer la qualité de l'information en gérant les conflits d'intérêts entre les émetteurs et les régulateurs. « Mon intérêt pour les questions climatiques découle en grande partie de ma réflexion sur les questions de corruption », dit-elle. Elle a travaillé avec Esther Duflo et Michael Greenstone, de l'Université de Chicago, sur la mise en cohérence des incitations pour obtenir des informations fiables sur la pollution.

L'un des conseils était de renoncer à laisser aux émetteurs le choix de leurs auditeurs — source de conflits d'intérêts — pour missionner les auditeurs de manière aléatoire et leur verser des honoraires fixes. Bien que cette règle ait réduit la corruption, leurs autres travaux indiquent qu'elle peut s'accompagner d'un coût résidant dans l'incapacité à exploiter les informations non chiffrées que certains auditeurs peuvent avoir, ce qui implique un délicat exercice d'équilibre. De meilleures informations, quel que soit leur mode d'obtention, peuvent être très utiles pour réguler les émissions de carbone et lutter contre les changements climatiques. Rohini Pande et ses collègues examinent maintenant la possibilité de réduire les émissions grâce à des systèmes d'échange de quotas rendus possibles par les innovations en matière de suivi continu.

Des changements institutionnels de ce type pourraient porter un véritable coup aux changements climatiques. Pande et ses collègues ont estimé que des informations parfaites sur les émissions des usines, que des innovations en matière de suivi continu pourraient rendre possibles, augmenteraient les réductions totales de 30 %.

Rohini Pande a travaillé avec les dirigeants politiques sur les changements climatiques et en 2019, dans le cadre du programme d'Harvard « Evidence for Policy Design » ; elle a aidé à la mise en place du premier système d'échange de quotas d'émission dans le Gujarat.

Mentorat

Pande prend son rôle de mentor au sérieux. La lettre de recommandation pour son prix Carolyn Shaw Bell et les commentaires pendant la cérémonie de remise étaient remplis d'éloges de la part de ses étudiants anciens et actuels.

« Tout est original chez Rohini », confie Natalia Rigol, professeure à Harvard qui a été suivie par Pande. Natalia souligne que l'économiste traite les gens avec une générosité « sans égale dans ce métier » et qu'elle exige que toutes les personnes ayant contribué à un travail universitaire, aussi juniors soient-elles, soient citées parmi les auteurs.

Dans ses efforts pour que les femmes participent à l'étude de l'économie et s'y sentent à l'aise, Rohini Pande met toute son expertise des institutions dans la balance. Elle recommande de s'attaquer aux stéréotypes, de reconnaître les perspectives et points de vue différents, de standardiser l'évaluation des candidats à un emploi et de donner davantage de visibilité aux modèles féminins. Elle souligne qu'il est important de veiller à ce qu'au moins une femme intervienne dans chaque séminaire et elle a menacé de boycotter les conférences où les femmes sont insuffisamment représentées. Des étudiants en économie ont déclaré s'être inspirés d'elle lorsqu'ils ont fait une pétition pour retirer une série de portraits de professeurs hommes et blancs dans l'entrée principale du département. En ce qui la concerne, Rohini Pande cite Claudia Goldin, d'Harvard, et Penny Goldberg, de Yale, parmi ses sources d'inspiration.

Le respect est mutuel. Claudia Goldin déclare qu'elle « a toujours été impressionnée par la générosité de Rohini

Dans ses efforts pour que les femmes participent à l'étude de l'économie et s'y sentent à l'aise, Rohini Pande met toute son expertise des institutions dans la balance.

en tant qu'enseignante, par son dévouement en tant que mentor et par ses inlassables efforts pour fournir des biens publics de tous types (y compris des plats délicieux) ». Pour sa part, Penny Goldberg cite « ses travaux d'avant-garde, ses engagements éditoriaux et sa direction de l'Economic Growth Center de Yale ».

Une nouvelle initiative appelée « Inclusion Economics » fournit un point de convergence pour les travaux de Pande sur la pauvreté. Basée à Yale et dirigée par Rohini Pande et Charity Troyer Moore, elle recherche des solutions fondées sur les données pour que les pauvres puissent gagner en influence et qu'une juste part de la croissance leur revienne.

« Il y a un cercle vicieux d'inégalités croissantes et d'affaiblissement des institutions — en particulier les institutions démocratiques — qui va être aggravé par les limites planétaires à la croissance, explique Rohini Pande. Quel type de réforme institutionnelle pourrait nous aider à inverser ce cercle vicieux et à créer à sa place un cercle vertueux de meilleures institutions et de moindres inégalités ? » **FD**

PETER J. WALKER est membre de l'équipe de rédaction de *Finances & Développement*.



L'humain avant tout

Trevor Manuel, le ministre des Finances d'Afrique du Sud qui détient le record de longévité dans ces fonctions, réfléchit à la décennie perdue par le pays et au financement de la riposte de l'Afrique à la COVID-19

LORSQUE LE RÉGIME DE L'APARTHEID a cédé le pouvoir après les premières élections démocratiques de l'Afrique du Sud en 1994, l'économie était en ruine et profondément inégalitaire, tandis que le coût du service de la dette en pourcentage du PIB était paralysant. Trevor Manuel, un vétéran de la lutte contre l'apartheid nommé ministre des Finances, a pris une décision difficile. Il a repensé la procédure budgétaire et fixé un ambitieux objectif de réduction du déficit. En 2006, la croissance de l'économie

était à son plus haut niveau depuis plus de vingt ans, et le déficit budgétaire était quasiment nul — des résultats que peu pensaient possibles. « Exercer de hautes responsabilités, déclare Trevor Manuel, c'est ne pas avoir peur de prendre position sur certaines questions quand on a de solides arguments. » Ce credo l'a guidé tout au long de sa carrière. Critiquant sans ménagements « l'ordre ancien », il a imposé la voix et la représentation des pays émergents et des pays en développement dans l'agenda international, aussi bien à la présidence du Comité du développement de la Banque mondiale qu'à la direction du Comité sur la réforme de la gouvernance au FMI.

Il continue de plaider pour des chances égales pour tous en tant qu'envoyé spécial de l'Union africaine pour la riposte de l'Afrique à la COVID-19, après avoir été ministre pendant vingt ans sous les quatre premiers présidents de l'Afrique du Sud démocratique. Dans son entretien avec Analisa Bala, de *F&D*, Trevor Manuel évoque les luttes de l'Afrique du Sud et les ressources nécessaires pour surmonter la pandémie en Afrique.

F&D : Lorsque vous étiez ministre des Finances, vous avez conduit de difficiles réformes budgétaires et avez finalement supervisé la plus longue phase de croissance économique qu'ait connue l'Afrique du Sud. Quels conseils donneriez-vous aux pays qui doivent faire des choix difficiles ?

TM : La Constitution prévoit que les membres du gouvernement rendent compte collectivement et individuellement de leur action au parlement. Le budget représente cette responsabilité collective ; c'était donc mon travail, en tant que ministre des Finances, de convaincre le gouvernement que nous devons réduire le ratio dette/PIB. Nous avons créé des comités techniques au Trésor qui invitaient les autres ministères à expliquer leurs besoins en matière de dépenses et avons introduit un cadre de dépenses à moyen terme pour une meilleure planification. Des mois en amont de la présentation du budget, nous inscrivions au programme une déclaration de politique budgétaire devant le parlement afin de fixer le montant de l'enveloppe des dépenses, conformément aux priorités du gouvernement. D'une certaine façon, le budget était conçu pour nous contraindre à ne pas vivre au-dessus de nos moyens — là était notre force. Nous avons pu nous entendre sur la manière de gérer le pays parce que les gens voulaient réaliser la démocratie.

Cette attitude n'existe plus. La décennie sous Jacob Zuma n'a pas été seulement « perdue » au sens que nous n'avons rien fait ; en réalité, nous avons régressé. Le président a tenté de démanteler le Trésor, jugé trop puissant. Ces attaques ont donné les résultats que nous connaissons : la capacité de collecte des impôts a diminué, et la corruption a détruit notre efficacité allocative globale.

Sans doute est-ce le même parti qui est au pouvoir, mais le pays est aujourd'hui très différent.

F&D : Lorsque l'Afrique du Sud est sortie de l'isolement international, c'était un des pays émergents les plus prometteurs du monde, mais, ces dernières années, elle a fait moins bien que ses pairs. Qu'est-ce qui la freine ?

TM : Les fonctionnaires représentent probablement 60 % des membres de la fédération syndicale, le COSATU. Si vous comparez le barème des traitements des fonctionnaires sud-africains à ceux des autres pays émergents aux PPA [parités de pouvoir d'achat] moyennes, ils s'en sortent plutôt bien. Mais ces fortes rémunérations réduisent les ressources publiques disponibles.

De nombreuses personnes qui travaillaient au Trésor quand j'étais ministre n'étaient pas là pour leur rémunération exceptionnelle. Il y avait un esprit de corps qui les poussait à se montrer à la hauteur — c'est ainsi qu'on fait bouger les choses. Lorsqu'on assume ensemble la responsabilité et qu'on parvient à s'entendre sur un programme qui n'est pas motivé par l'idéologie, on a des institutions qui peuvent survivre aux ministres. La pureté idéologique est le plus gros frein à la transformation en Afrique du Sud.

F&D : Le pays est depuis longtemps aux prises avec les inégalités. Que pourrait-on faire autrement ?

TM : Il est primordial d'offrir un filet de sécurité sociale — celui de l'Afrique du Sud est rompu — et cela implique de réexaminer constamment ce qui constitue un « salaire social ». Il n'est pas seulement question des indemnités de chômage. Il s'agit de savoir si votre système de protection sociale fonctionne pour les individus qui en ont le plus besoin. Il s'agit de la qualité de l'éducation et des soins de santé, et de l'accès à l'eau potable, à l'assainissement et à la collecte des ordures ménagères.

Un élève du secondaire vivant dans le bidonville de Kosovo a obtenu son diplôme l'an dernier avec 19,8 en mathématiques et 20 en physique. Ce bidonville détient le record national des homicides, les balles sifflaient devant sa cabane tous les soirs pendant qu'il faisait ses devoirs. On ne peut pas changer les problèmes d'inégalités sans changer l'environnement dans lequel vivent ces élèves. Le capital social est difficile à définir, mais on le voit dans la confiance qu'ont les jeunes au sortir d'un système éducatif performant — il leur donne les moyens de faire toutes sortes de choses.

F&D : Vous estimez qu'il manquera environ 100 milliards de dollars chaque année dans les trois prochaines années pour la riposte de l'Afrique à la pandémie. Comment les pays couvrent-ils ce déficit ?

TM : En tant qu'envoyés, nous étions chargés de trouver une solution pour ce qui demeure un risque majeur

— l'augmentation du coût du service de la dette. Le point de départ évident était le FMI et le G20. C'est ainsi qu'est née l'initiative de suspension du service de la dette. Sur les plus de 12 milliards de dollars qu'il fallait différer, seulement 5 milliards environ ont été débloqués. C'est une goutte d'eau dans la mer.

Lorsque Lehman Brothers s'est effondrée, le G20 s'est réuni pour la première fois au niveau des chefs d'État en octobre 2008. En avril 2009, une proposition d'attribution de DTS [droits de tirage spéciaux] a été acceptée. Aujourd'hui, le monde a besoin d'une mobilisation comparable. Nous avons besoin d'une nouvelle attribution de DTS et d'une discussion sur les moyens de déployer les DTS inutilisés pour accroître la liquidité pour les pays à faible revenu et les pays à revenu intermédiaire qui sont en difficulté.

F&D : Quand on pense à ce qui a été fait pour alléger la dette jusqu'ici, que faut-il garder à l'esprit aujourd'hui à votre avis ?

TM : À un moment ou un autre, il faudra discuter de la réduction de la dette, un peu dans l'esprit de l'initiative conjointe du FMI et de la Banque mondiale de 1996 en matière d'allègement de la dette. Si l'on fait abstraction du débat sur la viabilité des conditions qui ont été fixées, il est clair que plusieurs pays en ont bénéficié. La différence par rapport à 1996, c'est qu'aujourd'hui, les pays en développement qui ont accès aux marchés de capitaux sont bien plus nombreux. Certains d'entre eux ont désespérément besoin d'un allègement de la dette, mais ils ont peur, s'ils en font la demande, que leur note de crédit soit abaissée — c'est un cercle vicieux.

F&D : Vous avez grandi dans une ville où la ségrégation était la règle, du mauvais côté de la voie ferrée — une réalité qui allait influencer votre carrière dans le mouvement de résistance du Cap et vous conduire en prison. Comment avez-vous tenu bon pendant la lutte, et comment avez-vous gardé les pieds sur terre lorsque vous êtes entré au gouvernement ?

TM : Je ne me suis jamais laissé dominer par les circonstances. Ma mère a toujours été là quand il m'arrivait quelque chose d'important. J'ai dit à son enterrement l'an dernier qu'à chaque fois que je présentais le budget, je cherchais son regard dans le public. Le plus important pour moi, c'était qu'elle comprenne ce que je disais. Je peux tenir un langage d'économiste, mais quel intérêt cela a-t-il si les personnes dont la vie est affectée ne comprennent pas ce que cela implique pour eux ? C'est ce qui compte dans la vie — les gens. On ne peut pas les décevoir. **FD**

Cet entretien a été modifié pour des raisons de longueur et de clarté.



Fusion monétaire

Une union monétaire à l'échelle
de l'Afrique occidentale aurait des
avantages, mais rencontre une
multitude d'obstacles

Eswar Prasad et Vera Songwe

Pendant la pandémie de COVID-19, les pays avancés se sont beaucoup appuyés sur leurs banques centrales pour apporter des liquidités considérables à leurs économies et conjurer une crise économique mondiale encore plus grave. Les pays africains ont appelé de leurs vœux un plan de relance à hauteur de 100 milliards de dollars, mais n'ont pas pu disposer des instruments nécessaires pour financer une telle injection de capitaux. De solides banques centrales au niveau régional, voire une banque centrale à l'échelle du continent, auraient-elles pu rendre une telle intervention possible ? L'expérience régionale de la Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) nous laisse entrevoir ce que nécessiterait une intégration monétaire. Mais elle révèle aussi les limites d'une telle méthode et les difficultés rencontrées par le continent, et pose plusieurs questions primordiales qui doivent être résolues afin que la région consolide son économie et puisse emprunter d'autres voies pour achever son intégration.

Les dirigeants des 15 pays membres de la CEDEAO ont souhaité former une union monétaire avant la fin de l'année 2020, avant de renoncer à ce calendrier faute d'une préparation suffisante. Ces pays étaient loin d'avoir atteint la convergence macroéconomique nécessaire au bon fonctionnement d'une telle union : en particulier, leurs niveaux d'inflation divergeaient trop et leurs ratios de la dette publique au PIB étaient trop élevés. L'irruption de la pandémie de COVID-19 et ses lourdes conséquences économiques et sanitaires ont remis *sine die* tout projet d'union entre les pays membres de la CEDEAO, organisation fondée voilà 46 ans.

Il n'en reste pas moins qu'une union monétaire régionale demeure une aspiration légitime et prometteuse à de multiples égards. Une union monétaire à l'échelle de la CEDEAO pourrait accroître les échanges et les flux d'investissement dans la région, renforcer la discipline des politiques macroéconomiques et structurelles des pays membres, et stabiliser leurs économies pour les prémunir contre des chocs externes. Une union monétaire adossée à une banque centrale solide aurait pu permettre à la région de mieux surmonter les difficultés économiques causées par la pandémie de COVID-19. Cette union permettrait d'ancrer les anticipations d'inflation dans la région et faciliterait la mise en œuvre de réformes utiles des marchés du travail et des biens. En outre, une union monétaire peut imposer de l'extérieur une certaine discipline en matière budgétaire.

Enfin, ce projet d'union monétaire répond à une aspiration profonde des pays de la région, désireux de parfaire leur intégration économique ; en fait, le continent tout entier partage cet idéal, comme en témoigne la création de la Zone de libre-échange continentale africaine (ZLECAF). Quel que soit le calendrier, voire le résultat final de ce projet d'union monétaire, il y a beaucoup de domaines dans lesquels ces pays pourraient s'intégrer davantage ; il convient aussi de signaler un petit nombre d'avancées.

Obstacles à l'intégration

Plus les pays convergent, par exemple en matière de croissance économique et d'inflation, plus la conduite d'une politique monétaire commune est justifiée. Au sein de la CEDEAO, de nombreuses disparités représentent autant d'obstacles majeurs à la mise en place d'une monnaie unique partagée par 15 pays, au point de vue du niveau de développement, de la taille des économies, ou encore de la démographie, entre autres différences.

Six des quinze pays membres sont considérés comme des pays à revenu intermédiaire (c'est-à-dire dont le revenu annuel par habitant est supérieur ou égal à 1 000 dollars au taux de change du marché), tandis que les neuf autres sont des pays à faible revenu.

On observe des disparités spectaculaires pour ce qui concerne la taille des différentes économies de la région. Le Nigéria, première économie du continent, représente environ 67 % du PIB de la CEDEAO, tandis que les cinq pays membres les plus petits, pris ensemble, y contribuent à moins de 2 %.

Les disparités démographiques sont à peine moins marquées. À eux trois, le Nigéria, le Ghana et la Côte d'Ivoire rassemblent 67 % des 350 millions d'habitants de la CEDEAO, alors que la population combinée de six autres pays du groupe, abritant chacun une population de moins de 10 millions de personnes, n'en représente que 7 %.

Les pays de la région présentent également des structures économiques différentes. Il y a, d'une part, des exportateurs et, d'autre part, des importateurs de pétrole. De nombreux pays sont tributaires des secteurs agricole et extractif pour la plus grande part de leur PIB et de leurs exportations, alors que d'autres ont un secteur manufacturier.

Ces différences expliquent pourquoi la croissance du PIB et l'inflation ne suivent pas la même évolution d'un pays à l'autre. L'évolution de la croissance du PIB et de l'inflation dans les pays de la CEDEAO tient en grande partie aux variations des prix relatifs des exportations et des importations, mais ces chocs dits des termes de l'échange ne sont pas symétriques à l'échelle de la région. Par exemple, l'effet d'une variation des cours du pétrole ne sera absolument pas le même pour le Nigéria, qui en exporte, et pour les pays importateurs.

Ces disparités représentent des défis techniques à la création et à la gouvernance d'une union monétaire à 15 pays. Comme les pays membres présentent des structures productives et économiques différentes, la disparition du mécanisme d'ajustement que représentent une monnaie propre et une politique monétaire indépendante signifie que c'est désormais aux politiques fiscale et budgétaire qu'incombe la lourde tâche d'assurer la stabilité de l'économie. Des chocs tels que la pandémie de COVID-19, en soumettant les pays de la région à divers types de tensions, révèlent les difficultés qu'entraînerait la perte d'un levier essentiel de la

politique économique. Ainsi, le Nigéria a pâti beaucoup plus que d'autres pays de l'effondrement initial des cours du pétrole au début de la pandémie.

Par ailleurs, huit pays de la CEDEAO, largement francophones (le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo) font déjà partie d'une union monétaire, l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA). Ils ont mis en commun leur politique monétaire et leur monnaie, le franc CFA, qui est arrimé à l'euro. Si cette union monétaire fonctionne bien, c'est en partie parce que ses membres présentent une structure économique analogue et parce qu'ils gagnent à partager une banque centrale commune du fait de leur petite taille.

La plus grande disparité des pays de la CEDEAO dresse plusieurs obstacles techniques, opérationnels et politiques au bon fonctionnement et à la pérennité d'une union monétaire capable de bénéficier à l'ensemble de la région. D'aucuns en appellent à la création d'une union monétaire panafricaine. Les obstacles à un tel projet sont encore plus considérables que ceux que nous avons décrits, car les disparités entre pays sont encore plus prononcées à l'échelle du continent entier.

Pour autant, il convient de reconnaître que les pays de la région CEDEAO sont déjà dans un processus d'intégration par la circulation des personnes, des biens et des services. Une autre manière d'aborder les questions évoquées plus haut consiste à montrer que ces pays peuvent trouver des moyens de rendre cette intégration à la fois plus solide et plus étroite.

Resserrer les liens

La ZLECAf, qui en février 2021 a déjà fait l'objet d'une ratification formelle de la part de 36 des 54 pays signataires, abaisse considérablement les barrières tarifaires et non tarifaires à la libre circulation des matières premières, des biens et des services entre les pays africains. Cet accord permet à l'Afrique de parler d'une seule voix pour aborder les questions liées au commerce mondial dans les forums multilatéraux. La ZLECAf va promouvoir l'intégration entre les pays de la CEDEAO et resserrer leurs liens commerciaux avec les autres pays du continent.

La CEDEAO a également pris des mesures pour promouvoir l'intégration de ses membres par les échanges commerciaux, notamment en adoptant le Schéma de libéralisation des échanges et en mettant en place un tarif extérieur commun en 2015. Mais certaines barrières subsistent : les pays prélèvent des droits de douane de manière inégale, tout en laissant en place d'autres entraves aux échanges transfrontaliers. On observe un certain nombre d'avancées : les autorités nationales ont pris des mesures intérieures pour éliminer les entraves aux échanges commerciaux, que viennent compléter des initiatives en cours au niveau régional. Mais il reste encore des choses à faire pour supprimer les barrières explicites et implicites aux échanges dans la région.

Cette intégration sur le plan commercial bénéficierait à la région, en réduisant les obstacles aux flux transfrontaliers de biens,

de capitaux et de main-d'œuvre, et ouvrirait la voie à la création éventuelle d'une union monétaire. Bien entendu, la libéralisation des flux comporte des coûts, dans la mesure où elle peut compliquer la prise de décision au niveau national. La circulation sans frein des capitaux au sein d'une région peut alimenter des alternances d'expansion et de récession dans certains pays, notamment sur le marché immobilier et d'autres marchés d'actifs. En outre, la circulation d'un pays à l'autre de la région CEDEAO de travailleurs en quête de meilleures perspectives économiques peut causer des tensions sociales et politiques.

Étapes vers une intégration plus poussée

Il appartient aux dirigeants de la région CEDEAO de déterminer quel degré d'union économique est nécessaire pour assurer la stabilité d'une union monétaire. L'expérience de la zone euro est riche d'enseignements, pour les pays de la CEDEAO comme pour le reste de l'Afrique. De considérables transferts budgétaires nets au bénéfice des pays les plus fragiles, en particulier pendant et après la crise de la dette souveraine dans la zone euro, ont entraîné de graves tensions politiques et économiques qui ont failli provoquer le déchirement de l'union monétaire. Étant donné que les réglementations bancaires n'étaient pas les mêmes d'un pays à l'autre, les difficultés systémiques que traversait la zone euro se sont compliquées de problèmes propres aux systèmes financiers de certains pays, soumis pour leurs emprunts à d'importants écarts de taux.

Bien entendu, une union économique parfaite n'est pas indispensable au bon fonctionnement d'une union monétaire. Mais, faute de convergence sur le plan macroéconomique et à moins de s'appuyer sur une solide armature institutionnelle, une union partielle est susceptible d'entraîner de très graves tensions. Par exemple, si des mécanismes correcteurs (comme le rééquilibrage des flux de main-d'œuvre et de capitaux) ne sont pas là pour les compenser, les différentiels de croissance de la productivité entre les pays peuvent nécessiter des transferts budgétaires à l'origine de tensions politiques. Les tensions existant au sein de la zone euro entre les principaux pays et ceux en proie à des difficultés économiques témoignent de ce problème.

D'autres difficultés remettent en cause à la fois la solidité, la pérennité et la juste répartition de la croissance dans la région CEDEAO, que l'on se trouve ou non en présence d'une union monétaire. Le développement et l'intégration des marchés financiers régionaux en sont un exemple, notamment pour ce qui concerne les marchés des obligations souveraines et d'entreprises et les marchés monétaires. De plus, il importe d'accroître l'inclusion financière, c'est-à-dire de rendre les services financiers accessibles à davantage de gens, que ce soit par des biais traditionnels ou en s'appuyant sur les nouvelles technologies, comme les services bancaires mobiles. La réglementation coordonnée des marchés financiers est également judicieuse, notamment pour ce qui se rapporte aux banques et aux établissements financiers non bancaires, dont les liens sont devenus de plus en plus étroits dans la région.

La création d'une monnaie unique à l'échelle de la CEDEAO serait une entreprise majeure, ambitieuse et avantageuse à bien des égards.

La construction d'une solide armature institutionnelle s'impose au niveau régional. Celle-ci passe par un élément essentiel, à savoir l'uniformisation des réglementations portant sur les transactions courantes et les opérations en capital, pour faciliter la libre circulation des biens, des services et des capitaux. Les échanges commerciaux au sein de la région seraient également rendus plus aisés par la mise en place d'un système de paiement régional qui soit bien intégré avec les systèmes de paiement nationaux et internationaux et qui assure le règlement rapide des transactions transfrontalières. L'harmonisation de la surveillance et de la réglementation bancaires, aux fins d'appréhender à la fois les risques propres à un établissement en particulier et les risques systémiques, revêt également un caractère prioritaire.

Un mécanisme régional assurant la collecte efficace de données macroéconomiques et financières, associé à un dispositif de surveillance multilatérale des politiques conduites par les pays de la CEDEAO, pourrait aider les pays à respecter une discipline collective, même lorsque des pressions s'exercent au niveau national dans le sens d'un assouplissement des politiques. Un mécanisme de mise en commun des risques, permettant de faire face à des chocs externes affectant certains pays davantage que d'autres (comme des chocs sur le cours des produits de base, ou des événements de nature exceptionnelle comme la COVID-19), aurait lui aussi son utilité.

Autres approches possibles

Il convient également d'envisager des démarches de nature différente pour mieux intégrer les pays de la région sur le plan commercial et financier. Ainsi, les pays asiatiques ont conclu entre eux de nombreux accords commerciaux et financiers, sans pour autant renoncer à leur autonomie en matière de politique monétaire. Certains mécanismes de partage des risques au niveau régional, tels que l'Initiative de Chiang Mai, qui prévoit la mise en commun par les pays participants de leurs réserves de change, remplissent certaines fonctions que se propose d'assumer une union monétaire.

La question reste ouverte de savoir si de tels accords commerciaux et financiers à l'échelle régionale seraient aussi avantageux qu'une union monétaire pour ce qui concerne les flux des échanges et l'approfondissement de l'intégration économique. Quoi qu'il en soit, l'expérience européenne a montré qu'il était imprudent de se précipiter pour mettre en place une union monétaire : celle-ci a certes favorisé l'accroissement des échanges et des investissements, mais a également suscité des tensions politico-économiques entre les différents membres de la zone euro. De plus, à la lumière de l'expérience asiatique et des avancées permises par l'établissement de la ZLECAf,

il est opportun de se demander si un ensemble d'accords de nature à encourager l'intégration commerciale et financière ne représenterait pas un préliminaire utile, voire nécessaire, à l'établissement d'une union monétaire plus pérenne et plus robuste à l'échelle de la CEDEAO.

La voie à suivre

Les dirigeants de la CEDEAO doivent bien avoir conscience que les coûts, les difficultés opérationnelles et les risques transitionnels attachés à la mise en place d'une union monétaire ne sont pas négligeables. Les différences de structure productive et économique entre pays membres signifient que l'abandon de l'indépendance monétaire fait peser un poids considérable sur les autres instruments de politique économique dans chaque pays.

L'expérience récente de la zone euro révèle qu'une zone monétaire forte suppose une union économique poussée, dotée notamment d'une union bancaire, d'un système unifié de réglementation financière et d'institutions harmonisées qui encadrent le fonctionnement des marchés du travail et des biens. Il s'agit là de considérations à long terme pour les dirigeants de la CEDEAO. Pour encourager une croissance forte et pérenne et en répartir plus équitablement les fruits au sein de la CEDEAO, il est également nécessaire de développer et d'intégrer les marchés financiers au niveau régional et d'accroître l'inclusion financière en s'appuyant à la fois sur les méthodes traditionnelles et les nouvelles technologies.

La création d'une monnaie unique à l'échelle de la CEDEAO serait une entreprise majeure, ambitieuse et avantageuse à bien des égards. Si les dirigeants sont déterminés à donner à leurs politiques et à leurs institutions une armature solide leur permettant d'arbitrer judicieusement entre les bénéfices et les risques, le bien-être et la prospérité des pays de la CEDEAO s'en trouveraient renforcés.

La pandémie de COVID-19 a relancé le débat en Afrique sur le rôle des instruments monétaires dans la gestion de la crise et va certainement raviver l'intérêt pour la création d'un Fonds monétaire africain. Si une telle organisation voyait le jour, les enseignements tirés de l'expérience de la CEDEAO lui seraient extrêmement précieux. **FD**

ESWAR PRASAD enseigne à l'Université Cornell et occupe le poste de chercheur principal à la Brookings Institution. **VERA SONGWE** travaille à l'Organisation des Nations Unies comme sous-secrétaire générale et secrétaire exécutive de la Commission économique pour l'Afrique ; elle est par ailleurs associée non résidente à la Brookings Institution.

Le présent article s'inspire largement d'un ouvrage à paraître des mêmes auteurs, *A Single Currency for West Africa: A Driver of Regional Integration?* Brookings Institution Press, juillet 2021.



INÉGALITÉS ET TAUX D'INTÉRÊT



Les banques centrales doivent mieux expliquer les effets de la politique monétaire sur la répartition des richesses

Nina Budina, Chiara Fratto, Deniz Igan
et Hélène Poirson

Pour contrer les effets économiques de la pandémie de COVID-19, les banques centrales du monde entier ont considérablement assoupli leur politique monétaire, notamment en baissant les taux d'intérêt et en procédant à des achats d'actifs. Cette orientation accommodante de la politique monétaire a permis d'atténuer les répercussions de la pandémie sur l'économie. En revanche, la question de savoir si ces politiques ont également pour effet de creuser les inégalités n'a pas encore été tranchée. Certains considèrent que la politique monétaire a permis aux marchés boursiers de remonter des profondeurs où la pandémie les avait plongés, ce qui, à première vue, est surtout une bonne nouvelle pour les riches. Pourtant, l'assouplissement monétaire est également susceptible de réduire les inégalités, notamment parce que le faible niveau des taux d'intérêt peut encourager les petites entreprises à emprunter et à embaucher.

Qu'en est-il, en fin de compte ? L'assouplissement de la politique monétaire accentue-t-il ou bien réduit-il les inégalités ?

La famille Sampson

Bien souvent les débats portant sur la politique monétaire sont plutôt abstraits ; aussi allons-nous traiter la question sous un angle plus personnel. Si la banque centrale de votre pays choisit d'assouplir sa politique monétaire, qu'est-ce que cela signifie concrètement pour vous ? Cela va-t-il améliorer ou détériorer votre situation financière ? Allez-vous mieux ou moins bien vous en sortir que d'autres ? La réponse à cette question dépend avant tout de vos revenus, de votre patrimoine, de votre épargne et du niveau de votre endettement.

Prenons l'exemple des Sampson, une famille imaginaire composée de Lisa, jeune femme d'une vingtaine d'années, de ses parents Margarita et Homero, et de son oncle Arturo, la cinquantaine, comptable de son État. Comment l'assouplissement de la politique monétaire affecte-t-il leurs situations respectives ?

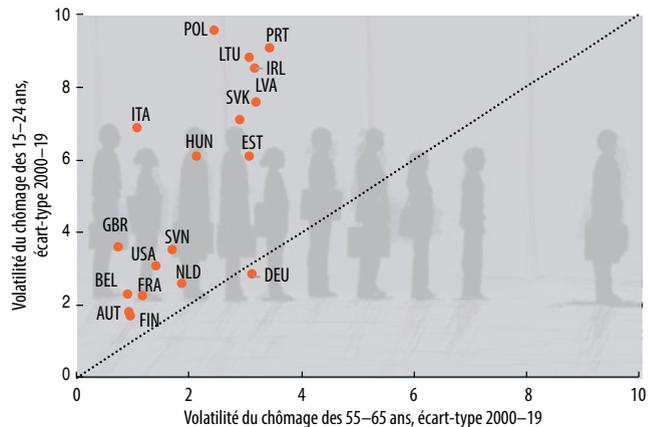
Commençons par Lisa, qui travaille comme serveuse pour financer ses études d'infirmière. À ce stade de son parcours, Lisa est une travailleuse peu qualifiée dont la rémunération est moins élevée que celle de travailleurs plus âgés, mieux formés et plus expérimentés, comme son oncle Arturo. Par ailleurs, Lisa a plus de risque de perdre son emploi pendant une récession que des travailleurs plus âgés et donc de se retrouver au chômage (graphique 1).

La bonne nouvelle pour Lisa est que l'assouplissement monétaire réduit les pertes d'emploi en période de récession. L'assouplissement monétaire produit des effets bénéfiques pour l'activité économique par le canal des revenus du travail, ce qui bénéficie en premier lieu aux travailleurs les plus jeunes, les moins expérimentés et les moins bien payés, qui sont souvent les premiers à perdre leur emploi lors d'une récession. Sans assouplissement monétaire, Lisa aurait plus de risque de perdre son emploi, ce qui accentuerait l'écart

Graphique 1

Les jeunes

Les jeunes ont plus de risques de perdre leur emploi que les personnes plus âgées.



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques ; calculs des services du FMI.

Note : Les jeunes, qui généralement gagnent moins d'argent, risquent davantage de se retrouver sans emploi, car le chômage des jeunes est plus sensible aux cycles économiques. Les codes de pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO).

salarial qui la sépare de son oncle. Même si elle avait retrouvé un nouvel emploi, celui-ci aurait sans doute été de nature précaire, relevant, par exemple, d'un contrat court assorti d'avantages sociaux limités.

Examinons désormais le cas d'Arturo, salarié, propriétaire et détenteur d'obligations et d'actions qui lui procurent un revenu du capital. Une baisse des taux d'intérêt ferait augmenter les revenus de son capital et l'avantagerait donc par le canal de la composition des revenus ; par ailleurs, l'augmentation de la valeur de ses placements en obligations, en actions et dans l'immobilier enrichirait Arturo par l'intermédiaire du canal du bilan. Lisa, en revanche, ne bénéficierait pas directement d'une hausse des revenus du capital, ni d'une augmentation de la valeur des actifs, dans la mesure où elle ne détient aucun patrimoine.

Enfin, penchons-nous sur le cas de Margarita et Homero, qui ont épargné toute leur vie durant, et qui tirent leurs revenus de leurs pensions de retraite et de la rémunération de leur épargne bancaire. Ce sont des épargnants nets. Lisa, quant à elle, a souscrit des prêts pour financer ses études et l'achat d'une voiture : c'est donc une emprunteuse nette. Une baisse des taux d'intérêt serait avantageuse pour Lisa, car elle devrait alors moins d'argent à sa banque au titre des paiements d'intérêts, soit qu'elle ait souscrit à un prêt à taux variable (et dont le taux s'ajusterait alors à la baisse), soit qu'elle puisse se refinancer à un taux plus favorable. En revanche, Margarita et Homero seraient perdants, car la baisse des taux d'intérêt réduirait la rémunération de leurs dépôts bancaires (ils pourraient même voir leurs revenus

chuter en termes réels dans le cas où l'assouplissement monétaire aurait des effets inflationnistes). Les revenus de leur retraite risqueraient également de baisser en termes réels.

Toutes choses égales par ailleurs, l'assouplissement de la politique monétaire tend à défavoriser les épargnants peu endettés et titulaires d'importants dépôts bancaires et à favoriser les emprunteurs nets (Auclert, 2019). En d'autres termes, un assouplissement monétaire redistribue les richesses des épargnants vers les emprunteurs : c'est ce qu'on appelle le canal de la redistribution de l'épargne.

Gagnants et perdants

L'impact net d'un assouplissement monétaire sur la situation de la famille Sampson s'obtient en faisant la somme des effets transmis par les différents canaux que nous avons décrits, et qui sont tantôt favorables, tantôt défavorables, selon que l'on se place du point de vue de Lisa, de ses parents ou de son oncle.

Ainsi, Lisa aurait à gagner à un assouplissement monétaire, par l'intermédiaire des revenus de son travail et de l'allègement du remboursement de sa dette, mais ne bénéficierait pas directement de la hausse du prix des actifs.

Arturo bénéficierait, quant à lui, de l'augmentation des revenus de son travail et de son capital ; par contre, s'il était épargnant net, il pâtirait d'une baisse de ses revenus d'intérêts. Les pertes encourues par Margarita et Homero du fait de la baisse de rémunération de leur épargne pourraient être compensées par l'appréciation de la valeur de leur maison, voire par le fait qu'ils n'auraient plus à soutenir financièrement leur fille, auparavant en difficulté mais désormais

indépendante, dans le cas où la politique monétaire suivie permettrait de pérenniser son emploi.

Différents canaux de transmission

Comme nous l'a montré l'exemple des Sampson, l'ampleur des effets redistributifs de l'assouplissement monétaire dépend de l'importance relative de ses différents canaux de transmission, par ailleurs susceptible de varier d'un pays à l'autre.

Ainsi, dans les pays présentant un niveau élevé d'inclusion financière, les ménages pauvres ont plus facilement accès au crédit et ont plus de chance de se voir accorder des prêts immobiliers, et donc de tirer parti de la baisse des taux d'intérêt. Dans d'autres pays, les gens paient généralement leur maison comptant et n'auraient donc rien à gagner à une baisse des taux. Dans les pays dont le système financier est dominé par les banques, les personnes qui détiennent leur épargne sous forme de dépôts bancaires et n'ont pas souscrit d'emprunt pourraient pâtir de l'assouplissement monétaire par l'intermédiaire du canal de redistribution de l'épargne. Dans les pays présentant un niveau de protection sociale élevé, la baisse du risque de chômage pour les travailleurs à revenu modeste découlant de l'assouplissement monétaire pourrait être moins sensible que dans les pays où la protection sociale est plus restreinte.

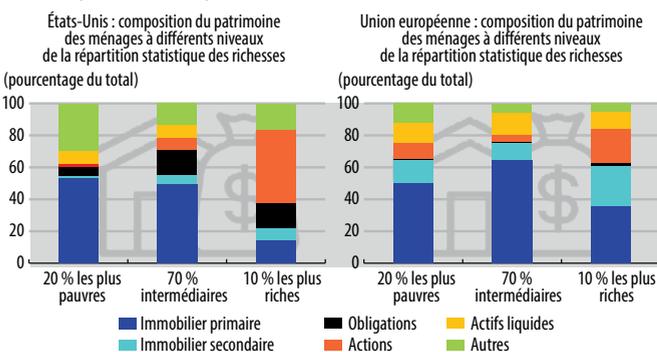
Dans les pays de l'Union européenne et aux États-Unis, l'impact du canal du bilan sur les inégalités est susceptible de varier en fonction des types d'actifs détenus par les particuliers. Les revenus du capital ont en général plus d'importance pour les ménages les plus fortunés, qui détiennent davantage d'actifs financiers. C'est surtout vrai aux États-Unis, où près des deux tiers des actifs détenus par les 10 % les plus riches prennent la forme d'obligations (16 %) et d'actions (46 %) (graphique 2). En dehors de cette catégorie de la population, la majorité des ménages aux États-Unis, ainsi que dans les pays de l'Union européenne, détiennent la plus grande part de leurs actifs sous forme de biens immobiliers. Cela signifie que l'impact de l'assouplissement monétaire est susceptible d'avoir des effets plus équitables par l'intermédiaire des prix de l'immobilier que via les revenus du capital ; en outre, les personnes ayant souscrit des prêts immobiliers bénéficient de la baisse du montant de leurs remboursements.

Des études (antérieures à la pandémie de COVID-19) portant sur l'effet combiné de plusieurs des canaux décrits ci-dessus ont montré que, dans l'ensemble, les effets redistributifs nets d'un assouplissement transitoire de la politique monétaire étaient variables et souvent négligeables sur le plan économique ; elles ont aussi mis en évidence des disparités entre les pays et en fonction du caractère conventionnel (baisse des taux d'intérêt) ou non conventionnel (achats d'actifs) de la politique monétaire mise en œuvre. Aux États-Unis, par exemple, un assouplissement monétaire est suivi d'une augmentation des inégalités de revenu

Graphique 2

De l'importance de ce que l'on possède

Les individus possèdent différents types d'actifs en fonction du rang qu'ils occupent dans la répartition statistique des richesses.



Sources : enquête sur les finances et la consommation des ménages de l'Union européenne (2016) ; enquête sur la situation financière des consommateurs aux États-Unis (2016) ; calculs des services du FMI.

Note : Les pays de l'Union européenne concernés par l'enquête sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, Chypre, l'Espagne, l'Estonie, la Finlande, la France, la Grèce, la Hongrie, l'Irlande, l'Italie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, les Pays-Bas, la Pologne, le Portugal, la République slovaque et la Slovaquie.

et d'une diminution des inégalités de consommation, mais ces effets sont modestes et peu durables (Kaplan, Moll et Violante, 2018).

L'enjeu principal

Étant donné le creusement des inégalités de revenu et de patrimoine et le peu de marge de manœuvre budgétaire dont disposent de nombreux pays, la lutte contre les inégalités doit-elle passer davantage par la politique monétaire ?

La difficulté réside en ce que la politique monétaire est un instrument imprécis et peu adapté pour remédier à la situation particulière de tel ou tel groupe socioéconomique ou catégorie de la population. Par ailleurs, assigner cet objectif supplémentaire aux banques centrales pourrait remettre en cause l'efficacité de la politique monétaire, dans la mesure où la lutte contre les inégalités risque d'entrer en conflit avec les objectifs de stabilité des prix et de la production. D'autres intervenants, au premier chef l'État, sont mieux outillés pour traiter les questions liées à l'augmentation des inégalités, puisqu'il s'agit de tendances de long terme déterminées par des facteurs structurels ; en outre, seuls des instruments suffisamment précis permettent de cibler des couches distinctes de la population.

Les banques centrales, en se consacrant pleinement à leur fonction première, auront les mains libres pour faire ce qu'elles font le mieux, à savoir prendre des mesures adaptées pour contrer les ralentissements de l'économie, protéger l'emploi et garantir la stabilité des prix. En parallèle, les banques centrales doivent faire évoluer leurs cadres stratégiques existants pour mieux appréhender et prendre en compte les différences entre ménages, notamment en modélisant et en analysant la distribution des revenus et du patrimoine, qui influe sur la transmission de la politique monétaire.

En outre, en menant de front une politique de soutien budgétaire, des réformes structurelles et un assouplissement monétaire, il est possible d'améliorer à la fois la situation macroéconomique et la distribution des richesses. Couplé à une série bien ordonnée de réformes structurelles (notamment des politiques actives du marché du travail, par exemple s'agissant de l'aide à la recherche d'emploi et de la requalification professionnelle), un soutien budgétaire ciblé est l'instrument idéal pour combattre l'augmentation des inégalités et prêter main forte aux oubliés de la transformation de l'économie.

Les banques centrales ont un rôle essentiel à jouer pour traiter la question des inégalités, y compris pendant la pandémie de COVID-19 : elles doivent clairement faire connaître les effets, positifs comme négatifs, de la politique monétaire sur la répartition des richesses, en faisant usage de plusieurs canaux de communication (discours de banquiers centraux, rapports officiels et événements de sensibilisation auprès du public). Elles doivent expliquer dans quelle mesure leurs politiques sont susceptibles d'accroître le bien-être collectif en améliorant les perspectives d'emploi des plus modestes

et en réduisant les inégalités de consommation. Une communication claire est essentielle pour faire comprendre de quels leviers disposent les banques centrales en vertu de leur mandat et pour inspirer confiance aux citoyens.

Les principales banques centrales ont commencé à évoquer de manière explicite les effets de leurs politiques sur la répartition des richesses (Carney, 2016 ; Lane, 2019). La Réserve fédérale des États-Unis a ainsi récemment révisé son mandat, qui vise désormais notamment à favoriser un niveau d'emploi maximal dans l'ensemble de la population et à faire en sorte que la politique de relance monétaire bénéficie davantage aux plus modestes.

Après la COVID-19

La pandémie a des conséquences majeures sur la répartition des richesses, ce qui alimente les débats autour de la question des inégalités, y compris pour ce qui concerne l'action des banques centrales. L'importance relative des différents canaux par lesquels la politique monétaire affecte les inégalités est susceptible d'évoluer si la pandémie modifie de manière durable la répartition des revenus et du patrimoine.

Assurer la stabilité macroéconomique demeure certes la fonction première des banques centrales, mais celles-ci doivent également faire connaître, mesurer et analyser les effets redistributifs de la politique monétaire. Les banques centrales doivent également mettre en évidence l'accroissement général du bien-être que permet la politique monétaire (en dépit de ses possibles effets redistributifs) en expliquant quelle serait la situation si elles s'abstenaient d'intervenir. Enfin, les banques centrales doivent expliquer que la hausse durable des inégalités et la baisse à long terme des taux d'intérêt sont largement le produit de facteurs structurels, que seules d'autres politiques publiques sont à même d'influencer. **FD**

NINA BUDINA est économiste principale et **HÉLÈNE POIRSON** est cheffe de division adjointe, toutes deux au département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI. **CHIARA FRATTO** est économiste au département Hémisphère occidental du FMI. **DENIZ IGAN** est chef de division au département des études du FMI.

Cet article s'appuie sur les conclusions d'un récent document de travail du FMI (« Distributional Effects of Monetary Policy ») rédigé par les auteurs du présent article et par Valentina Bonifacio, Luis Brandao-Marques, Balazs Csonot, Philipp Engler, Davide Furceri, Rui Mano, Machiko Narita, Murad Omoev et Gurnain Pasricha.

Bibliographie :

- Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.
- Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism." Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, UK, December 5.
- Kaplan, G., B. Moll, and G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 108 (3): 697–743.
- Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy." Speech at the Central Bank of Ireland/ECB Conference on Household Finance and Consumption, Dublin, December 16.
- Tzamourani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households." *European Economic Review* 132 (February): 103643.

Risque et rentabilité : la quête de rendement

Lorsque les taux de rentabilité sont bas, les investisseurs sont tentés de prendre des risques, ce qui peut être source d'instabilité économique et financière

Jay Surti



LORSQUE LES TAUX D'INTÉRÊT sont élevés et que l'inflation est faible, investir est un jeu d'enfant : les épargnants peuvent facilement obtenir du rendement en achetant des bons du Trésor ou en réalisant d'autres placements sans risque du même type. En revanche, cela devient beaucoup plus difficile lorsque les taux d'intérêt sont bas, comme c'est le cas dans la plupart des pays avancés depuis la crise financière mondiale de 2008–09, voire depuis plus longtemps pour certains d'entre eux. Lassés par des taux d'intérêt nuls ou quasi nuls et espérant de meilleurs rendements, les épargnants peuvent alors être tentés par des actifs ou des stratégies plus risqués. C'est ce que les économistes appellent la quête de rendement.

Les investisseurs individuels peuvent ainsi être amenés à placer en bourse une partie de l'argent se trouvant sur leurs comptes épargne. Les entreprises peuvent chercher à accroître leurs revenus en empruntant à peu de frais pour réaliser des investissements spéculatifs. Les établissements financiers, comme les banques et les compagnies d'assurance, peuvent être amenés à faire des paris risqués pour continuer à réaliser des bénéfices, voire pour survivre. Or des portefeuilles plus risqués sont plus susceptibles d'essuyer des pertes. L'augmentation de leur endettement place les entreprises dans une position plus précaire lorsqu'elles doivent faire face à des chocs défavorables. Il en résulte une vulnérabilité institutionnelle accrue et une probabilité plus élevée d'instabilité économique et financière.

Actifs sûrs et actifs risqués

Tous les acteurs de l'économie n'ont pas la même aptitude ni la même appétence pour le risque : les ménages, les entreprises et les établissements financiers réagissent différemment. Néanmoins, tous subissent l'influence des mêmes facteurs. Le taux d'intérêt à l'équilibre des bons du Trésor, qui assure l'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie, revêt à cet égard une importance fondamentale. Le rendement de cet actif sûr influe sur la rentabilité d'autres investissements, comme les obligations d'État à long terme, les dépôts auprès des banques et les obligations et actions d'entreprises. Les rendements de ces actifs plus risqués ont tendance à évoluer dans la même direction que celui des bons du Trésor, à la hausse comme à la baisse.

La quête de rendement est d'autant plus tentante que la rentabilité des actifs peu risqués chute à des niveaux très bas pendant une période prolongée, comme c'est le cas au Japon et dans plusieurs pays européens depuis une vingtaine d'années. Cette situation se traduit par une rémunération plus faible de l'épargne des ménages, qui s'enrichissent plus lentement. Les aspirations qui jalonnent la vie d'un foyer, comme l'achat d'un logement, la constitution d'une épargne-retraite sécurisée ou la transmission d'un patrimoine à ses enfants, deviennent plus difficiles à réaliser.

Les ménages cherchent alors à compenser cette situation en réduisant leurs dépenses pour accroître leur épargne. (Le Japon est une exception notable, car les ménages plus âgés et plus aisés ont moins besoin d'augmenter leur épargne de précaution et sont plus disposés à rechercher du rendement, ce qui les a amenés à investir dans des obligations et des actions à haut risque des pays émergents.) La baisse de l'endettement et de la consommation des ménages réduit la demande pour les biens et services produits par les entreprises, qui voient alors leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices fondre. Le secteur financier n'est pas épargné ; les banques accordent moins de prêts aux ménages. Les taux d'intérêt tombant à des niveaux très bas, la différence entre les taux débiteurs et créditeurs des banques s'amenuise. Tous ces facteurs contribuent à éroder les bénéfices des banques.

Les stratégies de quête de rendement

Généralement, les entreprises cherchent à compenser le déficit de consommation causé par le surcroît d'épargne des ménages en profitant de la faiblesse des taux d'intérêt pour financer par l'emprunt des investissements très rentables mais aussi très risqués. Elles le font habituellement de deux manières : elles peuvent investir dans des instruments financiers à rendement élevé, ou

étendre leurs activités à de nouveaux secteurs économiques ou à de nouveaux pays, par l'ouverture de filiales ou par l'achat d'entreprises existantes. La part de l'endettement dans ce type de transaction a tendance à être plus élevée, et celle des bénéfices non distribués ou d'autres ressources propres des entreprises à être plus faible que lorsqu'une telle expansion découle naturellement d'une forte croissance économique et de bénéfices élevés.

Tout comme les entreprises, les établissements financiers adoptent plusieurs stratégies dans leur quête de rendement. Les grandes banques peuvent étendre leurs activités à des pays où la croissance est plus dynamique et les investissements plus rentables. Les banques de taille intermédiaire sont susceptibles d'étendre leurs activités à de nouveaux secteurs ou de nouvelles régions du pays où elles sont établies, afin de gagner des parts de marchés au détriment de petits établissements de crédit actifs à l'échelle locale. Les petites banques, pour leur part, peuvent fusionner ou bien nouer des partenariats entre elles ou avec des banques de taille intermédiaire, afin de se protéger de la concurrence.

A priori, les économistes ne voient pas d'un mauvais œil que les acteurs économiques prennent des risques pour accroître leurs revenus : certains individus ou entités s'y prennent mieux que d'autres, et la prise de risque n'est pas forcément une menace pour la croissance économique et la stabilité financière. Cependant, les stratégies de quête de rendement peuvent affecter l'ensemble du système économique si elles sont massivement adoptées par les entreprises et les établissements financiers. C'est de cela que doivent se préoccuper les dirigeants.

Risques pour l'économie

La quête de rendement peut augmenter la probabilité que des récessions soient à la fois plus graves et plus durables. En cas de chocs économiques défavorables, les entreprises lourdement endettées peuvent être contraintes de réduire leurs investissements dans des proportions plus importantes et plus longtemps que si elles n'avaient pas de dettes. Le revenu national et la croissance économique s'en trouvent amoindris. Certaines de ces entreprises pourraient faire défaut sur leurs emprunts, au détriment des bénéfices des banques, qui verraient alors leur capacité de prêt se réduire, ce qui nuirait encore davantage à la croissance économique. Certaines banques risqueraient même de ne pas survivre à une telle situation.

Les entreprises s'étant endettées pour financer des acquisitions risquées s'exposent à de nouveaux risques dont la gestion est malaisée. Une entreprise établie aux États-Unis et empruntant dans ce pays pour étendre ses activités à l'étranger s'expose à un risque non négligeable de fluctuation du taux de change ; il en va de même d'une entreprise d'un pays émergent qui emprunterait aux États-Unis pour s'agrandir dans son pays. Puisque ces deux entreprises sont tenues de rembourser le principal et les intérêts en dollars, mais qu'elles tirent de leurs activités des revenus en devises, une appréciation du dollar pourrait considérablement renchérir leurs remboursements. Certaines entreprises ont recours aux marchés financiers pour se prémunir

contre un tel risque, mais trouvent cette méthode trop onéreuse pour leur permettre de se couvrir entièrement. Lorsque les entreprises essuient des pertes, celles-ci peuvent être considérables.

Étant donné que le dollar est une monnaie de financement mondiale, les incitations à la quête de rendement découlant de longues périodes de faibles taux d'intérêt aux États-Unis ne se limitent pas aux banques et aux entreprises américaines. Les entreprises étrangères sont également susceptibles d'emprunter aux États-Unis pour investir dans leur propre pays dans l'espoir d'un rendement supérieur. Ces opérations spéculatives sur écarts de rendement présentent un risque financier, dans la mesure où un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis (ou un choc survenant dans le pays de l'entreprise emprunteuse) pourrait entraîner des pertes en raison de l'appréciation du dollar. Lors de l'épisode dit du « taper tantrum » de 2013, de grandes entreprises de pays émergents ayant voulu profiter des écarts de rendement ont essuyé des pertes en raison de l'appréciation du dollar. Ces pertes se sont révélées suffisamment importantes pour entamer la valorisation boursière de ces entreprises. Dans certains cas, les pertes encourues par ces entreprises ont fait augmenter la volatilité des marchés financiers des pays où elles étaient établies.

Faute de se préparer aux nouveaux défis liés à la gestion de leurs risques, les banques qui choisissent d'étendre leurs activités à l'étranger pourraient aller au-devant de pertes. Ainsi, le siège d'une banque peut juger que la meilleure manière de procéder pour étendre ses activités à l'étranger consiste à déléguer certaines décisions opérationnelles à des responsables locaux. Or, dans ce cas, la banque se trouve face à une nouvelle difficulté : il lui faut en effet trouver une méthode efficace pour inciter ces dirigeants locaux à obtenir de bons résultats. Elle peut alors être tentée de conditionner leur rémunération et leur avancement à l'obtention d'un rendement trop élevé pour être réaliste, quitte à les inciter à prendre trop de risques.

Enfin, la consolidation du secteur bancaire, qu'elle s'effectue par la fusion des petites banques ou par leur acquisition par les plus grandes, est susceptible d'entraver la concurrence. Cela pourrait faire augmenter les coûts de l'emprunt, en particulier pour les ménages et les petites entreprises, qui auraient alors respectivement plus de mal à consommer et à investir, ce qui porterait gravement atteinte à la croissance inclusive.

Pour autant, la quête de rendement peut également présenter des avantages. Lorsque des paris risqués s'avèrent payants, ils font augmenter les revenus de l'épargne et des investissements, dans un contexte de taux d'intérêt faibles peu propice à la rentabilité. Ils permettent également aux capitaux d'irriguer de nouveaux marchés. Mais les dirigeants doivent être vigilants, notamment s'agissant du danger que représentent les investissements spéculatifs financés par l'endettement. Certains paris vont immanquablement se solder par des pertes, au risque de causer de graves conséquences pour la stabilité économique et financière. **FD**

JAY SURTI est chef de division adjoint au département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.



Citoyenneté *à vendre*

Les programmes prévoyant d'accorder des passeports en l'échange d'investissements comportent des risques du point de vue de l'intégrité financière, contre lesquels il convient de se prémunir

**Francisca Fernando, Jonathan Pampolina
et Robin Sykes**



À l'heure où les pays ferment leurs frontières pour freiner la propagation de la COVID-19, l'idée de posséder un second passeport est de plus en plus séduisante, pour ceux qui en ont les moyens. La pandémie a suscité un surcroît d'intérêt pour ce phénomène, qui en soi n'a rien de nouveau : plusieurs pays ont en effet mis en place des programmes de « passeports dorés » par le passé. Il faut compter entre 100 000 et 2,5 millions de dollars pour se payer une nouvelle nationalité ; dans certains cas, la délivrance du passeport intervient après seulement 30 jours. Antigua-et-Barbuda, Chypre, Grenade, la Jordanie, Malte, Saint-Kitts-et-Nevis et le Vanuatu font partie de la longue liste de pays ayant proposé de telles transactions.

Les statistiques sur la vente de passeports sont rares, en raison de la relative opacité de ce type de dispositifs. On sait en revanche que les sociétés proposant ce type de services ont enregistré une hausse de la demande de passeports dans le contexte de la pandémie. Le nombre de ressortissants fortunés de pays avancés ayant fait une démarche en ce sens est monté en flèche. La demande est d'autant plus forte que certains pays proposent des rabais.

Posséder un second passeport est avantageux à bien des égards : cela permet de voyager librement, sans avoir besoin de visa, et de se soustraire aux persécutions politiques, aux conflits ou à l'agitation sociale ; cela peut également présenter des avantages fiscaux et en matière de gestion de fortune. D'ordinaire, ce sont les ressortissants de pays gouvernés par un régime dictatorial et où l'état de droit n'est pas respecté qui sont les plus empressés à obtenir ces « passeports dorés ».

Mais à l'heure où le coronavirus menaçait de submerger les services hospitaliers, avant que les vaccins soient disponibles, certains ressortissants fortunés de pays développés et démocratiques se sont également mis à la recherche d'une porte de sortie. Pour les pays désireux de reconstruire leurs économies sinistrées par la pandémie, la vente de passeports peut sembler un moyen facile de se procurer des recettes supplémentaires et d'attirer des investissements. Par le passé, les programmes de ce type ont généré d'importantes entrées de capitaux, dont les effets économiques et budgétaires sont considérables ; il suffit, pour s'en convaincre, d'examiner les recettes tirées de ces dispositifs aux Antilles (voir le document de travail du FMI n° 20/8). Certains pays y ont eu recours pour renflouer leurs caisses au lendemain de catastrophes naturelles : ainsi, la Dominique a en partie compensé la chute de ses recettes fiscales au lendemain de l'ouragan Maria grâce à la vente de passeports dorés.

En dernière instance, c'est à l'État qu'il appartient, par décision souveraine, de désigner les bénéficiaires d'une naturalisation. Il n'en reste pas moins qu'un pays qui décide de vendre sa citoyenneté peut s'exposer à des risques graves. On dénombre de multiples abus, dont des cas de corruption, de blanchiment de capitaux et de fraude fiscale, entre autres agissements criminels. Si rien n'est fait pour limiter efficacement ces risques, ces dispositifs peuvent nuire à la réputation des pays concernés, porter atteinte à leur stabilité économique et financière, et aggraver les inégalités.

L'acquisition d'une nouvelle nationalité peut permettre à un individu de dissimuler la réalité de sa situation. Les criminels et les terroristes sont susceptibles de se mettre à la recherche d'un pays qui leur offrira un refuge contre d'éventuelles poursuites ou demandes d'extradition. Il est possible qu'ils se dissimulent derrière des identités d'emprunt pour accéder à certains produits financiers ou échapper à des sanctions ou à des listes de surveillance. Ils peuvent également faire usage de leur deuxième nationalité pour dissimuler un compte bancaire qui serait sinon soumis à déclaration en vertu des règles fiscales internationales, ou encore chercher à se faire naturaliser par des pays refusant de partager certaines informations fiscales.

Les risques attachés à ce type de dispositif peuvent également avoir des répercussions sur d'autres pays. Des membres du grand banditisme peuvent mettre à profit leurs nouveaux passeports pour se déplacer librement d'un pays à l'autre et faire prospérer leurs activités illicites. La Commission européenne a engagé des poursuites contre deux de ses pays membres, Chypre et Malte, en leur reprochant de fournir des passeports dorés à des individus dépourvus de tout « lien véritable » avec l'Union européenne ; d'après la Commission, ces deux pays mettent en péril l'intégrité de la citoyenneté européenne dans son ensemble, étant donné que le ressortissant d'un quelconque État membre de l'Union européenne a le droit de circuler, de s'établir et de travailler librement dans chacun des 26 autres pays membres.

Les dispositifs d'acquisition de la citoyenneté par l'investissement peuvent favoriser la corruption et la recherche de rente. Faute d'une surveillance adaptée, certains

Qu'est-ce qu'un passeport doré ?

Les programmes de passeports dorés offrent à des individus et à leurs familles la possibilité d'acquérir une nouvelle nationalité en l'échange d'investissements ou de contributions ciblées.

Investissements et contributions : On distingue les contributions monétaires directes, l'achat de titres de créance émis par l'État (actions, obligations, effets publics), l'investissement dans des secteurs précis (par exemple l'immobilier ou les travaux publics) et l'ouverture d'entreprises. Les montants en question se situent en général entre 100 000 et 2,5 millions de dollars (hors frais de dossiers), et les conditions financières sont variables (paiement comptant ou en plusieurs échéances, prêts bancaires, etc.).

Administration des programmes : Elle relève en général d'un organisme public, qui peut confier à des tiers la responsabilité de faire connaître le programme à l'étranger, de faciliter le dépôt des demandes et d'observer des règles de vigilance dans l'examen des dossiers. Certains programmes sont assortis de quotas limitant le nombre de demandes possibles.

Dépôt des demandes : Les auteurs des demandes sont généralement tenus de se soumettre à la vérification de leurs antécédents (extraits de casier judiciaire, vérifications par des tiers, etc.), mais les règles en vigueur varient d'un pays à l'autre. Le délai de traitement des demandes peut aller de 30 jours à plus d'un an, et de nombreux pays proposent un traitement accéléré en échange de contributions supplémentaires.

Les pays qui proposent ces programmes mettent leur réputation en jeu et risquent de compromettre leur stabilité économique et financière.

fonctionnaires pourraient être tentés d'accepter des pots-de-vins ou d'empocher les frais acquittés par les auteurs des demandes. Lorsque ces dispositifs s'appliquent à des investissements dans des secteurs particuliers, ils risquent d'engendrer une dépendance excessive à l'origine de déséquilibres économiques. Ainsi, certains pays proposent de naturaliser les investisseurs qui font l'acquisition d'une vaste propriété. L'argent étranger peut faire grimper les prix locaux et alimenter des bulles immobilières.

D'autres États peuvent prendre des mesures de rétorsion contre les pays qui vendent des passeports sans procéder à des vérifications suffisantes, par exemple en soumettant l'ensemble des ressortissants de ces pays à des contrôles renforcés. Il peut arriver que les pays en question se voient affubler l'étiquette de « pays à risque ». L'Organisation de coopération et de développement économiques, par exemple, publie une liste des dispositifs dont elle soupçonne qu'ils permettent à des individus de se soustraire à l'impôt en plaçant leurs avoirs à l'étranger. Les banques étrangères peuvent elles aussi réagir à ces risques et exercer des pressions en faisant jouer leurs relations de correspondants bancaires, ce qui peut avoir de graves conséquences pour la stabilité financière des pays concernés.

Évaluation des programmes

Le FMI fournit à ses membres des recommandations pour les sensibiliser aux risques attachés à ces dispositifs, afin qu'ils puissent mettre ces risques en balance avec les avantages escomptés et éviter des conséquences globalement néfastes à long terme pour leur économie. Ainsi, dans le cadre de consultations au titre de l'article IV, le FMI a conseillé Chypre, les Comores, la Dominique, la Grenade, Malte, Saint-Kitts-et-Nevis et Sainte-Lucie au sujet des risques que représentent de tels programmes pour leur intégrité financière. Plus généralement,

- *Les pays doivent pleinement prendre conscience des risques associés à ce type de programme.* Avant de décider de mettre en place ou de maintenir un programme de citoyenneté par investissement, les autorités doivent prudemment évaluer les coûts et les avantages d'un tel programme, et notamment déterminer dans quelle mesure elles sont capables de limiter les risques pour leur intégrité financière. Les procédures de dépôt de demande, de suivi et de révocation sont-elles suffisamment rigoureuses ? Quelle est l'efficacité des dispositifs accompagnant ces programmes, qu'il s'agisse d'assistance juridique mutuelle, d'échange d'informations fiscales ou de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme ? Cette analyse des risques doit être effectuée continuellement pour cerner au plus près les dernières évolutions.
- *Les autorités doivent assurer l'examen scrupuleux des demandes.* Les organismes publics ou les tiers responsables de l'examen des demandes de passeports dorés doivent périodiquement vérifier de manière poussée les antécédents judiciaires des auteurs des

demandes, notamment en s'adressant aux autorités de leur pays d'origine et en consultant des bases de données recensant les personnes frappées de sanctions ou exposées politiquement. Les agents responsables du traitement des demandes doivent observer des règles de vigilance dans leurs relations avec leurs clients, établir que les richesses et les revenus de ces derniers proviennent de sources légitimes, et signaler toute activité suspecte. Aucune demande ne doit être acceptée tant que son auteur n'a pas fait l'objet de vérifications approfondies. L'ensemble des secteurs et des agents concernés doivent faire l'objet de contrôles visant à s'assurer qu'ils se conforment aux règles en vigueur en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

- *Les autorités doivent envisager des mesures de transparence et de surveillance plus strictes.* Une méthode possible consiste à rendre publics les noms des personnes dont la demande a abouti. Cela peut aussi s'avérer utile pour les banques et les entreprises au moment de remplir leurs obligations de vigilance à l'égard de leurs clients, ainsi que pour faciliter d'éventuelles enquêtes. Une autre approche consiste à faire figurer une mention spéciale sur les passeports dorés et autres documents de naturalisation. Les autorités pourraient également procéder périodiquement à des vérifications publiques pour veiller à ce que les recettes du programme soient employées à bon escient.
- *Les pays pourraient réfléchir à l'adoption d'un cadre régional harmonisant les conditions d'octroi de la nationalité.* En coordonnant leurs politiques de passeport dorés, les pays peuvent dissuader les criminels en quête d'une nouvelle nationalité de faire jouer la concurrence entre eux, et empêcher un nivellement par le bas. Pour renforcer les garanties, il convient de mettre en place des systèmes efficaces permettant de partager les informations, d'harmoniser les bonnes pratiques et d'accroître la transparence des procédures d'octroi et de révocation de la citoyenneté. La mise en commun des ressources peut faire baisser les coûts et favoriser l'adoption uniforme de bonnes pratiques en matière de vigilance, de suivi et d'exécution.

Un passeport doré confère à son titulaire tous les droits attachés à la citoyenneté d'un pays. En dernière instance, la naturalisation est une décision qui appartient à chaque pays. Cependant, la citoyenneté et les droits qui s'y rattachent doivent être jalousement protégés, car un pays ne peut pas accorder inconsidérément un tel privilège sans mettre en péril sa réputation et sa situation financière. Les pays doivent donc prendre le temps de déterminer si de telles naturalisations présentent effectivement plus d'avantages que d'inconvénients, ce qui n'est pas forcément le cas. **FD**

FRANCISCA FERNANDO et **JONATHAN PAMPOLINA** sont conseillers, et **ROBIN SYKES** conseillère principale, tous les trois au département juridique du FMI.

Ce que nous nous devons les uns aux autres

Nous avons besoin d'un nouveau contrat social pour le XXI^e siècle

Minouche Shafik



PHOTO MISE GRACIEUSEMENT À DISPOSITION PAR LA LONDON SCHOOL OF ECONOMICS

CHACUN PARTICIPE quotidiennement au contrat social, et il est rare que l'on prenne le temps d'y réfléchir. Pourtant, ce contrat social façonne nos existences dans leurs moindres aspects : la manière dont nous élevons et éduquons nos enfants, nos attentes vis-à-vis de nos employeurs, et la façon dont nous vivons la maladie et la vieillesse. Dans tous ces domaines, il nous faut coopérer à notre intérêt mutuel, et ce sont précisément les conditions de cette coopération qui définissent le contrat social qui régit nos sociétés et organise nos existences.

Ces interactions quotidiennes sont orchestrées par des lois et des normes. Dans certaines sociétés, le contrat social organise l'entraide avant tout à l'échelle des familles et des communautés locales, tandis que dans d'autres, le marché et l'État jouent un rôle plus décisif. Mais dans toute société, quelle qu'elle soit, les individus adultes sont tenus de contribuer au bien commun, en l'échange de l'aide reçue pendant leur jeunesse, leur vieillesse, ou lorsqu'ils sont incapables de se prendre en charge.

Je m'intéresse à la question du contrat social parce que je souhaite comprendre les causes profondes de la colère qui s'exprime depuis peu à travers la polarisation du débat public, la confrontation violente des systèmes de valeurs, les conflits autour des inégalités et de la question raciale, et les tensions qui opposent les générations à propos des changements

climatiques. On assiste aujourd'hui à un mécontentement généralisé. En Chine, aux États-Unis, en Europe et en Inde, quatre personnes sur cinq pensent que le système joue en leur défaveur, et dans la plupart des pays avancés les parents redoutent que leurs enfants s'en sortent moins bien qu'eux (Edelman, 2019). La pandémie a été particulièrement révélatrice, car elle a frappé le plus durement les groupes les plus vulnérables (les personnes âgées, les malades, les femmes et les travailleurs précaires) et creusé des inégalités déjà présentes.

Pour une grande part, cette désaffection tient au fait que le contrat social existant n'est pas parvenu à assurer aux individus la sécurité et les possibilités économiques auxquelles ils estiment avoir droit. D'anciens équilibres se sont rompus sous l'effet de forces diverses, dont certaines ont eu un effet globalement positif sur la société, comme les évolutions technologiques, qui changent du tout au tout nos manières de travailler, et l'entrée sur le marché du travail de femmes de plus en plus diplômées et qui, de ce fait, peuvent plus difficilement se consacrer à la prise en charge gratuite des plus jeunes et des plus âgés. Le vieillissement annoncé de la population signifie qu'il va nous falloir trouver de nouvelles manières de prendre en charge nos anciens, tandis que les changements climatiques vont nous contraindre à redoubler d'effort pour préserver l'environnement.

La bonne nouvelle, cependant, est qu'il est possible de nouer un nouveau contrat social de nature à satisfaire les besoins de sécurité et de possibilités économiques des populations, tout en surmontant les défis auxquels la société est confrontée dans son ensemble. Ce nouveau contrat social repose sur trois piliers : la sécurité économique, le partage des risques et l'ouverture de possibilités. En quoi pourrait consister un tel contrat social en pratique ?

Sécurité économique

Les marchés du travail sont devenus plus souples, et le travail informel est désormais un fait de société, aussi bien dans les pays en développement que dans les pays avancés. La société livre de plus en plus les gens à eux-mêmes : c'est aux travailleurs de supporter les risques liés à leur revenu, à leur temps de travail, à la maladie et au chômage. La balance penche désormais de manière excessive du côté de la flexibilité pour les employeurs, au détriment de la sécurité économique des travailleurs.

Un revenu minimum peut être mis en place partout, sous forme de transferts au comptant dans les pays en développement, ou de crédits d'impôts pour les salariés modestes dans les pays avancés. Chaque société doit, à tout le moins, assurer l'accès à des prestations de santé de base et

Tirer parti des talents de tous ne relève pas seulement de l'équité, mais aussi du bon fonctionnement de l'économie.

à un minimum vieillesse garanti par l'État pour empêcher que des citoyens passent leurs vieux jours dans la misère. Les congés maladie, l'assurance chômage et l'accès à la requalification professionnelle doivent être garantis à tous les travailleurs, quel que soit le type de contrat qui les lie à leur employeur. Cela signifie que les pays en développement auront à faire rentrer davantage de travailleurs dans l'économie formelle, et que les pays avancés devront obliger les employeurs à financer des prestations sociales pour les employés avec qui ils ont conclu des contrats de travail flexibles. L'essentiel est que chacun jouisse d'un niveau de sécurité minimal lui permettant de mener une vie décente.

Partage du risque

Dans notre société, trop de risques pèsent sur certains individus, alors que d'autres personnes ou la collectivité pourraient mieux les assumer. La flexibilité pour les employeurs, qui leur permet de recruter et de licencier des travailleurs au gré des fluctuations du marché, doit s'accompagner d'un accès garanti pour les travailleurs à l'assurance chômage et à la requalification professionnelle, jusqu'à ce qu'ils aient trouvé un nouvel emploi. Les risques que représentent les chocs économiques doivent être partagés par les employeurs et la société dans son ensemble, plutôt que de peser sur les épaules des seuls individus.

De la même manière, un rééquilibrage des risques s'impose s'agissant de la garde des enfants, de la santé et du grand âge. On peut se demander pourquoi, par exemple, les congés parentaux sont en général à la charge des employeurs, alors qu'un financement par l'impôt permettrait plus d'équité entre les hommes et les femmes sur le marché du travail, tout en soulageant les entreprises, en particulier les plus petites.

Il est également possible de mieux faire face à de nombreux risques sanitaires en assurant leur gestion collective, tout en mettant en place des incitations puissantes à destination des individus pour qu'ils prennent en charge leur santé par l'alimentation et l'exercice physique. Faire évoluer l'âge de départ à la retraite en fonction de l'espérance de vie permettrait de s'assurer que les individus épargnent suffisamment pour leur retraite. La sécurité financière des plus âgés peut être financée par l'impôt, plutôt que de dépendre de l'emploi comme c'est habituellement le cas ; cependant, l'adhésion automatique à une caisse de retraite et à un dispositif d'assurance vieillesse donnerait à tous un surcroît de sécurité pour leurs vieux jours.

Possibilités économiques

Trop de talents se perdent faute de donner aux gens l'occasion de progresser. Ainsi, au Danemark, il faut en moyenne

à peu près deux générations pour que le descendant d'une famille à revenu modeste accède à des revenus intermédiaires ; au Royaume-Uni et aux États-Unis, il en faut cinq ; en Afrique du Sud, au Brésil et en Colombie, il en faut plus de neuf. Dans la plupart des pays, le système économique est construit de telle sorte que les femmes, les minorités et les enfants nés dans des familles ou des régions pauvres se retrouvent en marge de la société.

Pourtant, tirer parti des talents de tous ne relève pas seulement de l'équité, mais aussi du bon fonctionnement de l'économie. C'est ainsi que, par exemple, 20 à 40 % des gains de productivité réalisés aux États-Unis entre 1960 et 2010 s'expliquent par le fait que la société américaine a su mieux tirer parti des talents de l'ensemble de ses membres (Hsieh *et al.*, 2019). Les lois et les normes ont évolué de façon à ce que les employeurs, plutôt que de n'exploiter que les aptitudes d'un groupe restreint composé principalement d'hommes blancs, puissent tirer parti des compétences d'un éventail plus large de la population et faire correspondre à chacun l'emploi qui lui convient le mieux. De la même manière, si les « Einstein méconnus » que comptent les femmes, les minorités et les travailleurs à bas revenu pouvaient contribuer à l'innovation au même niveau que les hommes blancs issus de familles aisées, le rythme des avancées techniques pourrait être multiplié par quatre (Bell *et al.*, 2017).

Comment mobiliser l'ensemble de ces talents ? Il faut s'y prendre tôt : les 1 000 premiers jours de la vie sont les plus importants pour le développement du cerveau. Intervenir à ce stade est la manière la plus efficace de garantir l'égalité des chances et de permettre l'acquisition de compétences fondamentales pour tout apprentissage ultérieur.

En donnant des compléments nutritionnels aux enfants d'âge préscolaire et en aidant leurs parents à acquérir les compétences nécessaires à leur éducation, il est possible d'améliorer le futur niveau éducatif et les futurs revenus des individus. En Jamaïque, par exemple, les personnes ayant reçu vingt ans plus tôt, lorsqu'elles étaient enfants, la visite hebdomadaire d'un agent de santé communautaire, gagnent 42 % de plus que les personnes n'ayant pas bénéficié d'une telle attention (Gertler *et al.*, 2014).

Tous les jeunes devraient avoir droit à une éducation, à une formation et à une dotation qui leur permettra d'acquérir, tout au long de leur vie, de nouvelles compétences utiles à leurs carrières, qui seront beaucoup plus longues qu'auparavant. Des centaines d'études sur l'apprentissage des adultes prouvent que l'existence de liens forts avec les employeurs, des interventions précoces et un financement continu peuvent permettre aux individus de se maintenir au travail et de contribuer à la société.

Si la plupart des pays ont fait advenir l'égalité des sexes sur le plan éducatif, les femmes sont toujours désavantagées sur le marché du travail, dans la mesure où elles passent chaque jour deux heures de plus que les hommes à des tâches ménagères non rémunérées. Des congés parentaux plus généreux, des financements publics pour aider les familles et une répartition plus équitable des tâches domestiques permettraient de mieux tirer parti des talents des femmes et de faire contribuer davantage d'individus au bien commun.

Combien cela coûterait-il ?

Ce nouveau contrat social ne consiste pas à augmenter les impôts et redistribuer davantage de richesses, ni à renforcer l'État-providence. Il s'agit bien plutôt d'une réorganisation en profondeur de la société, visant à répartir de manière plus égalitaire les possibilités et la sécurité économiques. Cela permettrait d'augmenter la productivité et de mieux partager les risques liés à la garde des enfants, à la santé, au travail et au grand âge, qui sont source de beaucoup d'anxiété. Il convient de taxer ce dont nous souhaitons nous débarrasser, comme le tabac et le carbone, et de subventionner ce que nous souhaitons encourager, comme l'éducation et le verdissement de l'économie. Donner à chacun la possibilité de faire valoir ses aptitudes et de contribuer à la collectivité rend moins nécessaire une redistribution ultérieure.

Il est essentiel de se doter d'un système international qui rende une telle transformation possible. Il faut pour cela

s'assurer que les institutions financières internationales disposent des moyens nécessaires pour aider les sociétés à investir pour garantir des niveaux minimums de revenu, d'éducation et de soins. Il convient également de mettre en place des règles d'imposition plus adaptées au niveau mondial, afin que les entreprises paient des impôts dans les pays où elles mènent leurs activités et au bénéfice de ceux qui y vivent. Un tel système international permettrait de consolider l'économie mondiale, en faisant advenir un contrat social à la fois plus efficace et plus équitable, et donc plus susceptible d'emporter l'adhésion du plus grand nombre. **FD**

MINOUCHE SHAFIK est directrice de la London School of Economics and Political Science. Le présent article est inspiré de son récent ouvrage, *What We Owe Each Other: A New Social Contract*.

Bibliographie :

Bell, Alex, Raj Chetty, Xavier Jaravel, Neviana Petkova, and John Van Reenen. 2017. "Who Becomes an Inventor in America? The Importance of Exposure to Innovation." CEP Discussion Paper 1519, Centre for Economic Performance, London School of Economics.

Edelman Trust Barometer: Global Report. 2019. New York: Edelman.

Gertler, Paul, James Heckman, Rodrigo Pinto, Arianna Zanolini, Christel Vermeersch, Susan Walker, Susan M. Chang, and Sally Grantham-McGregor. 2014. "Labor Market Returns to an Early Childhood Stimulation Intervention in Jamaica." *Science* 344 (6187): 998–1001.

Hsieh, Chang-Tai, Erik Hurst, Charles I. Jones, and Peter J. Klenow. 2019. "The Allocation of Talent and U.S. Economic Growth." *Econometrica* 87 (5): 1439–74.

Guides des incontournables de la bibliothèque en ligne du FMI



Les guides des incontournables de la bibliothèque en ligne du FMI

Ces guides comprennent une sélection des publications les plus pertinentes dans les principaux domaines d'intérêt. Les liens vers les publications en texte intégral dans la bibliothèque en ligne ainsi qu'un ensemble de supports du FMI permettent de lancer rapidement un projet de recherche. [eLibrary.IMF.org](https://www.imf.org/eLibrary)

LE CASSE-TÊTE DE L'EMPLOI



Les pays émergents devront considérablement dynamiser leur croissance pour créer les emplois dont ils auront besoin

L'ANNÉE DERNIÈRE, la COVID-19 a provoqué dans les pays émergents un effondrement économique sans précédent, qui a toutefois été suivi rapidement par une reprise. Certes, le chemin de la croissance restera cahoteux en attendant que les campagnes de vaccination soient bien engagées, mais la croissance à moyen terme redeviendra bientôt une priorité dans ces pays.

Avant la pandémie, le ralentissement de la croissance dans les pays émergents était séculaire, c'est-à-dire que la croissance se détériorait au fil du temps, indépendamment des embellies ou des passages nuageux temporaires que connaissait l'économie. La stagnation séculaire, comme on l'appelle, est liée à de nombreux problèmes, dont le chômage. Il est difficile de permettre aux travailleurs de garder un emploi, ou de les aider à en trouver un, lorsque la croissance ralentit.

Comme l'indique la note récente de l'Institute of International Finance, il faut malheureusement se rendre à l'évidence : pour créer suffisamment d'emplois, les pays émergents vont devoir afficher des taux de croissance plus élevés que ceux enregistrés les dix dernières années. Nous avons calculé quelle croissance

les pays émergents ont dû réaliser dans le passé pour créer un nombre donné d'emplois. Sur la base de ces rapports et des projections démographiques jusqu'en 2035, nous avons établi le taux de croissance que les pays doivent enregistrer afin de créer suffisamment d'emplois pour les personnes arrivant sur le marché du travail, et ce, tout en assurant la stabilité du ratio emploi/population en âge de travailler (part de la population en âge de travailler qui est employée).

Notre constat est qu'il restera difficile de créer suffisamment d'emplois, même si la croissance démographique de la population en âge de travailler ralentit. Seuls quelques pays, dont l'Inde, affichent un taux de croissance proche du seuil nécessaire pour satisfaire la demande future d'emplois. En revanche, dans d'autres pays, comme l'Afrique du Sud et le Brésil, les taux de chômage augmenteront à moins que la croissance n'accélère. **FD**

SERGI LANAU est économiste en chef adjoint de l'Institute of International Finance. Cet article s'inspire de la note « Can EMs Create Enough Jobs? », publiée dans la revue *Economic Views* de janvier 2021.

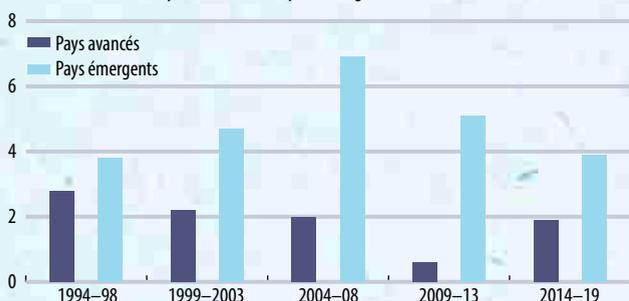


Décennie perdue

Croissance en berne

La croissance dans les pays émergents s'est considérablement ralentie depuis la crise financière mondiale, surtout comparée à celle des pays avancés.

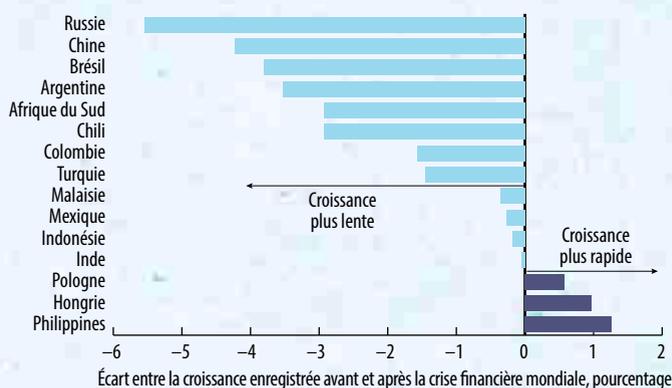
(croissance annuelle moyenne du PIB réel, pourcentage)



Sources : Haver Analytics ; Institute of International Finance.

Stagnation de l'économie

La stagnation séculaire de la croissance rend difficile la création d'emplois.

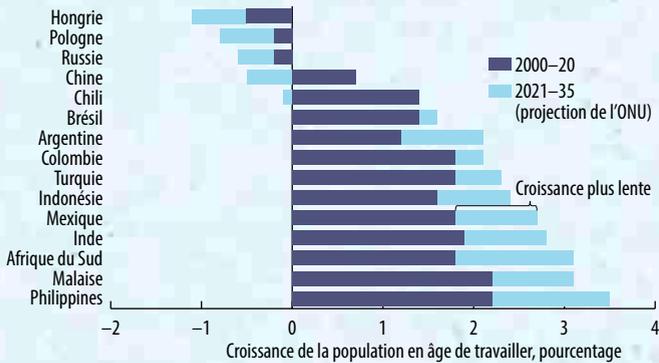




Croissance et création d'emplois

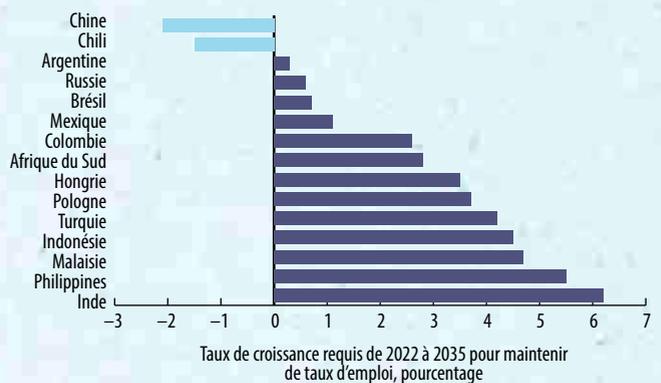
Ralentissement de la croissance démographique

Il restera difficile de créer suffisamment d'emplois, même si la croissance démographique de la population en âge de travailler ralentit.



Des mesures ambitieuses s'imposent

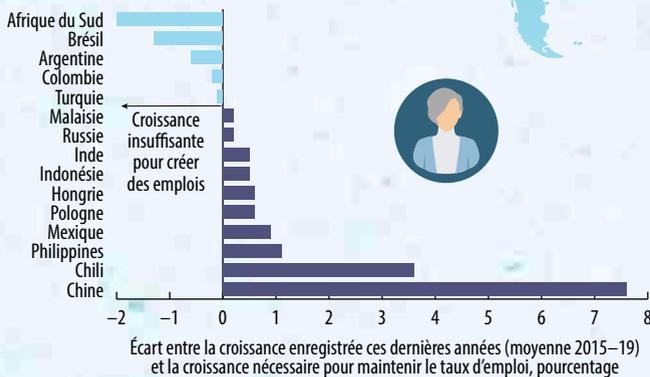
Il ressort des données historiques que les pays émergents doivent croître considérablement afin de pouvoir créer suffisamment d'emplois.

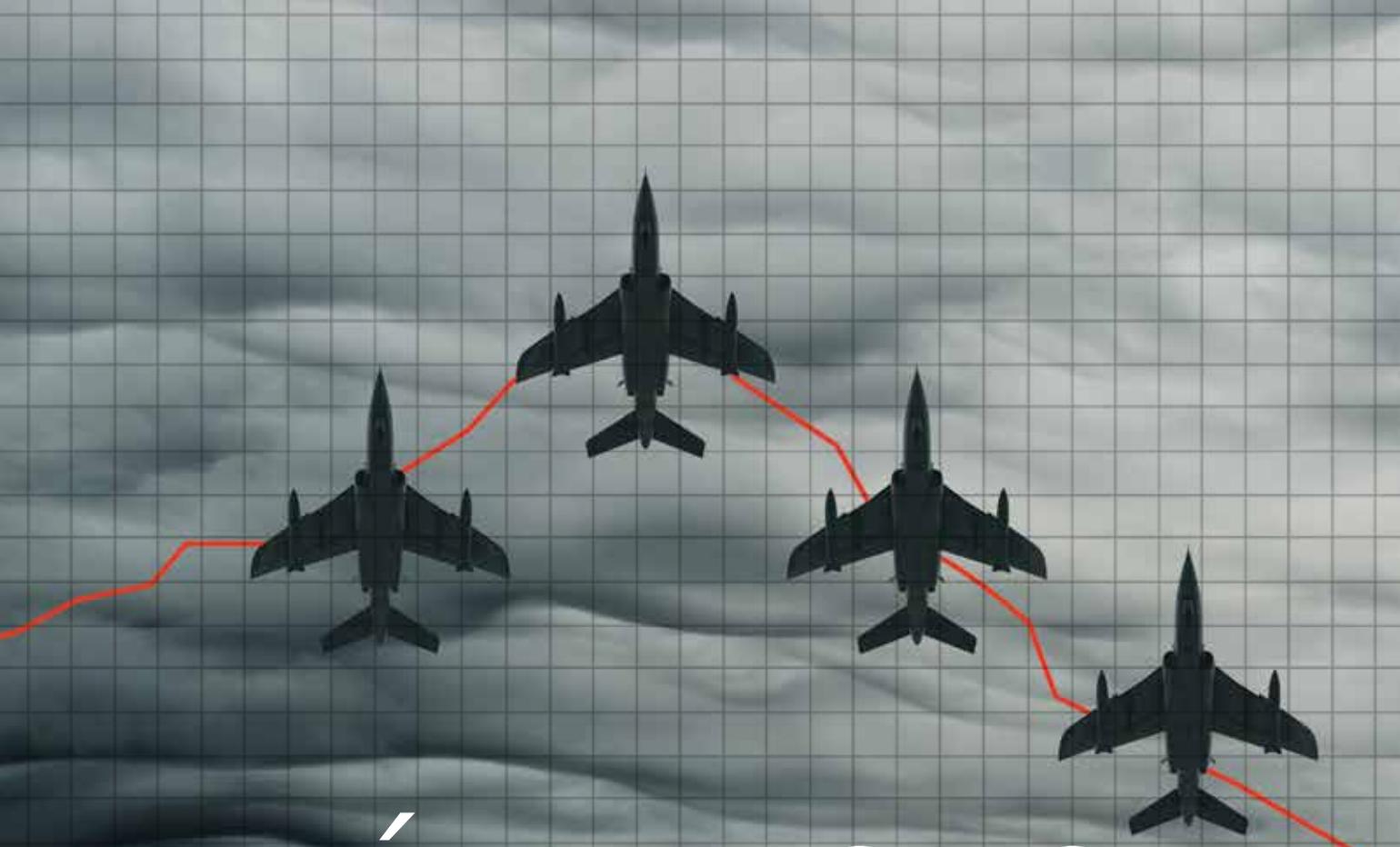


Étapes suivantes

Redressement de la croissance

Dans un grand nombre de pays émergents, le niveau de croissance des dix dernières années n'a pas suffi à préserver les emplois.





DÉPENSES MILITAIRES

à l'ère post-pandémique

En contribuant à construire un monde plus pacifique, les pays pourraient améliorer leur situation économique

Benedict Clements, Sanjeev Gupta et Saida Khamidova

En 2020, dans le monde entier, les pouvoirs publics ont adopté des trains de mesures visant à relancer des économies sinistrées par la pandémie de COVID-19, en particulier dans les pays avancés, qui ont dépensé davantage que les autres. Les déficits budgétaires élevés qui s'en sont suivis devront être résorbés compte tenu des ressources financières disponibles, au fur et à mesure que la croissance retrouvera son niveau prépandémique. Pour ce faire, les États devront procéder à une réévaluation globale de leurs politiques fiscales et

de leurs dépenses. Une question essentielle va se poser : comment les grands postes de la dépense publique vont-ils évoluer au cours des prochaines années, et dans quels domaines les besoins vont-ils augmenter ou diminuer ?

En moyenne, les dépenses militaires représentaient environ 6½ % des budgets publics dans le monde en 2019, d'après l'Institut international de recherche sur la paix de Stockholm, la source de données comparables la plus complète sur les dépenses militaires. Depuis la fin de la guerre froide en 1990, les budgets de défense ont baissé,

Les dépenses militaires au niveau mondial ont pratiquement baissé de moitié, passant de 3,6 % du PIB durant la guerre froide à 1,9 % du PIB au cours des années qui ont suivi la crise financière mondiale.

à la fois relativement aux dépenses publiques et à la production totale de l'économie (PIB). Cette diminution a permis à d'autres formes de dépense publique d'augmenter, comme en matière d'éducation, de santé et d'infrastructures. Mais les dépenses militaires resteront-elles à ces niveaux historiquement bas ? Le présent article se penche sur l'évolution des dépenses militaires sur une longue période et esquisse les implications de ces tendances pour les budgets publics.

Évolution des dépenses militaires

Les dépenses militaires au niveau mondial, calculées sur la base de moyennes nationales non pondérées, ont baissé pratiquement de moitié, passant de 3,6 % du PIB durant la guerre froide (1970–90) à 1,9 % du PIB au cours des années qui ont suivi la crise financière mondiale (2010–19) (graphique 1).

Plusieurs facteurs peuvent rendre compte de cette baisse des dépenses militaires, en dehors de la fin de la guerre froide et de la réduction des tensions internationales qui l'a accompagnée. Dans les pays avancés, l'impératif de rééquilibrage des finances publiques a sans doute joué un rôle durable, le ratio moyen de la dette au PIB dépassant les 100 % au lendemain de la crise financière. La pandémie de COVID-19 et les mesures de soutien budgétaire mises en œuvre pour combattre ses effets ont fait augmenter ce ratio de 16 points de pourcentage (FMI, 2021).

Deuxièmement, depuis le début des années 2000, les pays en développement s'efforcent de consacrer une part plus importante de leurs budgets à l'éducation, à la santé et aux infrastructures pour satisfaire les besoins croissants de leurs populations et pour favoriser la croissance en investissant dans le capital physique et le capital humain.

Plus récemment, la réalisation des objectifs de développement durable des Nations Unies est passée au premier plan, ce qui suppose une forte augmentation des dépenses publiques en faveur du capital humain.

Enfin, les pays avancés sont confrontés au vieillissement rapide de leurs populations. Faute d'une réforme d'envergure des systèmes de retraites et de santé, l'augmentation des dépenses liées au vieillissement continuera de se faire au détriment des autres postes de la dépense publique (Clements *et al.*, 2018).

Les dépenses militaires ont certes diminué, mais la situation varie considérablement d'un pays à l'autre. Le graphique 2 montre quels pays consacrent moins de 2 % de leur PIB à la défense nationale (83 au total), entre 2

et 5 % (48 pays), et plus de 5 % (7 pays). Les 15 pays qui dépensent le plus pour leur défense, au nombre desquels figurent plusieurs pays avancés, représentent plus de 80 % du total mondial des dépenses militaires. Cette hétérogénéité n'exclut pas qu'à terme, un grand nombre de pays présentent des niveaux similaires de dépenses militaires en proportion de leur PIB.

Convergence des dépenses militaires

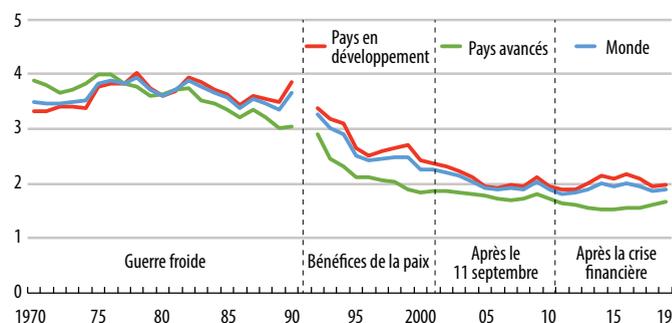
Au sein du groupe de 138 pays que nous avons étudié, les dépenses militaires exprimées en pourcentage du PIB ne convergent pas vers un niveau commun, mais ont plutôt tendance à emprunter trois trajectoires différentes (Clements, Gupta et Khamidova, 2021). Dans le premier groupe, qui comprend 20 pays en proie à de graves conflits, les dépenses militaires ont en fait augmenté à un niveau nettement plus élevé qu'ailleurs, ce qui les place à l'écart de la tendance mondiale (graphiques 3 et 4). Ce groupe, qui représente 5 % des dépenses militaires mondiales, comprend entre autres l'Arabie saoudite, l'Arménie, l'Azerbaïdjan, la République démocratique du Congo et Oman.

Le deuxième groupe est le plus nombreux (77 pays, dont 30 pays avancés) et représente plus de 90 % des dépenses militaires au niveau mondial. Les dépenses militaires moyennes de ce groupe plafonnent à environ 2 à 2½ % du PIB. Dans ces pays, le ratio moyen des dépenses de

Graphique 1

Baisse constante

Les dépenses militaires au niveau mondial ont baissé de moitié depuis 1970. (en pourcentage du PIB)



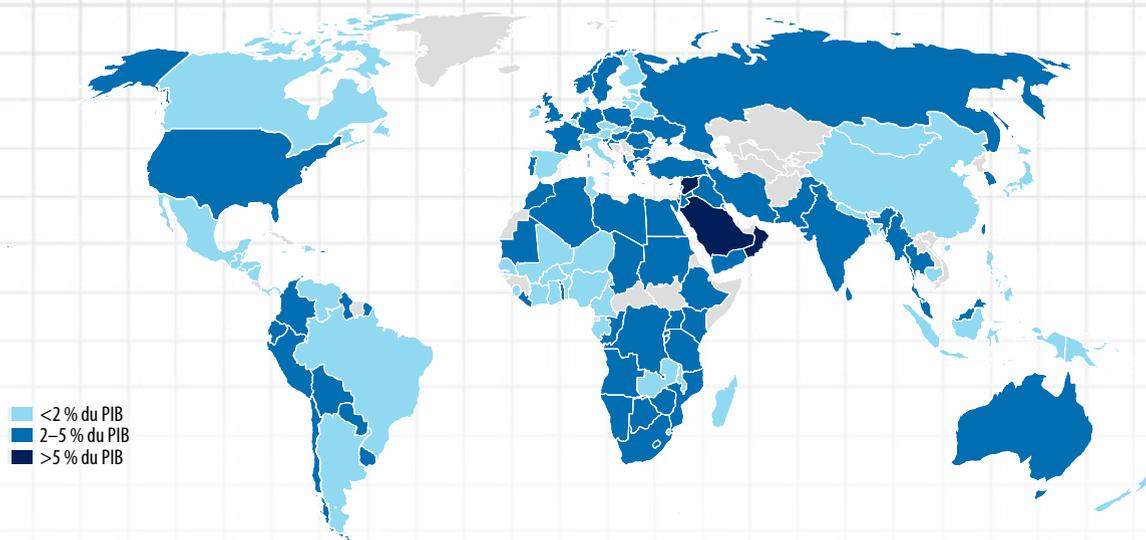
Source : Institut international de recherche sur la paix de Stockholm.

Note : On obtient la part des dépenses militaires dans le PIB en calculant la moyenne non pondérée des pays du groupe. Les données mondiales pour l'année 1991 ne sont pas disponibles, en raison de la dislocation de l'ancienne Union soviétique.

Graphique 2

Dépenses militaires par pays

Les 15 pays présentant les plus gros budgets de défense représentent plus de 80 % des dépenses militaires dans le monde.



Sources : Institut international de recherche sur la paix de Stockholm ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* ; calculs des auteurs.

Note : Cette carte indique les dépenses militaires entre 1970 et 2019, sauf pour les pays en gris, qui ne font pas partie de l'échantillon de pays étudié.

défense au PIB a fortement chuté entre 1990 et le milieu de la première décennie 2000, pour ne plus guère évoluer par la suite. Ce groupe compte dans ses rangs la Chine, les États-Unis, l'Inde, le Royaume-Uni et la Russie ; chacun de ces pays présente l'un des 15 plus gros budgets militaires du monde en termes absolus.

Au sein du troisième groupe, qui comprend 41 pays, les dépenses militaires ont chuté encore davantage, à un peu moins de 1 % du PIB. Ce groupe compte seulement deux pays avancés, à savoir la Lituanie et la Slovaquie.

De nombreux facteurs influencent la probabilité qu'un pays appartienne à l'un ou l'autre de ces groupes. Tout d'abord, un niveau élevé de dépenses militaires chez ses voisins peut lui sembler menaçant et l'inciter à augmenter son budget de défense. De plus, les pays sont plus susceptibles de gonfler leurs budgets militaires lorsqu'ils sont aux prises avec une forte instabilité politique, de la violence et du terrorisme sur leurs territoires. En outre, comme nous l'avons vu plus haut, l'augmentation des dépenses liées au vieillissement et des dépenses sociales (dans les domaines de la santé et de l'éducation) dans les pays avancés et les pays en développement, respectivement, peut influencer sur le montant des crédits budgétaires affectés à la défense. La concurrence entre affectations budgétaires est sans doute moins rude dans les pays en développement qui sont susceptibles de lever davantage d'impôts et qui s'efforcent de le faire, ce qui est peu probable dans les pays avancés.

Enfin, la probabilité qu'un pays figure dans l'un de ces trois groupes plutôt qu'un autre peut être influencée par son appartenance à une alliance militaire, comme l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN). Le fait d'être membre d'une telle alliance peut se traduire par des incitations à faire augmenter ou baisser les dépenses militaires. Un pays membre de l'une des huit grandes alliances militaires dans le monde est soumis à certaines obligations en matière de dépenses militaires, tout en bénéficiant des dépenses des autres membres.

Nous avons observé que lorsqu'un pays est politiquement stable, qu'il présente un risque peu élevé de violence et de terrorisme, que ses dépenses sociales sont importantes et que ses voisins n'ont pas un budget de défense élevé, il a plus de chance d'appartenir aux groupes 2 et 3, dans lesquels les dépenses militaires sont modérées. D'après notre analyse, l'appartenance à une alliance militaire (comme l'OTAN) n'a pas d'effet tangible sur le niveau des dépenses militaires.

Implications pour l'ère post-pandémique

Nos résultats mettent en évidence des tendances différentes s'agissant des dépenses dans les différents groupes de pays. Dans le groupe 1, le plus restreint, des conflits ont fait augmenter les dépenses militaires jusqu'à un niveau nettement plus élevé qu'ailleurs (5 % du PIB), tandis que dans le groupe 3, composé principalement de pays en développement, les dépenses ont baissé pour atteindre des

Les impôts sur les bénéfices des sociétés sous pression

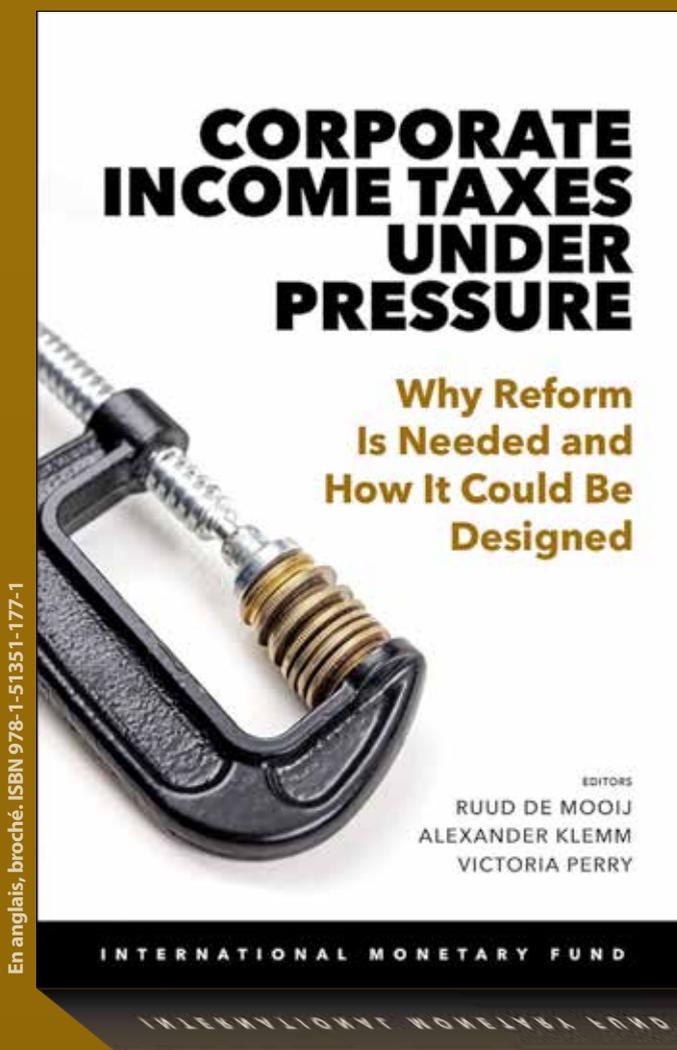
Pourquoi une réforme s'impose et comment la concevoir ?

Ruud De Mooij, Alexander Klemm, Victoria Perry

Les questions de fiscalité internationale sont depuis longtemps au cœur des travaux de recherche du FMI, qui a fourni de nombreux conseils sur le sujet. Dans cet ouvrage, les auteurs proposent une évaluation complète de l'architecture actuelle de la fiscalité internationale tout en faisant en sorte qu'elle reste accessible à un public relativement large. Ils entendent présenter un guide sur les différentes facettes de la fiscalité internationale.

Bon nombre des sujets abordés ont pris de l'importance à la suite de la pandémie de COVID-19, notamment la nécessité d'une coordination mondiale visant à réduire davantage les transferts de bénéfices et la concurrence fiscale.

bookstore.IMF.org



En anglais, broché. ISBN 978-1-51351-177-1

Réflexions écologiques

THE SPIRIT OF GREEN, de William Nordhaus, offre un tour d'horizon complet des enjeux économiques, éthiques et environnementaux de notre époque. L'auteur dresse l'inventaire des défis environnementaux auxquels nous faisons face, et ouvre les yeux du lecteur sur certains points essentiels. En s'appuyant sur la série d'expériences révolutionnaires qu'il a réalisées dans le cadre d'une étude parue en 1994, il explique comment les lumens par heure peuvent être utilisés comme un indicateur de substitution pour mesurer la productivité. Il décrit également le champ d'application et les limites de la comptabilité environnementale, en soulignant l'importance de la qualité des données dans la gestion des ressources environnementales et la prise de décision.

Les travaux de W. Nordhaus sont emprunts d'une grande objectivité. Il écarte l'idéologie pour privilégier une approche empirique, en rappelant qu'il est depuis longtemps persuadé qu'une bonne politique climatique est avant tout une « affaire d'équilibre ». Là aussi, il vise un juste milieu entre, d'un côté, le « verdissement radical » prôné par « la gauche de la gauche », et, de l'autre, le « brunissement » de la planète auquel mène la soif de profits de la « droite dure ».

L'auteur est soucieux de se garder de tout parti pris dans l'analyse de ce sujet controversé, ce qui est rare et donc d'autant plus appréciable. Mais en fondant son analyse sur une approche essentiellement rétrospective, il ne fait souvent qu'aborder des changements marginaux dans un contexte de défaillances statiques du marché. Pourtant, les grands enjeux environnementaux de notre temps relèvent de transformations qui n'ont rien de marginal et de changements potentiellement dévastateurs pour l'ensemble du système : ainsi, d'après les scientifiques, l'effondrement des ressources halieutiques, le dépérissement des forêts tropicales, la destruction des écosystèmes et l'emballement du climat pourraient se produire dès lors que certains seuils auront été franchis, sans espoir de retour à la normale.

S'agissant des choix possibles pour empêcher de futures crises environnementales, les analyses de W. Nordhaus prêtent le flanc à la même critique. Certes, il rappelle à juste titre la nécessité d'appliquer le principe du pollueur-payeur de manière effective et non discriminante, une idée que la politique climatique des États-Unis est encore loin d'avoir pleinement intégrée. Mais en écartant pour l'essentiel la théorie du progrès technique endogène, il sous-estime l'importance de l'innovation.

À en croire l'auteur, la réduction des émissions coûterait extrêmement cher, entre 2 et 6 % du revenu mondial si l'on souhaite atteindre les objectifs définis au niveau



William D. Nordhaus
**The Spirit of Green:
 The Economics of
 Collisions and
 Contagions in a
 Crowded World**
 Princeton University Press
 Princeton, NJ, 2021,
 368 pages, 29,95 dollars

international. D'après l'auteur, s'il est possible de concevoir que de prodigieuses avancées techniques viennent faire baisser les coûts de manière spectaculaire, les experts ne pensent pas que de telles découvertes interviendront dans un avenir proche. Mais comme le fait remarquer Paul Romer, aux côtés de qui l'auteur s'est vu décerner le prix Nobel d'économie, les raisons ne manquent pas d'être prudemment optimiste quant à notre capacité à décarboner l'économie mondiale à moindre coût.

L'évolution des coûts de réduction des émissions dépendra donc de l'innovation. Une fois qu'une technologie intégrée et déployée à l'échelle mondiale devient suffisamment concurrentielle, les économies d'échelle au niveau de la production et de la recherche lui permettent de détrôner les entreprises en place et de transformer le secteur du tout au tout. Le choix de W. Nordhaus en faveur d'une tarification uniforme du carbone au niveau mondial qui augmenterait au fil du temps est fondé sur l'hypothèse d'un calendrier de réduction statique, en vertu duquel les investisseurs choisiraient les systèmes de réduction des émissions les plus efficaces à la marge. Mais de nombreux économistes sont d'avis que pour favoriser l'innovation, il faudrait imposer dès le départ un prix du carbone suffisamment élevé, en insistant sur les secteurs où la réduction des émissions est la plus coûteuse, afin de fortement stimuler l'innovation là où le potentiel de réduction des coûts est le plus grand.

En conclusion, la lecture de cette introduction rigoureuse et approfondie à l'économie environnementale serait sans doute moins austère si son auteur faisait preuve de davantage d'esprit de découverte. **FD**

DIMITRI ZENGHELIS, chercheur invité principal, Grantham Research Institute, London School of Economics

Une histoire des impôts riche en couleur

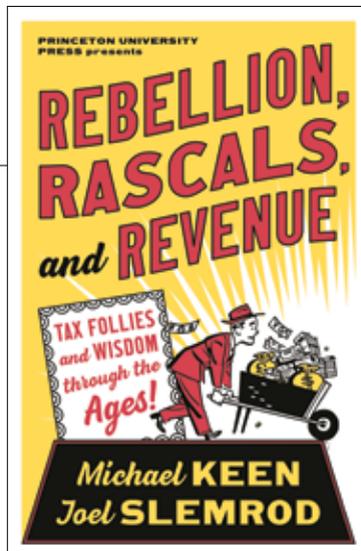
L'HISTOIRE DES IMPÔTS fait penser à la dernière scène du film *Les Aventuriers de l'arche perdue* : un entrepôt dans lequel s'entasse un gigantesque fatras mal éclairé de boîtes sans étiquettes, dont l'une renferme peut-être la réponse à toutes les difficultés fiscales du monde. Ce nouvel ouvrage, fruit des travaux de deux fiscalistes de renom, vient éclairer et ordonner cet obscur fouillis par des analyses empruntées de style et d'élégance, rendant le sujet non seulement intelligible, mais aussi, contre toute attente, divertissant. Les auteurs n'ont peut-être pas trouvé la réponse tant recherchée, mais même le lecteur le plus érudit retiendra quelque chose de ce livre à la fois entraînant et instructif.

C'est donc une perle rare, dont la lecture profitera tant aux spécialistes qu'à tous ceux qui un jour se sont posés des questions au sujet des impôts. Comme le montrent

Chaque chapitre vaut la peine d'être lu, et même les fiscalistes les plus avertis pourront y glaner de précieuses informations. Le chapitre 2, par exemple, saisit avec brio l'histoire des impôts, en remontant à l'Égypte, la Chine et la Grèce. Le titre du chapitre 4, « Passablement juste », va droit au cœur de l'équité fiscale. La question de savoir qui paie effectivement des impôts est abordée au chapitre 7, dont la lecture révèle que si les fiscalistes en savent long sur les implications économiques de la politique fiscale, ils ont en revanche encore beaucoup à apprendre concernant les implications pratiques de leurs travaux pour la conduite de la politique économique. Le titre du chapitre 12 pourrait être traduit ainsi : « Vlad l'empaleur ou l'art de recouvrer les impôts avec délicatesse » ; il s'agit d'une excellente introduction au sujet essentiel et pourtant encore trop négligé de l'administration des impôts.

« Les impôts, c'est nous », dans la mesure où, de tous temps et sous toutes les latitudes, ils ont évolué pour s'adapter aux besoins de l'époque.

Michael Keen et
Joel Slemrod
**Rebellion, Rascals,
and Revenue: Tax
Follies and Wisdom
through the Ages**
Princeton University Press
Princeton, NJ, 2021,
511 pages, 29,95 dollars



Michael Keen, du FMI, et Joel Slemrod, de l'Université de Michigan, « les impôts, c'est nous », dans la mesure où, de tous temps et sous toutes les latitudes, ils ont évolué pour s'adapter aux besoins de l'époque.

Bien que d'ordinaire les pratiques fiscales des pays relèvent plus de contingences immédiates que de grandes considérations, l'histoire fiscale est tout de même riche d'enseignements et nous avertit des sottises qu'il convient d'éviter.

Ce sujet est brillamment traité dans l'ensemble, même si le chapitre n'aborde pas la question de savoir pourquoi le système fiscal chinois fonctionne si bien, alors qu'il semble être géré d'une façon très différente de celle que les auteurs préconisent.

Enfin, le chapitre 11, à défaut d'être d'une lecture facile, fournit une analyse magistrale de la dimension internationale de l'impôt. La conclusion de ce chapitre ? Les problèmes dans ce domaine ne pourront être résolus que si les pays « exercent en commun la souveraineté collective qu'il leur reste ». Ce thème se retrouve dans le dernier chapitre, où les auteurs précisent que beaucoup des problèmes qui se posent actuellement sur le plan fiscal ne trouveront de solution que par une « coopération plus étroite au niveau international ». Les auteurs me donnent le sentiment d'être plus optimistes que moi s'agissant des chances de succès des négociations fiscales internationales en cours, mais leur position est solidement argumentée, ce qui contribue à l'intérêt de leur ouvrage, brillant à de nombreux égards. **ED**

RICHARD BIRD, professeur émérite de politique et d'analyse économique, Université de Toronto

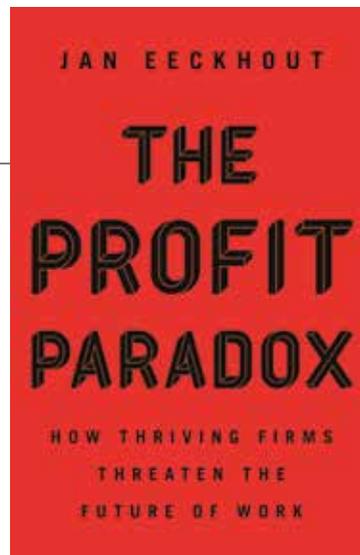
Mastodontes du marché

AVANT LA PANDÉMIE, l'économie mondiale n'était certes pas dépourvue de paradoxes anxiogènes. Dans les pays avancés, l'apparition de nouvelles technologies révolutionnaires ne s'est pas traduite par une croissance économique considérable. Par ailleurs, cette modeste croissance n'a guère fait augmenter les revenus des travailleurs, et la part des revenus du travail par rapport au capital a diminué. De plus, la faible augmentation des revenus du travail a essentiellement bénéficié aux plus hauts revenus, tandis que les travailleurs peu ou moyennement qualifiés ont vu leurs salaires stagner, quand ils n'ont pas baissé. La pandémie accentue ces tendances : la production reste bien en-deçà du niveau qu'elle aurait atteint sans la COVID-19, les travailleurs peu qualifiés subissent l'essentiel des pertes d'emploi, et les entreprises dominantes prospèrent tandis que de nombreuses entreprises de taille plus modeste sont en grave difficulté.

Dans son livre intitulé *The Profit Paradox*, Jan Eeckhout part du principe que les nouvelles technologies sont encore en mesure d'améliorer de manière spectaculaire le niveau de vie de l'ensemble des populations. C'est l'acquisition d'une position dominante par certaines entreprises qui vient faire obstacle à cette amélioration, en raison de la nature même du secteur des nouvelles technologies, où les meilleurs règnent sans partage, et à cause de l'insuffisance des politiques de la concurrence. Le succès des entreprises dominantes se traduit par des bénéfices records et une euphorie boursière, mais ne bénéficie pas aux travailleurs : il y a donc un paradoxe des bénéfices. D'après Jan Eeckhout, il faut mettre un frein à la toute-puissance des marchés, comme ce fut le cas à l'époque des « barons voleurs ».

L'auteur s'appuie aussi bien sur les recherches universitaires les plus pointues que sur des anecdotes personnelles et des exemples en tout genre (de la bière au textile en passant par la publicité en ligne) pour établir un lien entre la toute-puissance du marché et le sort peu enviable des travailleurs. Pour lui, cette logique de marché aggrave également d'autres maux dont souffrent nos sociétés (baisse de la mobilité sociale et géographique, augmentation de la mortalité, changements climatiques), dans la mesure où les entreprises se servent de leur puissance pour acheter la passivité des responsables publics (sur la question du climat), voire pour leur faire adopter des politiques néfastes (sur la question des opioïdes).

Les exemples les plus parlants que l'auteur cite à l'appui de sa thèse viennent des États-Unis, aussi doit-on se demander quels enseignements peuvent être tirés de l'expérience d'autres pays. Après tout, le taux d'activité n'a pas baissé en Europe au cours des dernières décennies, et l'augmentation des inégalités salariales et la baisse des revenus



Jan Eeckhout

**The Profit Paradox:
How Thriving
Firms Threaten the
Future of Work**

Princeton University Press
Princeton, NJ, 2021,
336 pages, 27,95 dollars

du travail par rapport au capital y sont bien moins prononcées qu'aux États-Unis. Parallèlement, cela fait quarante ans que le niveau de vie en Europe ne converge plus vers celui des États-Unis. Ces constats sont-ils le signe que l'Europe n'a pas adopté les nouvelles technologies à la même échelle que les États-Unis, ou bien qu'elle est plus déterminée à protéger la concurrence ? Peut-être les deux sont-ils vrais, à moins que l'explication soit toute autre ?

Le livre démontre de manière convaincante que la logique de marché a une responsabilité dans les difficultés des travailleurs, mais il ne nous permet pas de savoir jusqu'à quel point. Si cette logique de marché avait été tempérée, le progrès technologique (qui, par nature, réduit toujours davantage la part de la main-d'œuvre dans la production) aurait-il malgré tout durement frappé les travailleurs, comme le suggèrent, entre autres, les travaux menés par Daron Acemoglu et Pascual Restrepo ? Dans l'affirmative, limiter ce pouvoir du marché permettrait-il vraiment d'améliorer le niveau de vie de tous ?

Que convient-il de faire ? Il faut lutter davantage contre les ententes et les monopoles et repenser le droit de la propriété intellectuelle. Certaines de ses propositions sont en phase avec les idées actuelles, tandis que d'autres sont plutôt inédites, comme par exemple l'idée d'infliger des amendes lorsque des fusions d'entreprises n'ont pas tenu leurs promesses, ou la création de brevets « inversés » sur les données, qui ne confèreraient qu'une exclusivité provisoire aux entreprises du secteur de la collecte de données. À l'heure où l'Europe et les États-Unis réfléchissent à se donner de nouveaux moyens pour lutter contre les ententes et les monopoles, le livre de Jan Eeckhout vient rappeler avec force qu'en la matière, on ne saurait se contenter de demi-mesures. **FD**

ROMAIN DUVAL, sous-directeur, département des études du FMI

