

Les malheurs du marché
du travail américain

Tests de résistance financiers

Sabina Alkire contre la pauvreté

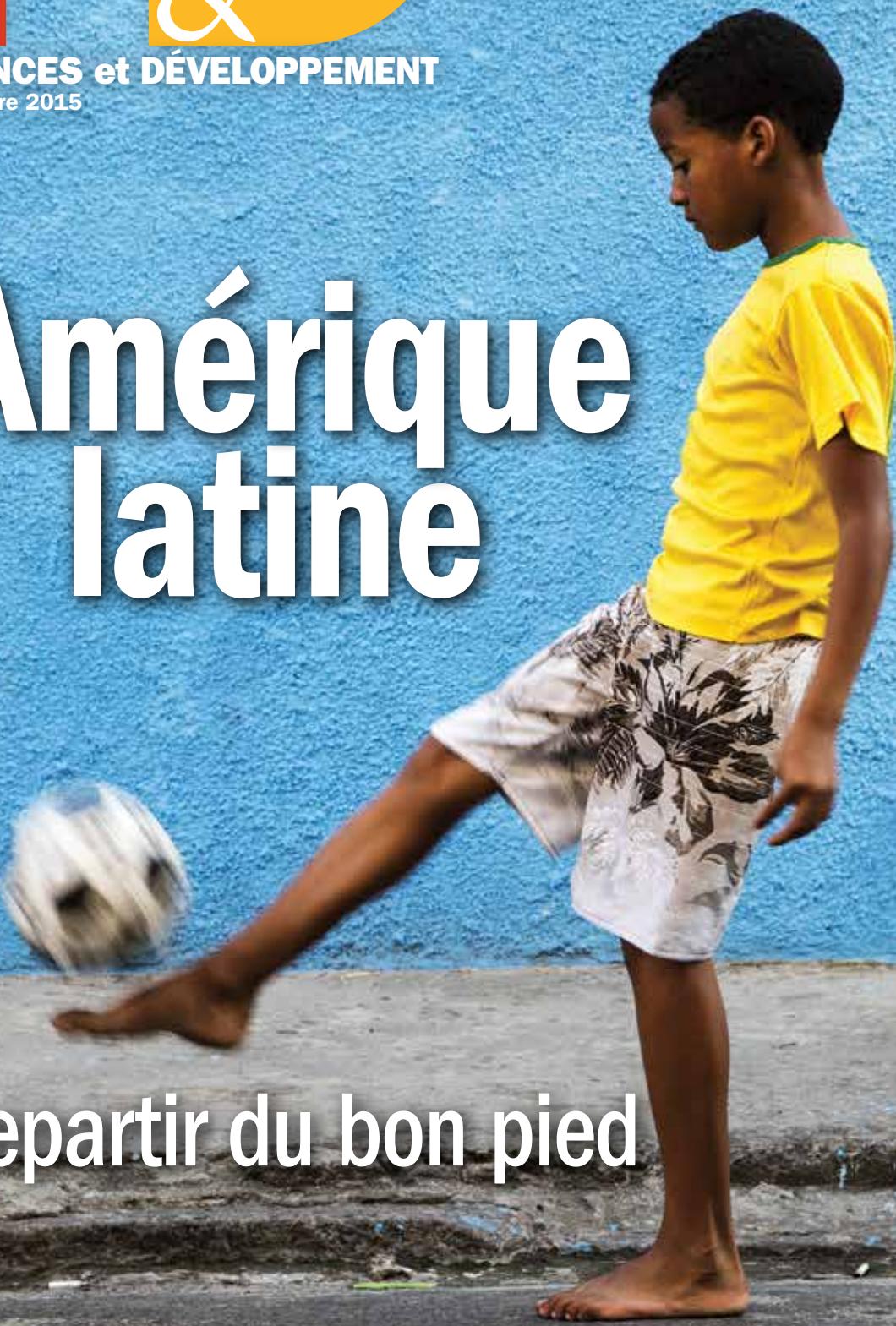
FD &

FINANCES et DÉVELOPPEMENT

Septembre 2015

Amérique latine

Repartir du bon pied



RÉDACTEUR EN CHEF

Jeffrey Hayden

ÉDITRICE EN CHEF

Marina Primorac

RÉDACTEURS PRINCIPAUX

Gita Bhatt James L. Rowe, Jr.
 Jacqueline Deslauriers Rani Vedurumudi
 Hyun-Sung Khang Simon Willson
 Natalie Ramírez-Djumena

RÉDACTEURS

Maureen Burke Bruce Edwards
 Christopher Coakley

SPECIALISTE DE PRODUCTION MULTIMÉDIAS

Lijun Li

RESPONSABLE DES MÉDIAS SOCIAUX

Sara Haddad

ASSISTANTE PRINCIPALE DE RÉDACTION

Niccole Braynen-Kimani

ASSISTANTE DE RÉDACTION

Meredith Denbow

DIRECTRICE ARTISTIQUE

Luisa Menjivar

GRAPHIQUE PRINCIPALE

Michelle Martin

CONSEILLERS DE LA RÉDACTION

Bernardin Akitoby	Thomas Helbling
Bas Bakker	Laura Kodres
Helge Berger	Gian Maria Milesi-Ferretti
Paul Cashin	Inci Otker-Robe
Adrienne Cheasty	Laura Papi
Luis Cubbedu	Uma Ramakrishnan
Alfredo Cuevas	Abdelhak Senhadji
Marcello Estevao	Janet Stotsky
Domenico Fanizza	Alison Stuart
James Gordon	Natalia Tamirisa

ÉDITION FRANÇAISE

Publiée sous la direction de Marc Servais, avec le concours de Monica Nepote-Cit, section française des services linguistiques.

© 2015 Fonds monétaire international. Tous droits réservés. Pour reproduire le contenu de ce numéro de *F&D*, quelle qu'en soit la forme, veuillez remplir en ligne le formulaire accessible à www.imf.org/external/terms.htm, ou envoyer votre demande à copyright@imf.org. L'autorisation de reproduction à des fins commerciales s'obtient en ligne auprès du **Copyright Clearance Center** (www.copyright.com) contre paiement d'une somme modique.

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

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

IMF Publication Services

Finances & Développement

PO Box 92780

Washington, DC, 20090, USA

Téléphone : (202) 623-7430

Télécopie : (202) 623-7201

Courriel : publications@imf.org**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 ISSN 0430-473X

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

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



FINANCES & DÉVELOPPEMENT PUBLICATION
 TRIMESTRIELLE DU FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL
 Septembre 2015 • Volume 52 • Numéro 3

DOSSIER**AMÉRIQUE LATINE : REPARTIR DU BON PIED****6 Le temps de l'incertitude**

Après une décennie de progrès sociaux et économiques, l'Amérique latine se retrouve confrontée à des questions délicates

José Antonio Ocampo



6

12 Entre nous : Une orientation claire

La confiance, atout primordial pour la réussite économique de l'Amérique latine

Alejandro M. Werner

14 La plus grande inégalité

L'Amérique latine est la région où les inégalités sont les plus marquées, mais elle est en progrès

Nora Lustig



17

17 Guetter la marée

L'Amérique latine semble mieux préparée que par le passé à faire face aux sorties de capitaux, mais sa résilience pourrait bientôt être mise à l'épreuve

Andre Meier

20 Le fléau de la corruption

La gouvernance s'est améliorée dans quelques pays d'Amérique latine, mais la corruption freine encore le développement de la région

Daniel Kaufmann

24 Du déjà vu

Les banques centrales se voient confier des missions autres que la maîtrise de l'inflation, ce qui fait revivre de mauvais souvenirs en Amérique latine. En ira-t-il autrement?

Luis I. Jácome

28 Choisir les bonnes priorités

Si l'Amérique latine veut faire du commerce le moteur de sa croissance économique, elle doit trouver le bon angle d'attaque

Augusto de la Torre, Daniel Lederman et Samuel Pienknagura

31 Les Yankees à La havane

Le dégel des relations entre les États-Unis et Cuba pourrait entraîner une petite révolution du tourisme aux Caraïbes

Nicole Laframboise



31

AUSSI DANS CE NUMÉRO**36 Travailleurs perdus**

Il est essentiel d'inverser le repli du taux d'activité américain pour doper la croissance de la plus grande économie mondiale

Ravi Balakrishnan, Mai Dao, Juan Solé et Jeremy Zook

40 Retombées

La politique monétaire non conventionnelle récente de la Fed semble avoir touché les pays émergents plus que les politiques traditionnelles

Jiaqian Chen, Tommaso Mancini-Griffoli et Ratna Sahay

46 Grand angle

Les tests de résistance doivent être adaptés et élargis pour évaluer la stabilité du système financier dans son ensemble

Dimitri G. Demekas

Sous pression

50 Des aspirations mondiales

La finance islamique franchit ses frontières géographiques traditionnelles et se lance dans l'émission de divers produits financiers, dont le sukuk
Ananthakrishnan Prasad

RUBRIQUES

2 Paroles d'économistes

Une vraie vocation

Sabina Alkire œuvre avec passion à mesurer la pauvreté pour l'éradiquer
Alan Wheatley



2

34 L'ABC de l'économie

Qu'est-ce que l'investissement direct?

Les investisseurs misent souvent sur des opérations étrangères à long terme
Tadeusz Galeza et James Chan

44 Histoires d'argent

Des femmes de valeur

La mixité est nettement insuffisante sur les billets de banque
Christopher Coakley



44

55 Notes de lecture

The Little Big Number: How GDP Came to Rule the World and What to Do about It, Dirk Philipsen
Misbehaving: The Making of Behavioural Economics, Richard Thaler
The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism, David Kotz

Illustrations : p. 4, Carl Lazzari/Monastère bénédictain de St. Ottilien.

Photographies : couverture, Tony Burns/Getty Images; p. 2, Tom Pilton/Panos; p. 6, ThinkStock; p. 9, Adam Wiseman/Corbis; p. 10, John Stanmeyer/VII/Corbis; p. 12, Michael Spilotro/FMI; p. 14, Danny Lehman/Corbis; p. 17, Frédéric Soreau/Photonstop/Corbis; p. 20, moodboard/Corbis; p. 24, Ronald Patrick/Bloomberg via Getty Images; p. 28, AFP PHOTO/Evaristo SA via Getty Images; p. 31, Hugh Sitton/Corbis; p. 32, Roberto Machado Noa/Getty Images; p. 33, Joe Raedle/Getty Images; p. 36, Orjan F Ellingvag/Corbis; p. 40, John Hicks/Corbis; p. 44, Martha Washington, Bettmann/Corbis, Queen Elizabeth, Ullstein Bild/Getty Images, Eva Perón, Ali Burafi/AFP/Getty Images; p. 45, Marie Curie, DEA/A. Dagli Ortì/Getty Images, Jane Austen, Bank of England via Bloomberg/Getty Images, 1 et 2 yuan, DeAgostini/Getty Images; p. 46, ThinkStock by Getty Images; p. 50, Young, Nigel/Arcaid/Corbis; p. 55-57, Michael Spilotro/FMI.

Disponible en ligne à www.imf.org/fandd

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

LA dernière fois que nous avions consacré notre couverture à l'Amérique latine, c'était en mars 2011. La région traversait alors une période d'expansion économique exceptionnelle. Entre 2004 et 2013, l'Amérique latine a réalisé une croissance éclatante et accompli d'importants progrès sur différents fronts sociaux. Les prix élevés des matières premières, conjugués à une gestion économique plus rigoureuse et à des politiques sociales progressistes, ont contribué à un véritable bond en avant.

Ce dynamisme était particulièrement saisissant dans le contexte des années 2008-09, lorsque la crise financière avait précipité de nombreux pays avancés dans la récession, alors que les marchés émergents, dont beaucoup de pays d'Amérique latine, avaient à pleine puissance. Certains observateurs parlaient de «décennie latino-américaine».

Aujourd'hui, alors que les dirigeants économiques de la planète s'apprêtent à se retrouver à Lima (Pérou) en octobre pour l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque Mondiale, la situation prend une tournure bien différente.

Avec une croissance par habitant au point mort en 2014, les budgets publics sont sous pression dans beaucoup de ces pays. Les économies de la région pâtissent de la baisse des prix des matières premières — qui constituent une part importante de leurs exportations — et du tassement général du commerce mondial.

Dans ce numéro, *F&D* se penche sur les problèmes auxquels est confrontée la région et s'interroge sur les moyens de stimuler la croissance face à l'affondrement des prix des matières premières. Empêcher un ralentissement prolongé est essentiel pour réaliser les principaux objectifs de la région, à savoir augmenter le revenu des plus pauvres, renforcer les systèmes d'éducation et de santé et assurer des gains économiques partagés par le plus grand nombre.

José Antonio Ocampo, Professeur à l'université Columbia et ancien ministre des Finances de Colombie, donne le coup d'envoi de ce dossier spécial Amérique latine. Revenant sur la belle performance économique de la dernière décennie, il affirme que, pour reprendre pied, l'Amérique latine doit repenser sa structure de production et se diversifier afin de réduire sa dépendance aux matières premières.

Pour Alejandro Werner, Directeur du Département hémisphère occidental du FMI, la perte de confiance représente le plus grand danger; clarifier l'orientation des politiques économiques permettrait, selon lui, de rétablir la confiance des entreprises et des consommateurs, leviers essentiels pour une croissance économique prolongée. D'autres réformes pourraient libérer le potentiel économique de l'Amérique latine : ainsi Nora Lustig explique l'urgence de la lutte contre les inégalités, et Daniel Kaufmann la nécessité de promouvoir une culture de bonne gouvernance.

D'autres articles reviennent sur l'actualité récente de la région, notamment sur les flux de capitaux, les mandats des banques centrales et le commerce extérieur. Ce dossier spécial s'achève sur un article consacré au potentiel de Cuba comme acteur majeur du tourisme dans la région des Caraïbes.

On trouvera aussi dans ce numéro des articles sur l'impact des mesures non conventionnelles de politique monétaire sur les marchés émergents, les tendances du taux d'activité aux États-Unis, la finance islamique et les tests de résistance financiers.

Enfin, le journaliste et écrivain Alan Wheatley nous livre un portrait de Sabina Alkire, dont la passion pour la mesure et l'éradiation de la pauvreté lui a valu de figurer parmi les grands penseurs contemporains du développement mondial.

Jeffrey Hayden
Rédacteur en chef

Une vraie vocation



Sabina Alkire œuvre avec passion à mesurer la pauvreté pour l'éradiquer

Alan Wheatley

IL Y A beaucoup d'économistes du développement, mais Sabina Alkire est une des rares à avoir aussi été ordonnée prêtre. Elle dirige l'Initiative contre la pauvreté et pour le développement (Oxford Poverty and Human Development Initiative — OPHI), sans faire étalage de ses convictions religieuses. Dans le petit bureau fonctionnel qu'elle occupe dans le bâtiment austère des sciences végétales de l'Université d'Oxford, le seul insigne de spiritualité est un mandala au noeud sans fin, l'un des symboles les plus puissants du bouddhisme tibétain.

«J'ai de bons amis qui pensent que je suis toquée d'avoir la foi», dit-elle avec un petit rire communicatif, presque enfantin. «Je ne vois pas de différence entre moi et un athée ou mes amis humanistes; à chacun sa passion.»

Mais lorsqu'elle parle de l'indice de pauvreté multidimensionnelle (IPM) auquel son nom est attaché, il est évident que ce n'est pas une passion purement académique qui l'incite à étudier et mesurer plus exactement la pauvreté pour mieux l'éradiquer. «Pour nous qui œuvrons au service du développement, il y a une sorte de dévouement profond à l'humanité et à la justice, même si la foi est différente et même si la doctrine n'est pas la même», explique-t-elle.

Un tableau plus détaillé

L'indice de l'OPHI vise à compléter l'indicateur traditionnel du seuil de pauvreté monétaire (revenu de 1,25 dollar par jour) en décrivant plus en détail ce que signifie exactement la pauvreté sous différents aspects du quotidien. «Il faut les deux éléments pour apprêhender correctement la pauvreté», précise Mme. Alkire, qui a la double nationalité, américaine et britannique.

L'IPM, établi à l'aide d'enquêtes auprès des ménages, comporte 10 indicateurs pondérés dans

trois domaines : *la santé* (mesurée par la nutrition et la mortalité infantile); *l'éducation* (durée de la scolarité et présence scolaire) et *le niveau de vie* (accès à l'électricité, à l'assainissement, à l'eau potable, type de sol, combustible pour la cuisine et possession de biens élémentaires). Quiconque manque d'un tiers ou plus des indicateurs vit dans une «pauvreté multidimensionnelle». L'indice mondial de juin 2015 se rapportait à 101 pays totalisant 5,2 milliards d'habitants, soit environ les trois quarts de la population mondiale, dont 30 % en moyenne répondent aux critères de la pauvreté multidimensionnelle. L'équipe de Mme. Alkire — et elle insiste sur l'importance de ce travail d'équipe — a décomposé les résultats en 884 régions infranationales, ce qui met en évidence des informations que les moyennes nationales occultent.

L'IMP a cela d'intéressant que les décideurs peuvent adapter sa méthodologie aux particularités locales, par exemple en ajustant les pondérations et les seuils. De fait, elle précise que son équipe passe aujourd'hui le beau de son temps non pas sur l'indice mondial, mais sur les IMP nationaux. Comme ceux-ci peuvent être décomposés par indicateur, les responsables politiques peuvent non seulement voir avec précision le taux de pauvreté, mais aussi quelles catégories de population, par exemple par région ou groupe ethnique, vivent dans le dénuement. Autrement dit, l'indice révèle à la fois l'*incidence* et l'*intensité* de la pauvreté au niveau des ménages selon différentes dimensions, et aide ainsi les gouvernements à cibler leur action.

«Ces deux éléments permettent aux analystes en particulier de se faire une idée plus précise de la pauvreté d'un pays en comparant différentes périodes, et de mieux en comprendre la dynamique, entre autres», explique Milorad Kovacevic, statisticien en chef du Bureau du rapport mondial sur le développement humain du Programme de développement des Nations Unies (PNUD) à New York. Pour son rapport de 2010 sur le développement humain, le PNUD a substitué à son indice de la pauvreté humaine un IPM établi à l'OPHI par Sabina Alkire et Maria Emma Santos, qui est aujourd'hui professeur adjoint en économie à l'Universidad Nacional del Sur à Bahía Blanca, en Argentine.

En 2014, le PNUD a décidé d'établir son propre IPM indépendamment de l'OPHI, en raison de différences de méthodologie. Mais les deux institutions ont fini par s'entendre pour produire de nouveau un IPM unique en 2016. «Ce sont des collègues formidables et nous serons ravis de travailler à nouveau ensemble», déclare Sabina Alkire.

Le Bhoutan, le Chili, la Colombie, le Mexique et les Philippines ont déjà adopté leurs IPM nationaux pour faciliter l'allocation des ressources et vérifier si la politique gouvernementale est mise en œuvre convenablement. Plusieurs autres pays, dont la Tunisie, s'apprêtent à leur emboîter le pas.

En Colombie, l'IPM sert à orienter le plan national de développement 2014–18, d'après le Président Juan Manuel Santos. «La lutte contre la pauvreté multidimensionnelle est plus difficile, mais bien plus efficace» a-t-il déclaré à la troisième conférence annuelle du Réseau de pairs sur la pauvreté multidimensionnelle qui s'est tenue à Carthagène en juin. Ce réseau, fruit d'une initiative Sud–Sud, rassemble des représentants de 40 pays.

Pour Mme. Alkire, l'indice «ne doit pas être là simplement pour faire bien». Elle souhaite qu'il devienne un élément d'une révolution statistique pour guider la lutte contre la pauvreté. «Ce que j'apprécie au plus haut point, c'est que nous travaillons avec

des gens passionnés et dévoués qui relèvent les chiffres et les utilisent pour guider l'action publique. Nous sommes actuellement dans une phase très dynamique et créative», ajoute-t-elle.

Si l'indice de pauvreté multidimensionnelle fait penser aux travaux d'Amartya Sen, ce n'est pas pour rien. Dans son ouvrage de 2000 *Development as Freedom*, il écrivait que la pauvreté doit être conçue comme «la privation de capacités, et non simplement comme un manque de revenus». Mme. Alkire considère l'économiste indien comme son mentor. Il avait en fait accepté d'être l'examinateur de sa thèse, mais a dû se récuser, car il avait un emploi du temps très chargé après avoir reçu le Prix Nobel d'économie en 1998.

La bibliothèque de Mme. Alkire regorge d'ouvrages de son mentor. Le programme d'une conférence qu'il a donnée à Oxford en 2013 est juché au-dessus d'un meuble-classeur et sur la porte de son bureau figure une citation de la conférence de Sen sur la «Possibilité du choix social» qui résume la mission de l'OPHI : «Comment peut-on arriver à des jugements globaux cohérents sur la pauvreté compte tenu de la diversité des préférences, des préoccupations et des situations individuelles au sein de la société?»

Sen fait office de conseiller pour l'OPHI et Mme. Alkire s'entretient très souvent avec lui. «Mais l'IPM, c'est notre affaire et il ne s'en mêle pas, explique-t-elle, il lui arrive de le critiquer, d'avoir un avis différent. Il laisse une grande liberté à ceux qui essaient de développer ses idées. Il ne cherche absolument pas à tout régenter.»

Chemins détournés

Sabina Alkire est passée par des chemins assez détournés pour en arriver à mesurer la pauvreté. Elle naît en 1969 en Allemagne, dans la ville universitaire de Göttingen, qu'elle quitte encore bébé lorsque son père accepte un poste d'enseignant de l'ingénierie à l'Université de l'Illinois à Urbana-Champaign. En 1989 elle décroche un diplôme de ce même établissement en sociologie et se prépare aux études de médecine. Elle est d'ailleurs acceptée à la faculté de médecine de Johns Hopkins. Cependant, durant son «année sabbatique», elle décide de décliner l'offre pour éviter de s'endetter.

Cette année-là, elle passe trois mois comme bénévole d'une ONG qui mène une campagne de vaccination systématique de réfugiés afghans à l'extérieur de Peshawar au Pakistan. «Je vivais avec une famille. Leur fils étudiait à mon université et ses soeurs étaient de mon âge, alors je me suis plongée dans la culture et la langue et j'adorais l'Islam» se souvient-elle. En Inde, elle passe plusieurs semaines à la maison des mourants de Mère Teresa à Kolkata, se rend dans des implantations tibétaines dans l'Himachal Pradesh, puis travaille au Sri Lanka dans des camps de réfugiés au sud du pays. «C'était une «année sabbatique» normale d'étudiante, durant laquelle il s'agissait juste d'accumuler autant d'expériences que possible.» Puis elle décide d'étudier la théologie. «Je ne savais pas ce que c'était, alors c'était un drôle de choix, dit-elle avec une simplicité désarmante, j'avais et j'ai toujours une foi profonde — c'est une part importante de ma vie. Je voulais approfondir ma connaissance de Dieu, et je me suis aperçue que ce n'est pas ça, la théologie. Cela semble être l'étude de textes qui parlent de Dieu.»

Elle décroche un diplôme de théologie à Magdalen College, à Oxford en 1992, mais de justesse, dit-elle : «À vrai dire, j'ai failli échouer sur la doctrine — je n'ai jamais saisi très clairement la différence entre le mal et la souffrance». Mais elle obtient une excellente note pour sa dissertation sur l'Islam. «C'est sans doute

parce que j'ai adoré ce cours et aussi parce que j'avais étudié l'arabe coranique, si bien que je pouvais citer dans la langue.» Elle poursuit par une maîtrise en éthique politique chrétienne, cherchant comment œuvrer utilement pour le développement tout en respectant les valeurs culturelles et spirituelles d'autrui. Ce n'était pas, pour dire les choses diplomatiquement, «le mariage idéal» pour la faculté de théologie d'Oxford. Son mémoire de maîtrise, présenté en 1994 et intitulé «Le concept de la réduction de la pauvreté à la Banque mondiale depuis 1990 : analyse théologique» était trop moderne pour la faculté, qui ne lui a pas permis de s'inscrire en doctorat. Alors elle change à nouveau de cursus, passant cette fois à l'économie, sur la recommandation de Rosemary Thorp, alors chargée de cours sur l'économie latino-américaine, que Sabina Alkire décrit comme une «femme extraordinaire». Mme. Alkire explique qu'il s'agissait d'une progression naturelle, car elle suivait en auditrice libre des cours allant de l'économétrie à la théorie du développement, qu'elle trouvait «très intéressants et faciles», et se plongeait déjà dans les ouvrages de Sen. Elle présente son mémoire de maîtrise en 1995, puis sa thèse de doctorat en 1999, les deux sur le thème des capacités, selon l'approche conceptuelle du développement d'Amartya Sen.

Après son passage à la Banque mondiale, de 1999 à 2001, elle poursuivit une formation en vue de son ordination, et c'est ainsi qu'elle rencontra Edmund Newell, alors aumônier de l'évêque d'Oxford. Alors qu'elle avait glissé de la théologie à l'économie, Newell avait étudié l'économie et l'histoire économique à Oxford avant de devenir prêtre de l'Église d'Angleterre. Ils écrivirent ensemble un livre, *What Can One Person Do? Faith to Heal a Broken World*, passant en revue les objectifs du Millénaire pour le développement au prisme de la théologie et du sens pratique.

«Elle a la même attitude pour l'économie que pour sa foi chrétienne. Un dévouement total — aux gens qui sont là derrière. C'est un trait de sa personnalité que j'ai ressenti très fortement en travaillant avec elle», dit Newell, qui dirige actuellement une œuvre de bienfaisance vouée à l'éducation et un centre d'études près de Londres.

«Il ne s'agissait pas de théorie économique abstraite. Il s'agissait des moyens pratiques d'aider les pauvres du monde entier. Cela transparaît dans la façon dont nous avons travaillé et dans tout ce qu'elle fait», ajoute-t-il.

Cela faisait quelque temps que Mme. Alkire cherchait à appliquer le concept de capacités défini par Sen pour mesurer la pauvreté multidimensionnelle et le moment décisif est finalement arrivé en 2006, lorsqu'elle a entamé une collaboration avec James Foster, maintenant professeur à la George Washington University à Washington, qui est une figure dominante des méthodes de mesure. Alors qu'il était étudiant de troisième cycle à Cornell University, Foster avait élaboré en 1984 avec Joel Greer et Erik Thorbecke (également étudiants à Cornell) la série d'indices de pauvreté qui porte leurs initiales, FGT, qui est encore largement utilisée pour mesurer des variables uniques telles que le revenu, la consommation ou l'apport calorique. Foster avait à l'origine «des tas de doutes sur tout ce qui était multidimensionnel», d'après Mme. Alkire, qui était à l'époque en train de mettre sur pied l'OPHI. «Mais nous avons



Portrait de Sabina Alkire par feu Carl Lazzari, 2006; détail de «La résurrection de Lazare».

passé une semaine à en parler en tête-à-tête, se souvient-elle, et puis, le déclic s'est fait, je suppose, et il s'est aperçu que c'était possible sur le plan des méthodologies reposant sur ses travaux.»

La méthodologie Alkire–Foster sur laquelle est basé l'IPM est née de ce «remue-ménages» effréné. Mme. Alkire dit avoir appris énormément de Foster. «Il est plus orienté sur les travaux théoriques. Quand il faut fournir une démonstration, il en est capable. Pour moi, c'est comme une langue que je comprends, mais que je ne sais pas parler.» Et de s'esclaffer : «J'essaie et j'essaie de me perfectionner, mais il est bien plus fort que moi à ce jeu.»

Un critique acerbe

Mme. Alkire dit que l'apprentissage de la méditation a désamorcé ce qu'elle appelle les «crises d'humeur» de son enfance. Mais son équanimité a dû être mise à rude épreuve en 2010 lorsqu'elle a appris au Bhoutan — pendant une retraite de méditation qui plus est — que Martin Ravallion, alors un éminent chercheur de la Banque mondiale, s'était déchaîné contre le nouvel engouement pour les indices de pauvreté multidimensionnelle. «On m'a appelé et j'ai dû faire cinq kilomètres à pied pour retourner à l'hôtel et aller sur Internet pour réagir à ces critiques», se remémore-t-elle.

Attaquant le nouvel IPM du PNUD, Ravallion considérait qu'il était simplement impossible d'imaginer qu'un seul indice puisse rendre compte de toutes les dimensions de la pauvreté, proclamant : «Nous sommes tous d'accord que la réduction de la mortalité infantile est un objectif extrêmement important, mais comment peut-on prétendre ... qu'éviter la mort d'un enfant, cela revient au même que remédier à l'ensemble des privations qui consistent à avoir un sol en terre battue, à cuisiner au feu de bois et à ne pas avoir de radio, de télévision, de téléphone, de bicyclette ou de voiture?»

Cinq ans plus tard, Ravallion, qui a maintenant une chaire d'économie à l'université de Georgetown à Washington, est toujours un critique acerbe. Pour lui, réduire à un seul indice les divers aspects de la pauvreté, c'est comme combiner en un seul instrument l'ensemble des cadrans et jauges d'une voiture. «Les dimensions du développement humain sont si importantes pour évaluer le progrès social, que je ne veux pas les fondre dans un indice composite de biens matériels, explique-t-il, je veux pouvoir les étudier séparément. Je veux voir où un pays va bien ou mal.» D'après lui, la fusion de différents indicateurs en un seul IPM peut être véritablement nocive si les décideurs ne comprennent pas les compromis par lesquels on arrive à cet indice. «Je conseillerais d'en user avec une extrême prudence : les gouvernements s'intéressent à ces indices. Ils ne savent pas avec quels ingrédients ils ont été concoctés. Je ne pense pas que c'est une bonne manière de prendre des décisions.»

Les analystes stratégiques, c'est peu de le dire, ont beaucoup plus d'appétit que les économistes pour les indices multidimensionnels tels que l'IPM de l'OPHI. Outre la subjectivité qu'impliquent le choix et la pondération des éléments qui le composent, l'indice est critiqué parce qu'il repose sur des enquêtes et des indicateurs internationaux qui ne sont pas forcément applicables à tous les pays. Est-il correct, par exemple, de mesurer la pauvreté en

Afrique de la même manière que dans les pays de l'ex-URSS? Les statisticiens s'offusquent du fait que l'IPM de référence utilise des nombres ordinaux et non cardinaux. «L'objectif de tous ces indices composites, c'est la communication. Personne ne prétend qu'ils sont ultra-précis» rappelle Kovacevic, au PNUD. «Mais si on est curieux et on veut savoir si la situation a évolué dans tel sens dans un pays et tel autre dans un autre, on peut consulter l'indice et en décortiquer les éléments.»

Charles Kenny, du Center for Global Development, un centre de réflexion de Washington, s'accorde avec Mme. Alkire pour penser qu'il est trompeur de ne voir la lutte contre la pauvreté que par le bout de la lorgnette du revenu. Des pays comme Haïti et la République démocratique du Congo ont enregistré des progrès modestes sur le plan de la mortalité infantile et de l'éducation, bien que les revenus aient stagné, explique Kenny, auteur de *Getting Better: Why Global Development Is Succeeding—and How We Can Improve the World Even More*. Mais il a lui aussi ses doutes : l'IPM peut simplement substituer un chiffre politiquement commode — 1,25 dollar de revenu journalier — à un autre. «Ce qui m'étonne, c'est qu'après tout le battage autour de la pauvreté multidimensionnelle, l'IPM se ramène à un seul nombre.»

Par ailleurs, la valeur d'un indice dépend de la qualité des données sur lesquels il se base, et dans les pays émergents, cette qualité laisse souvent à désirer. «Le problème de la connaissance du développement est double : nous en savons moins au sujet des pays les plus pauvres et moins au sujet des citoyens les plus pauvres des pays pauvres», dit Morten Jerven, auteur de *Africa: Why Economists Get It Wrong*. Par exemple, les enquêtes de terrain visant à vérifier si les ménages ont vraiment accès à l'électricité — un des indicateurs de l'IPM — ne sont tout simplement pas assez fréquentes. «L'IPM donne un certain degré de désagrégation, et fait un peu mieux que d'autres indices», précise Jerven, qui est professeur associé à la Simon Fraser University à Burnaby (Colombie britannique). «Mais si les données de base ne sont pas souvent actualisées ou ne proviennent pas d'observations réelles, ces tendances peuvent être sans valeur.»

La quête de meilleurs indicateurs de la pauvreté va de pair avec les doutes croissants quant à la capacité des statistiques conventionnelles, surtout le PIB, à mesurer la croissance de l'économie numérique, sans parler du bien-être économique et social et de la durabilité de l'environnement.

«Pour mesurer précisément nos progrès dans la voie de modes de vie plus durables, nous ressentons le besoin d'autres indicateurs que le PIB», a déclaré Gudrun Kopp, secrétaire d'État pour la coopération économique et le développement de l'Allemagne, en expliquant pourquoi Berlin a commencé à appuyer les travaux de l'OPHI sur la pauvreté multidimensionnelle.

Diane Coyle, auteur de *GDP: A Brief but Affectionate History*, préconise le suivi d'un tableau de bord d'indicateurs qui contribuent au bien-être social, tel que l'indice «Vivre mieux» de l'Organisation de coopération et de développement économiques. «L'argument inverse est qu'il faut un nombre unique, parce que c'est ce qui parle aux électeurs et aux politiciens», ajoute Coyle. «Mais, même si cette idée est attrayante, elle fait fi des compromis qu'exige la conduite de la politique économique.» Alkire reconnaît l'utilité d'une démarche axée sur un tableau de bord, mais estime qu'elle devrait inclure l'IPM. «Notre désaccord concerne l'idée qu'il faudrait examiner les

privations une à une sans jamais s'intéresser aux populations qui perdent simultanément sur de nombreux tableaux», précise-t-elle.

En fait, l'OPHI a la particularité méritoire de publier sur son site des hyperliens renvoyant aux articles ou blogs qui critiquent l'IPM. «Nous ne sommes pas sortis d'affaire, parce que nos travaux suscitent encore beaucoup de réticences», dit Mme. Alkire. Au sein même de l'équipe de l'OPHI, «on se chamailler avec ardeur et bonne humeur» sur les façons d'améliorer l'indice. «Rien n'est tabou, et j'ai moi-même des tas de critiques à propos de l'indice et de la méthodologie» ajoute-t-elle. Les données ne sont pas toutes comparables ou à jour et il y a des lacunes dans les enquêtes régionales infranationales. Mais l'indice est plutôt bon et s'améliore rapidement à mesure que la qualité des enquêtes augmente. «Il y a toute une série de critiques que je comprends et respecte. Mais sur le plan pratique, je suis en désaccord avec elles», dit-elle fermement.

Programme chargé

À quoi Mme. Alkire songe-t-elle maintenant? Elle entend continuer à améliorer l'IPM et à en étendre la portée pour mesurer l'emploi, l'émancipation («ma passion») et la violence. Elle aimerait produire un indice qui montre mieux comment les femmes vivent et sont traitées, mais cela nécessiterait un large appui politique. «On ne peut pas être trop en avance sur le point où se situent les pays. C'est une décision qu'il appartient à la communauté internationale de prendre. Si on veut un indice distinct pour les hommes et les femmes, nous savons comment procéder, mais nous n'avons pas les données nécessaires.»

C'est une erreur de s'imaginer qu'il faut beaucoup plus de données pour mesurer la pauvreté multidimensionnelle que pour la jauger à l'aune du revenu ou de la consommation. Par exemple, l'IMP ne retient que 39 des 625 questions de l'enquête sur la démographie et la santé de l'Agence internationale de développement des États-Unis, qui est une des sources principales de l'OPHI (l'enquête en grappes à indicateurs multiples de l'UNICEF étant l'autre). Il suffit de modifier légèrement les questions. «Quelques secondes, et vous obtenez de bien meilleures informations», dit-elle.

En septembre 2016, Sabina Alkire commencera à diriger ses troupes depuis les États-Unis, où elle a accepté une chaire de professeur à plein temps à George Washington University, où elle retrouvera James Foster. «GW a eu la bonté de me proposer une transition en douceur et avisée», dit-elle. Mais les travaux méthodologiques sur la pauvreté se poursuivront à Oxford sous une forme ou sous une autre. «Je n'ai pas la moindre idée de la manière dont ça se fera, mais je veux continuer à travailler dans cette voie.»

En attendant, elle a fort à faire. L'église lui laisse peu de loisir pour ses passe-temps préférés — cuisine, gymnastique et méditation. Outre ses fonctions en tant qu'aumônière honoraire de Magdalen College, elle s'est beaucoup occupée de sa paroisse de Cowley St John dans la partie Est d'Oxford, qui est restée bien trop longtemps sans curé. «Cela fait un an, mais ma vie a certainement changé. Il faut que je sois là tous les dimanches, c'est bizarre», s'esclaffe-t-elle. L'œuvre du Seigneur n'est, semble-t-il, jamais achevée. ■

Alan Wheatley, écrivain spécialiste de l'économie et précédemment Rédacteur en chef chez Reuters, est Directeur de la publication et coauteur de The Power of Currencies.

Le temps de l'incertitude

Après une décennie de progrès sociaux et économiques, l'Amérique latine se retrouve confrontée à des questions délicates

José Antonio Ocampo



IL N'Y A PAS si longtemps, la croissance économique latino-américaine relevait de la *success story*. Quand la crise financière de 2008–09 aux États-Unis et en Europe occidentale plongea les pays développés dans une grave récession, suivie d'une reprise poussive, les pays émergents, dont ceux de l'Amérique latine, incarnaient la promesse d'un nouvel élan.

Pour l'Amérique latine, la décennie 2004–13 a été exceptionnelle à bien des égards en termes de croissance économique et, plus encore, de progrès social. Certains analystes parlaient même de «décennie latino-américaine», par opposition à la «décennie perdue» des années 80 qui vit une colossale crise de la dette entraîner une profonde récession.

Pourtant, le tableau a radicalement changé. En 2014, la croissance par habitant a subi un coup d'arrêt et le sentiment d'un potentiel gâché plane de nouveau sur la région. La détérioration soudaine des perspectives tient également à une mutation majeure des facteurs internationaux qui influent sur les performances de la région, notamment la chute marquée des cours des matières premières, qui restent le socle des exportations de la région (en particulier de l'Amérique du Sud), et le ralentissement global du commerce international. Pour reprendre pied, l'Amérique latine doit entreprendre des réformes de diversification économique et de modernisation technologique de sa structure de production afin de réduire sa dépendance aux fluctuations des matières premières.

Matin à Cartagène, en Colombie.

Une économie performante

Si la fameuse décennie latino-américaine a débuté en 2004, l'embellie se préparait bien avant. Depuis les années 90, la plupart des pays affichaient des déficits budgétaires peu élevés. L'élargissement des assiettes de l'impôt avait permis une expansion solidement financée des dépenses sociales, après les coupes claires des années 80. L'inflation, proche des 1.200 % en 1990, était passée sous la barre des 10 % en 2001. Parmi ces progrès de taille, le plus remarquable, compte tenu du précédent établi par la crise de la dette, a été la nette réduction du ratio dette extérieure/PIB entre 2004 et 2008. Parallèlement, les pays ont accumulé d'importantes réserves de devises. La dette extérieure nette des réserves de change est passée d'une moyenne de 28,6 % du PIB sur la période 1998–2002 à 5,7 % en 2008 (graphique 1). Même si cette tendance a cessé en 2008, avec la fin des excédents courants enregistrés depuis 2003, elle pointait à seulement 8 % en 2014, un niveau bas au regard du passé.

Un faible ratio d'endettement étant *a priori* la marque d'un débiteur fiable, la plupart des nations latino-américaines ont bénéficié d'un accès extraordinaire aux financements extérieurs. Au milieu de la première décennie 2000, l'Amérique latine a vu les taux d'intérêt réels (corrigés de l'inflation) sur ses emprunts extérieurs baisser jusqu'à des niveaux inédits depuis la deuxième moitié des années 70, avant la crise de la dette dévastatrice responsable de la décennie perdue. Fortes de ratios d'endettement prudents, plusieurs autorités monétaires ont pu entreprendre des politiques expansionnistes contre les conséquences de la forte récession des pays avancés. Toutes les grandes banques centrales ont baissé leurs taux et plusieurs gouvernements ont augmenté les dépenses publiques afin de stimuler la demande intérieure. De toute son histoire, la région n'avait jamais été capable de mener des politiques qui enrayaient le cycle économique au lieu de l'alimenter.

Entre 2004 et le milieu de 2008, l'économie de la région a progressé à un rythme moyen de 5,2 %, du jamais vu depuis la période 1968–74 (graphique 2). De plus, cette croissance s'accompagnait souvent d'un essor de l'investissement. En pourcentage du PIB, les investissements ont frôlé, voire dépassé si l'on exclut le Brésil et le Venezuela, le pic atteint avant la crise d'endettement des années 80.

Après le bref coup d'arrêt de 2009, qui a parfois dégénéré en véritable récession, comme au Mexique, la croissance a repris, affichant un taux annuel moyen de 4,1 % sur la période 2010–13. Mais c'est entre 2004 et le milieu de 2008 que la plupart des pays ont vécu une croissance vraiment exceptionnelle, même si certains (Panama, Pérou et Uruguay) ont dépassé la barre des 6 % jusqu'en 2013.

Depuis les années 90, des progrès durables ont été accomplis en matière de développement humain (éducation, santé et autres services sociaux) grâce à une augmentation généralisée de la part du PIB consacrée aux dépenses sociales. Ces améliorations peuvent être qualifiées de «dividende démocratique», car elles découlaient du retour en force de la démocratie en Amérique latine dans les années 80.

La réduction sensible de la pauvreté ainsi que ses bienfaits sur les marchés du travail et la répartition des revenus constituent le plus remarquable progrès social de la dernière décennie.

D'après les données de la Commission économique des Nations Unies pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC) et de l'Organisation internationale du travail, le taux de chômage de la région a chuté de 11,3 % à 6,2 % entre 2003 et 2013. La part du secteur informel — caractérisé par des activités à faible productivité exercées à titre indépendant ou dans de très petites entreprises — dans l'emploi total a baissé de 48,3 % à 44,0 % entre 2002 et 2014, et la proportion des personnes ayant un emploi dans la tranche 15–64 ans a augmenté de 4,6 points.

Dans la plupart des pays, des progrès notoires ont aussi été accomplis en matière de répartition des revenus. Inédite dans l'histoire de la région, cette tendance contraste avec l'augmentation globale des inégalités dans le monde (voir «La plus grande inégalité», dans ce numéro de *F&D*). Associé à la croissance économique, ce phénomène s'est traduit par une réduction spectaculaire de la pauvreté et un essor de la classe moyenne.

Graphique 1

De meilleures perspectives de financement

Quelle que soit la mesure utilisée, la dette extérieure en pourcentage du PIB de l'Amérique latine a fortement diminué sur la dernière décennie.

(pourcentage du PIB)



Source : estimations de l'auteur sur la base de données de la Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes des Nations Unies.

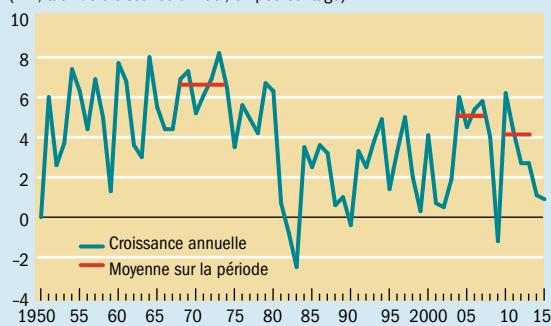
Note : La dette extérieure nette est le volume total des emprunts à l'étranger d'un pays après déduction de ses réserves de change.

Graphique 2

Du jamais-vu en plusieurs décennies

Entre 2004 et 2008, le PIB de l'Amérique latine a enregistré sa croissance la plus rapide depuis les années 70.

(PIB, taux de croissance annuel, en pourcentage)



Source : Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes des Nations Unies.

D'après les données de la CEPALC (2014), le pourcentage de la population latino-américaine vivant dans la pauvreté était plus élevé en 2002 qu'en 1980, mais le nombre de pauvres a diminué de 16 points au cours de la décennie suivante, cette baisse concernant pour moitié la pauvreté extrême. Il n'y a que dans les années 70, dans le sillage d'une rapide croissance économique, que la pauvreté avait enregistré une baisse comparable. Parallèlement, la part de la classe moyenne (entre 10 et 50 dollars de revenus par jour, selon la Banque mondiale) dans la population est passée de 23 % à 34 %.

Néanmoins, ces progrès doivent être interprétés avec précaution. Le secteur informel reste prédominant dans de nombreux pays. L'amélioration de la répartition tenait surtout à une inversion de la croissance des inégalités des années 80 et 90, l'Amérique latine restant l'un des plus mauvais élèves du monde en la matière. Par ailleurs, si les services d'éducation et de santé ont gagné en disponibilité, la qualité n'a pas suivi, comme en témoigne le piètre classement des étudiants latino-américains dans le *Programme international pour le suivi des acquis des élèves* de l'OCDE. Or, un enseignement de haute qualité est indispensable au développement des secteurs de pointe qui produisent les biens et services à forte valeur ajoutée, vecteurs essentiels d'un retour à une croissance dynamique en Amérique latine.

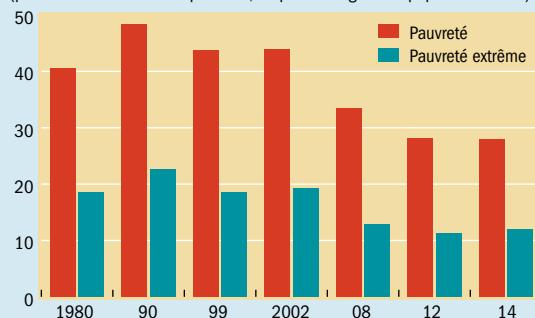
La fête est terminée

Médiocres, les récentes performances de l'Amérique latine tranchent avec la décennie glorieuse qui a pris fin en 2013. En 2014, la croissance s'est nettement repliée à 1,1 %, soit à peine 0,1 % de plus que la faible croissance démographique de la région, et elle devrait maintenir ce rythme, voire être encore plus lente en 2015, d'après les prévisions du FMI et de la CEPALC (graphique 2). L'investissement a également décliné en 2014 et il suivra cette tendance en 2015. Les taux de pauvreté ont stagné à leurs niveaux de 2012 (graphique 3) et, malgré l'absence de données concrètes, la répartition des revenus semble en avoir fait de même. Le chômage est resté faible, mais la proportion de la population en âge de travailler ayant un emploi a baissé en 2014.

Graphique 3

Le recul de la pauvreté

En baisse constante pendant une décennie, les niveaux de pauvreté en Amérique latine stagnent depuis deux ans.
(personnes vivant dans la pauvreté, en pourcentage de la population totale)



Source : Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC).

Note : La CEPALC définit la pauvreté sur la base du coût dans chaque pays d'un panier de biens et de services considérés comme essentiels.

Les récentes évolutions en Amérique latine laissent toutefois apparaître une grande hétérogénéité. Le net ralentissement est surtout le fait de l'Amérique du Sud, qui a enregistré une croissance de 0,6 % en 2014 contre 2,5 % au Mexique et en Amérique centrale. Le Venezuela a sombré dans une grave récession en 2014, laquelle va empirer en 2015, et les deux mastodontes sud-américains, l'Argentine et le Brésil, vont également traverser des récessions modérées en 2015, d'après le FMI (2015). Si la croissance reste de mise dans la plupart des autres pays sud-américains, certains ont connu un ralentissement en 2014 (Chili, Équateur, Pérou, Uruguay) ou en subissent un en 2015 (Colombie). Avec des prévisions de croissance d'au moins 4,0 %

Par rapport à 2008 et 2009, la région a perdu de sa capacité à contrer les chocs extérieurs négatifs.

en 2015, la Bolivie et le Paraguay font figure d'exception. Au nord de la région, l'économie mexicaine va rester en croissance, mais à un taux timide — 2,1 % en 2014 et 3,0 % en 2015 selon les prévisions — reflétant sa trajectoire médiocre. Avec 2,6 % de croissance moyenne entre 2004 et 2013, le Mexique pointe à l'avant-dernière place de la région. Ici, ce sont donc l'Amérique centrale (hors El Salvador et Honduras) et la République dominicaine qui se démarquent.

Par rapport à 2008 et 2009, la région conserve certains atouts, mais elle est moins à même de contrer les chocs exogènes négatifs, tels que la chute des prix des matières premières ou les variations de la politique monétaire américaine.

Même s'ils sont en hausse, les ratios d'endettement nets des réserves de change restent modestes et demeurent un argument de poids. À quelques exceptions près, cette situation d'endettement net favorable ouvre aux pays l'accès aux marchés des capitaux privés. De plus, la plupart des autorités monétaires peuvent au moins éviter des politiques restrictives pour parer aux secousses actuelles. Cependant, du fait du creusement des déséquilibres extérieurs (notamment le déficit courant) et, dans certains cas, de poussées inflationnistes, elles disposent d'une marge de manœuvre plus limitée que lors de la crise de 2008–09. Certains pays, notamment le Brésil, ont ainsi dû relever leurs taux pour enrayer la montée de l'inflation. De surcroît, l'augmentation des dépenses publiques ces dernières années a entamé la capacité de l'Amérique latine à actionner le levier budgétaire pour soutenir la croissance dans des pays frappés par le fléchissement de la demande internationale. Dans l'ensemble, la région n'enregistre plus ses excédents budgétaires primaires (différence entre recettes et dépenses avant paiement des intérêts) d'avant-crise.

Toutefois, le plus gros risque provient du solde des transactions courantes. Malgré des termes de l'échange (prix des exportations par rapport à ceux des importations) très favorables, ce solde (qui traduit globalement la différence entre les exportations et les importations de biens et de services, ou bien entre la dépense globale et la valeur du revenu national) est déficitaire



Construction du musée Soumaya dans la capitale mexicaine.

pour la région. Pour mieux comprendre, il suffit de soustraire du compte courant les gains en valeur des exportations générés par une amélioration des termes de l'échange par rapport à une année antérieure au boom des matières premières (2003). Une telle estimation révèle que l'Amérique latine a bénéficié d'une amélioration des termes de l'échange à hauteur de 7 % de son PIB sur la période 2011–13. Or, la région n'a pas seulement dépensé tous ces gains, elle s'est retrouvée avec un solde négatif. Autrement dit, elle a *dépensé plus* qu'elle n'a gagné dans le boom (graphique 4). Cette dépense excédentaire serait encore plus importante d'après d'autres estimations (FMI, 2013). À terme, les récentes dépréciations de nombreuses devises de la région vont contribuer à réduire les déficits courants (en rendant les exportations plus rentables et les importations moins attractives). Cependant, à court terme, les améliorations de la balance courante viendront de la diminution des importations, conséquence du ralentissement économique.

L'influence extérieure

Le revers de fortune de l'Amérique latine s'explique en grande partie par la dégradation du contexte extérieur qui a stimulé son essor. Les excellentes performances signées de 2004 au milieu de 2008 sont le fruit d'une extraordinaire coïncidence de quatre paramètres positifs : la croissance rapide du commerce international, la flambée des prix des matières premières, un accès élargi au financement extérieur et les possibilités d'émigration, accompagnées de l'augmentation des envois de fonds des migrants.

Deux de ces facteurs — les possibilités d'émigration et la croissance rapide du commerce international — ont disparu,

sans doute de façon définitive, suite à la crise financière dans les pays avancés.

Les possibilités d'émigration vers les États-Unis sont plus limitées et le haut niveau de chômage en Espagne a incité de nombreux émigrés sud-américains à rebrousser chemin. Les envois de fonds, qui contribuent à étayer la demande intérieure, ont repris, mais ils demeurent en dessous de leur pic de 2008.

De même, le commerce international a subi sa pire contraction en temps de paix après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Malgré une prompte remise en selle, il progresse au ralenti depuis 2011. D'après les chiffres du FMI, le volume des exportations n'a augmenté que de 3,0 % par an depuis 2007, soit la pire progression depuis la Seconde Guerre mondiale et une portion minime du taux de croissance annuel de 7,3 % enregistré entre 1986 et 2007.

La flambée des matières premières a débuté en 2004. Si elle a été interrompue par le soudain ralentissement du commerce international, elle a aussi vite repris. Les termes de l'échange ont été particulièrement bénéfiques aux exportateurs d'énergie et de minéraux (Venezuela, Chili, Bolivie, Pérou, Colombie et Équateur, dans cet ordre), suivis des grands exportateurs agricoles (Argentine et Brésil). En revanche, les pays importateurs de pétrole ont accusé le coup, notamment en Amérique centrale et dans les Caraïbes.

Avec la chute des matières premières hors pétrole à partir de 2012 et l'effondrement du pétrole au second semestre 2014, les rôles ont été inversés. Le ralentissement économique en Chine a grandement contribué à la dégringolade des cours des matières premières, largement tributaires de la demande chinoise. Il reste à savoir s'il s'agit d'un phénomène durable. Mes travaux avec



Bilge Erten (Erten et Ocampo, 2013) indiquent que les prix réels des matières premières épousent des cycles sur le long terme depuis la fin du XIX^e siècle. Si ce modèle se confirme, il faut s'attendre à une longue phase baissière.

Des quatre moteurs de l'essor latino-américain entre 2004 et le milieu de 2008, un seul fonctionne encore : le bon accès

L'Amérique latine ne peut plus s'en remettre exclusivement à des conditions extérieures favorables.

au financement extérieur. Les répliques du séisme Lehman ont en somme coupé les financements issus des marchés de capitaux privés, mais le temps d'une année seulement, après quoi les vannes se sont de nouveau ouvertes en grand. Les émissions obligataires annuelles de la région ont pratiquement triplé — pour atteindre 9,6 milliards de dollars par mois sur la période 2010–14, par rapport à 3,5 milliards de dollars entre 2004 et 2007 — et les coûts de financement sont restés faibles pour les pays qui émettaient des obligations sur les marchés de capitaux internationaux privés. Ce contexte favorable est le fruit des faibles ratios d'endettement et du volume massif de liquidités naviguant autour des marchés financiers mondiaux suite aux politiques monétaires expansionnistes des grands pays avancés

cherchant à aiguillonner leurs économies léthargiques (voir «Guerter la marée» et «Retombées» dans ce numéro de *F&D*). La crise de l'euro en 2011 et 2012, le ralentissement progressif des achats d'obligations de la Réserve fédérale, et les chocs sur les prix des matières premières en 2014 n'ont que peu affecté l'accès de l'Amérique latine aux marchés financiers mondiaux. De plus, les rares pays qui en ont étaient coupés — Argentine, Équateur et Venezuela — disposent d'importants financements chinois. Bien entendu, les conditions financières mondiales pourraient changer compte tenu des nouvelles incertitudes générées par la crise grecque autour de la zone euro ou si des fonds d'investissement se retireraient suite à un revirement de la politique monétaire américaine. Mais à l'heure où j'écris, l'Amérique latine demeure en position favorable dans ce domaine.

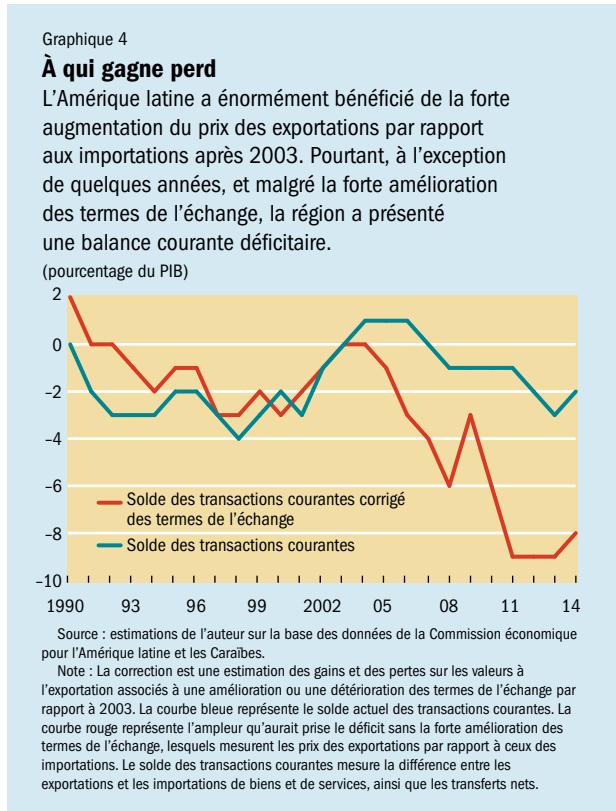
La suite

L'Amérique latine ne peut plus s'en remettre exclusivement à des conditions extérieures favorables pour propulser sa croissance dans un avenir proche et elle doit préparer le terrain par elle-même. De là la nécessité des réformes.

Les réformes doivent cependant aller au-delà des traditionnelles approches de *marché*, en vogue dans les années 80 et 90, qui n'ont en fait jamais engendré une croissance économique robuste. En effet, la croissance annuelle du PIB entre 1991 et 2014, soit après les réformes axées sur le marché, s'élève à 3,2 %, contre 5,5 % pour la période 1946–1980, durant laquelle les États intervenaient plus activement. Les performances économiques



Au Brésil, des ouvriers nivellent une cargaison de soja sur un navire au port de Tubarão.



ont été freinées par une productivité déficiente et la croissance enregistrée s'est révélée instable.

Ces résultats médiocres sur le long terme tiennent à plusieurs raisons fondamentales : une attention insuffisante portée à la modernisation technologique de la production, une désindustrialisation marquée et la spécialisation de la région dans des biens (des matières premières notamment) ouvrant peu de perspectives de diversification ou d'amélioration qualitative. Le développement du commerce avec la Chine, dont les importations depuis l'Amérique latine sont quasi exclusivement basées sur les ressources naturelles, a également pesé. En se reposant sur ses schémas d'exportation traditionnels, l'Amérique latine creuse le fossé technologique qui la sépare des économies asiatiques dynamiques, mais aussi d'économies développées riches en ressources naturelles comme l'Australie, le Canada et la Finlande.

La région doit investir à tout prix dans la diversification de son outil de production et placer l'évolution technologique au cœur de ses stratégies de développement à long terme. Cette approche doit passer non seulement par la réindustrialisation, mais aussi, et de façon tout aussi importante, par le perfectionnement des technologies d'exploitation des ressources naturelles et le développement de services modernes. La diversification du commerce avec la Chine constitue un autre axe de cette politique. Compte tenu des faibles perspectives de croissance du commerce international, il est capital de mettre l'accent sur les nouvelles technologies pour améliorer la compétitivité.

Cependant, la région ne doit pas seulement jouer la carte des exportations. La réduction de la pauvreté et l'essor de la classe

moyenne offrent également des opportunités pour les marchés intérieurs. Le meilleur outil pour mettre en valeur ces marchés est l'intégration régionale, mais il faudra pour cela surmonter les importantes divisions politiques qui ont bloqué son avancement au cours de la dernière décennie. En plein essor dans les années 90 au sein des deux grands marchés communs sud-américains — le *MERCOSUR*, qui englobait à l'origine l'Argentine, le Brésil, le Paraguay et l'Uruguay, et la *Communauté andine* formée par la Bolivie, la Colombie, l'Équateur et le Pérou —, le commerce intrarégional affiche des performances en berne depuis lors (voir «Choisir les bonnes priorités» dans ce numéro de *F&D*).

En termes macroéconomiques, pour dynamiser la diversification de la production, des taux de change réels plus compétitifs et moins volatils seront incontournables. Une intervention dans ce domaine devrait s'inscrire dans une évolution plus marquée vers des politiques macroéconomiques agissant à contre-courant des booms et des ralentissements, afin de réduire la volatilité de la croissance qui a marqué les 25 dernières années.

De gros progrès s'imposent également dans la qualité de l'éducation et les investissements dans les infrastructures. Sans une éducation plus performante, la pénurie de professionnels qualifiés freinera un progrès technologique bien nécessaire. L'insuffisance des infrastructures nécessite des investissements beaucoup plus importants dans les autoroutes, les ports et les aéroports — au moins le double de ceux en cours, selon la Banque latino-américaine de développement (2014). Ces investissements devront exploiter les partenariats public–privé, mais aussi, et peut-être dans une plus grande mesure, appeler à une augmentation de l'injection de fonds publics.

Le programme de réformes doit être établi. Il n'est pas question ici d'opérer des réformes de marché — sens généralement donné aux «réformes» dans le débat politique —, mais de trouver un meilleur dosage entre État et marché afin de consolider et de poursuivre la plus grande réalisation de la région au cours de la dernière décennie : le progrès social. ■

José Antonio Ocampo est professeur à l'université Columbia et Président du Comité des politiques de développement du Conseil économique et social des Nations Unies. Il a été Sous-secrétaire général des Nations Unies aux affaires économiques et sociales, Secrétaire exécutif de la Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes, et ministre des Finances, ministre de l'Agriculture et Directeur du Département de la planification nationale de la Colombie.

Bibliographie :

Development Bank of Latin America (CAF), 2014, La Infraestructura en el Desarrollo Integral de América Latina (Caracas).

Economic Commission for Latin America and the Caribbean, 2014, Social Panorama of Latin America (Santiago).

Erten, Bilge, and José Antonio Ocampo, 2013, "Super Cycles of Commodity Prices since the Mid-Nineteenth Century," World Development, Vol. 44, pp. 14–30.

Fonds monétaire international (FMI), 2013, Regional Economic Outlook Western Hemisphere (Washington, May).

———, 2015, Regional Economic Outlook Western Hemisphere (Washington, April).

Une orientation claire

La confiance, atout primordial pour la réussite économique de l'Amérique latine



Alejandro M. Werner
est Directeur du
Département hémisphère
occidental au FMI.

LES THÉORICIENS de l'économie se demandent si la confiance est une variable indépendante qui influe sur les résultats économiques ou si elle reflète des informations fondamentales sur l'état actuel et futur de l'économie. Les praticiens, quant à eux, savent que, quelle que soit la réponse, les problèmes de confiance sont réels et que lorsque la conjoncture se dégrade, la crédibilité des décideurs et de leurs politiques en pâtit.

Nous traversons justement une conjoncture difficile. Après cinq ans de croissance en berne, l'Amérique latine est aux prises avec la croissance la plus lente des quinze dernières années. La confiance des entreprises et des consommateurs est proche de ce qu'elle était après la chute de Lehman Brothers. En effet, les indices de confiance restent inférieurs d'environ 30 % à leurs maximums de 2010.

À cela plusieurs raisons : l'absence d'orientations claires au sortir du boom des matières premières, l'incertitude quant aux nouvelles sources potentielles de croissance et les crises politiques liées aux avancées non viables d'une classe moyenne grandissante, sans oublier les épisodes de corruption. D'ailleurs, les récentes cotes de popularité des présidents traduisent cette perte de confiance.

Un nouvel élan

Pour rétablir la confiance, entretenir une croissance durable et assurer une prospérité partagée, les gouvernements de la région doivent donner une orientation claire à leurs politiques économiques et consolider les démocraties et les institutions du marché. Des politiques et des réformes structurelles plus énergiques s'imposent pour soutenir la reprise, mais les responsables politiques devront sans doute prendre d'autres mesures pour renforcer la gouvernance, la transparence et la primauté du droit.

Les tendances de l'économie mondiale continueront de peser lourdement sur la croissance

et sur la confiance dans la région, malgré une conjoncture qui s'est sensiblement améliorée depuis 2008-09. De manière plus précise, le ralentissement persistant de la croissance chinoise qui est attendu implique que les cours des matières premières resteront faibles durant les trois à cinq années à venir et que les pays sud-américains risquent de devoir se tourner vers de nouvelles sources de croissance robuste. En outre, la perspective d'une remontée des taux d'intérêt aux États-Unis signifie un retour à la normale après une période prolongée de liquidités abondantes sur les marchés financiers internationaux. La plupart des observateurs tablent certes sur un processus sans heurts, mais les turbulences pourraient gagner les marchés financiers. Dans certains pays, les effets de cette conjoncture mondiale seront aggravés par des problèmes intérieurs, tels que les craintes grandissantes liées à la corruption ou l'incertitude créée par les réformes structurelles qui, à terme, devront doper la croissance, mais au prix de quelques perturbations initiales.

Il est essentiel de rétablir la confiance pour inverser la tendance. Il est donc impératif de maintenir — dans certains cas de rétablir — les ancrages budgétaires et monétaires. Sur le plan budgétaire, les pays devront peut-être réussir à convaincre que leur politique reviendra à la normale après le basculement anticyclique qui a succédé à la chute de Lehman Brothers en 2008.

Avant cette date, la croissance vigoureuse et la montée des cours des matières premières ont permis aux gouvernements de dépenser beaucoup plus tout en réduisant leur taux d'endettement par rapport au PIB. En 2009, les pays d'Amérique latine ont appliqué des mesures audacieuses pour lisser les effets de la crise financière mondiale. Leur riposte anticyclique a permis d'atténuer l'impact du choc exogène, mais il ressort des études du FMI que le gros de l'expansion budgétaire était dû à une augmentation des salaires et des programmes

sociaux, qu'il sera difficile d'inverser. En outre, la crise a également contraint à relâcher certaines règles budgétaires et à accroître le ratio dette/PIB. Le grand défi à relever durant les deux années à venir consistera à ramener ce ratio sur une trajectoire descendante, à ajuster les dispositifs budgétaires pour garantir une inversion relativement rapide de la relance budgétaire anticyclique et à accroître sensiblement l'efficience des dépenses.

Sur le plan monétaire, il faudra tenir compte autant que possible des contraintes posées par le cycle économique et les tensions inflationnistes, compte tenu des décalages dans la normalisation monétaire des principaux pays avancés. Un retour à la normale aux États-Unis, le risque de sorties de capitaux, les fluctuations des cours des matières premières et les variations de taux de change qui en découlent — doublées des incertitudes liées à la production potentielle et aux écarts de production — mettent à rude épreuve le ciblage de l'inflation et les dispositifs de politique monétaire. Dans les pays dotés de solides régimes de ciblage, ces difficultés pourront être surmontées, et les variations de taux de change contribueront utilement à l'ajustement. Les pays de la région privés d'accès aux marchés de capitaux internationaux ou dont le régime de change est rigide devront faire face à des choix plus difficiles. Enfin, certains pays restent aux prises avec une inflation élevée, qui risque de s'aggraver sous l'effet de la conjoncture extérieure et aboutira peut-être à des changements de régime.

La fin de l'embellie extérieure exige un suivi rapproché des vulnérabilités du secteur des entreprises privées afin de préserver la stabilité financière. Durant une longue période de croissance rapide, de faibles taux d'intérêt, de conditions financières accommodantes, de termes de l'échange favorables et de monnaies fortes, les entreprises de la région ont accru leurs ratios d'endettement. Cette conjonction sans précédent de facteurs propices arrivant à son terme, certaines entreprises se retrouveront surendettées, ce qui compromettra vraisemblablement leur situation financière et provoquera une inversion perturbatrice du levier financier.

Jeter les bases

La tâche la plus importante pour la région consiste à jeter les bases de la reprise d'une croissance forte et durable. Durant les années fastes, la bonne tenue des cours des matières premières et les faibles taux d'intérêt ont permis à beaucoup de pays d'accroître l'investissement et d'entretenir la santé de leurs comptes extérieurs. Maintenant, nous voici retombés dans la dynamique pernicieuse qui pendant si longtemps a entraîné l'épargne, l'investissement et la croissance de la productivité à la baisse. Pour stimuler l'épargne et l'investissement et débloquer la productivité, il est vital d'engager des réformes structurelles, selon un processus qui doit être soutenu et adapté aux particularités de chaque pays. Certains voudront se centrer sur les réformes propres à corriger les goulets d'étranglement de l'investissement privé, notamment en investissant judicieusement dans l'infrastructure et en facilitant le redéploiement de la main-d'œuvre et la diversification de la production. D'autres, qui sont tombés dans les classements de compétitivité du Forum économique mondial depuis 2012, devront aussi s'atteler en priorité à renforcer les institutions propices à la compétitivité. Enfin et surtout, la croissance à moyen terme passe par le renforcement des qualifications de la main-d'œuvre grâce à l'éducation et à la formation.

En règle générale, ces réformes mettent un certain temps à porter leurs fruits, mais l'un des avantages de l'investissement dans l'infrastructure est son effet d'entraînement sur la demande globale et la production à court terme. Comme dans d'autres régions émergentes, le creusement du déficit d'infrastructure en Amérique latine exige un surcroît d'investissement de l'ordre de 3 à 4 % du PIB chaque année à moyen terme. Le secteur privé ayant peu d'intérêt à investir dans l'infrastructure, c'est souvent le secteur public qui doit intervenir, seul ou dans le cadre de partenariats public-privé. Certains des plus grands pays de la région ont déjà annoncé ou engagé de grandes initiatives de ce genre pour corriger les déficits d'infrastructure. Le FMI a d'ailleurs entrepris de développer son travail en la matière en aidant les pays à évaluer les conséquences macroéconomiques et financières des différentes formules de dépense, ainsi qu'à évaluer et renforcer les capacités institutionnelles de gestion de l'investissement public.

Cependant, des politiques et des institutions plus solides ne suffiront pas à rétablir la confiance. Les dirigeants politiques doivent prendre l'initiative, expliquer clairement les priorités et mobiliser le soutien nécessaire aux choix difficiles grâce au dialogue social. Il ressort des études sur les réformes structurelles que la phase de conception et le consensus social sont déterminants pour la réussite et la pérennité des réformes.

Prenons le cas de l'Australie. Après une période de croissance décevante, au milieu des années 80 elle s'est engagée dans un processus de réformes structurelles en plusieurs étapes. Outre le rétablissement de la stabilité macroéconomique, le pays a entrepris une série de réformes qui ont touché au budget, au marché du travail et à celui des produits et ont sensiblement redressé les résultats macroéconomiques. Mais c'est la recherche résolue d'un consensus politique mobilisant l'ensemble de l'administration publique et de la société civile qui a été déterminante pour la réussite. Cette démarche a encouragé un débat ouvert et constructif sur les options de politique générale — faisant intervenir les instituts de réflexion, les syndicats, les universités et d'autres institutions — et mobilisé un degré nécessaire de soutien et de cohésion sociale. Certains pays d'Amérique latine ont commencé à créer ce type d'environnement en mettant en place des commissions d'experts pour œuvrer aux meilleures réformes et les soumettre à un débat ouvert. C'est là un domaine de la vie politique qui exige et mérite une plus grande attention. S'attaquer résolument à la corruption, comme certains pays de la région ont commencé à le faire, peut aussi grandement contribuer à rétablir la confiance et à mettre en place les institutions nécessaires à une croissance durable et inclusive.

Beaucoup de pays de la région restent attachés à leurs solides cadres d'action, mais face à la rapidité des changements économiques et à l'étonnante faiblesse de la confiance des entreprises et des consommateurs, il serait bon de réaffirmer continuellement cet engagement, notamment au regard des politiques macroéconomiques. Un programme de réformes structurelles clairement énoncé serait aussi de nature à nourrir la confiance — dans un climat de gouvernance et de primauté du droit renforcés — en permettant par ailleurs aux dirigeants politiques de préciser les priorités et de mobiliser le soutien nécessaire aux choix difficiles par le biais du dialogue social. ■



La plus grande INÉGALITÉ

La favela de Parque Real jouxte
le quartier aisné de Morumbi,
à São Paulo, Brésil.

Nora Lustig

L'Amérique latine est la région où les inégalités sont les plus marquées, mais elle est en progrès

L'AMÉRIQUE latine est une terre de contrastes extraordinaires. On y trouve le deuxième homme le plus riche au monde et 5 % des milliardaires de la planète, mais aussi une misère profonde.

La mortalité infantile et la malnutrition dans les zones rurales et les bidonvilles et parmi les classes défavorisées des pays à revenu intermédiaire latino-américains sont très proches de celles des nations réputées les plus pauvres. Le taux de pauvreté des peuples autochtones et d'origine africaine est le double ou le triple, voire plus, de celui de la population blanche.

L'Amérique latine n'est pas la région ayant le plus grand nombre ou pourcentage de pauvres (c'est l'Asie du Sud qui détient ce record). Mais c'est là que la répartition du revenu est la plus inégale : les pauvres y reçoivent un pourcentage du revenu national global moins élevé que partout ailleurs. Les taux de pauvreté en Amérique

latine sont donc systématiquement supérieurs à ce que l'on attendrait en comparaison d'autres pays ayant un revenu moyen similaire.

Le coefficient de Gini est un indice d'inégalité couramment utilisé. Si la totalité du revenu était perçue par un seul individu, le coefficient de Gini serait égal à 1. Si chacun avait le même revenu, il serait égal à zéro. Plus le coefficient est élevé, plus les inégalités sont marquées. À ce compte, en Amérique latine, le degré d'inégalité est 30 % supérieur à la moyenne mondiale (graphique 1).

Baisse tendancielle

Néanmoins, alors que l'inégalité s'accentue un peu partout dans le monde, elle a diminué dans presque tous les pays d'Amérique latine depuis 2000 (graphique 2). Elle a chuté dans les pays à forte croissance (Chili et Colombie), mais aussi au Brésil et au Mexique, qui ont une

croissance plus modérée. Elle est en recul là où gouverne la gauche (Argentine, Bolivie, Brésil, Chili, El Salvador, Équateur, Nicaragua, Paraguay, Uruguay et Venezuela) et là où le centre ou centre-droite est au pouvoir (Mexique et Pérou). Elle a baissé chez les exportateurs et les importateurs de matières premières, dans le pays où le salaire minimum est en hausse et dans ceux où il stagne.

Le recul des inégalités a pour conséquence importante une baisse plus rapide de la pauvreté. Si la répartition du revenu ne change pas, la baisse de la pauvreté est fonction de la croissance du revenu par habitant. La réduction des inégalités renforce l'impact de la croissance sur la pauvreté. Dans les années 2000, le pourcentage de la population extrêmement pauvre en Amérique latine a chuté de plus de 50 % — de 25 % à environ 12 % (graphique 3). Cette chute de la pauvreté est attribuable pour 60 % à la croissance économique et pour 40 % à la baisse des inégalités. Le déclin de l'inégalité en Amérique latine est dû à deux grands facteurs : la répartition plus équitable des revenus et les transferts publics.

La répartition plus équitable des revenus du travail entre salariés et travailleurs indépendants est le facteur principal, qui explique 60 % de la baisse de l'inégalité. Cela tient au fait que les salaires des travailleurs très peu qualifiés ont augmenté plus vite que ceux des travailleurs plus instruits, notamment les diplômés de l'éducation supérieure. En fait, les salaires de ces derniers ont stagné et parfois même diminué au Brésil et au Mexique. Dans l'ensemble de la région, la diminution de l'écart entre les travailleurs qualifiés et peu qualifiés s'explique par une tendance générale à l'augmentation du pourcentage de travailleurs diplômés de l'enseignement secondaire ou supérieur (graphique 4).

L'élargissement de l'accès à l'éducation, surtout au cours des années 90, a donné le résultat espéré : le rétrécissement de l'écart entre les salaires des travailleurs qualifiés et peu qualifiés. Le nombre de travailleurs diplômés du secondaire ou du supérieur a augmenté plus vite que celui des emplois hautement qualifiés. Parallèlement, la demande de travailleurs peu qualifiés s'est accrue dans les pays connaissant un essor des produits de base agricoles, et les salaires peu qualifiés ont aussi augmenté du fait de la hausse du salaire minimum, par exemple en Argentine et au Brésil.

Les transferts publics ont été le deuxième grand facteur qui explique en moyenne 20 % de la diminution des inégalités. Le montant de ces transferts a augmenté, et ils ont été mieux ciblés au profit des plus démunis. Presque tous les pays de la région ont un système phare de transferts monétaires conditionnés à la scolarisation des enfants, qui doivent aussi passer des visites médicales périodiques.

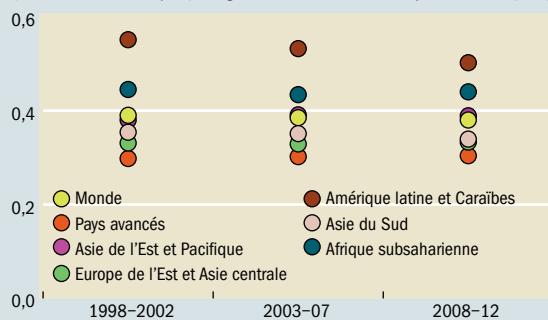
Face à la diminution de leurs ressources après la crise de la dette des années 80, beaucoup de gouvernements d'Amérique latine ont remplacé les coûteuses subventions universelles par des programmes ciblés en faveur des pauvres. Depuis leur institution au Brésil et au Mexique dans la deuxième moitié des années 90, les transferts monétaires conditionnels ont été une des plus importantes innovations de la politique sociale en faveur des plus démunis. De nos jours, environ 27 millions de ménages latino-américains — pauvres pour la plupart

Graphique 1

Sorts convergents

L'Amérique latine est la région où les inégalités de revenu sont les plus marquées au monde, mais aussi une des deux seules (avec l'Asie du Sud) où l'inégalité est en baisse.

(coefficients de Gini moyen par région et niveau de revenu, moyennes sur cinq ans)



Sources : calculs des auteurs basés sur OCDE, Base de données sur la distribution des revenus ; Gini, pauvreté, revenus, méthodes et concepts ; Banque mondiale PovcalNet : outil en ligne d'analyse de la pauvreté ; CEDLAS et Banque mondiale, base de données socioéconomiques pour l'Amérique latine et les Caraïbes.

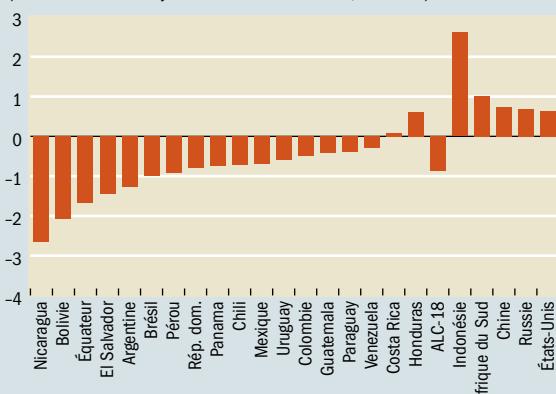
Note : Les moyennes régionales sont les moyennes des inégalités au sein des pays pour lesquels les données étaient disponibles ; la couverture des données varie donc considérablement d'une région à l'autre.

Graphique 2

Tendance forte

La plupart des pays d'Amérique latine ont vu les inégalités diminuer, à la différence de beaucoup de pays du reste du monde.

(variation annuelle moyenne du coefficient de Gini, 2000-10)

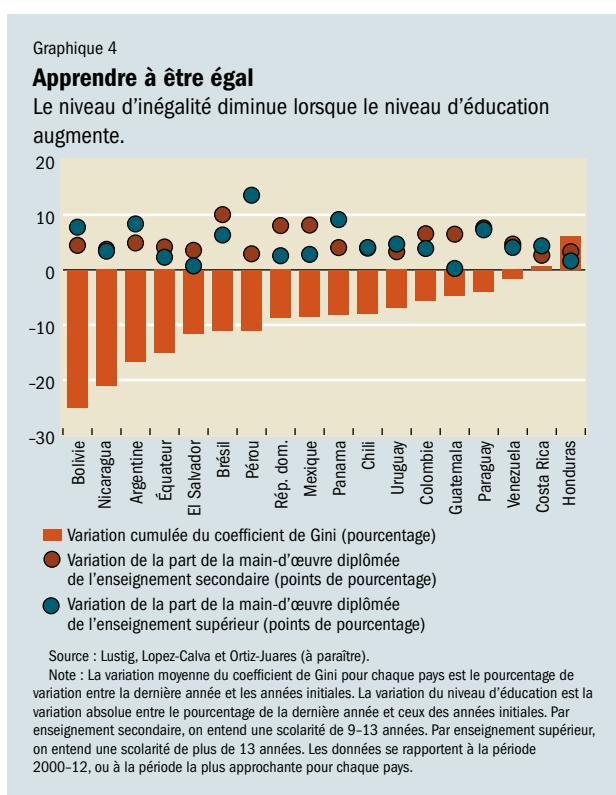
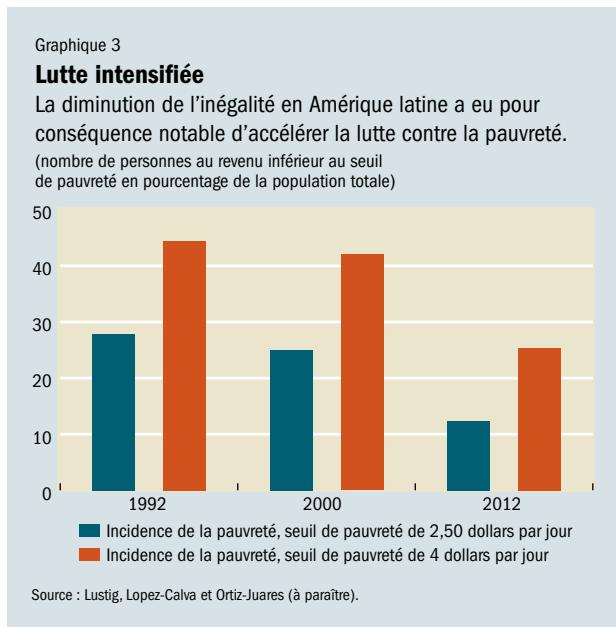


Source : Lustig, Lopez-Calva et Ortiz-Juarez (à paraître).

Note : Le groupe ALC-18 inclut l'ensemble des pays d'Amérique latine indiqués sur l'axe horizontal.

— bénéficient de ces transferts monétaires conditionnels. Ces prestations ont permis de rehausser le niveau de vie des pauvres et contribué à améliorer la santé, l'éducation et la nutrition des enfants vivant dans la pauvreté, d'où la promesse de meilleures conditions d'emploi à l'avenir.

Depuis peu, certains systèmes de transferts monétaires intègrent d'autres éléments : assistance technique, crédit et transferts d'actifs modérés en faveur des petits producteurs agricoles et des microentrepreneurs, dans le but d'accroître la productivité et la production, en particulier dans les zones rurales. Beaucoup de pays d'Amérique latine ont aussi mis en



place des systèmes de retraites non contributives pour assurer un minimum-retraite aux personnes âgées non protégées par le système officiel de sécurité sociale.

Perspectives

Il est difficile de prédire l'évolution des inégalités de revenu. Comme les pays d'Amérique latine doivent s'attendre à une croissance ralentie et à des budgets plus restreints, il est possible que l'inégalité cesse de diminuer pour deux raisons. Le

ralentissement de la croissance, notamment des exportations agricoles, se traduira par une baisse de la demande de travailleurs peu qualifiés. Leurs salaires cesseront donc d'augmenter et pourraient même baisser.

Moins de croissance, c'est aussi moins de rentrées fiscales. Pour empêcher la dérive de leurs comptes budgétaires, les gouvernements devront accroître les impôts ou baisser les dépenses, ou les deux. Dans ces conditions, le salaire minimum et les transferts ne continueront pas à augmenter. De fait,

L'évolution de l'inégalité dépendra de la durée de la phase de ralentissement de la croissance.

certains pays pourraient être contraints de les réduire (c'est déjà parfois le cas, au Guatemala par exemple). Dans les pays à forte inflation, les transferts pourraient simplement être érodés par la hausse des prix.

Toutes choses égales par ailleurs, la diminution de la demande de travailleurs peu qualifiés et la stagnation ou la baisse du salaire minimum et des transferts publics creuseront les inégalités. Par contre, si le fléchissement de la croissance réduit la demande de travailleurs qualifiés plus vite que celle de travailleurs peu qualifiés, l'écart de salaires entre les deux groupes continuerait à se rétrécir, et la baisse de l'inégalité pourrait se poursuivre. L'économie nord-américaine étant en phase de reprise, l'accroissement des envois de fonds des Latino-Américains vivant et travaillant aux États-Unis pourrait aussi avoir un effet stabilisateur.

Au bout du compte, l'évolution de l'inégalité dépendra de la durée de la phase de ralentissement de la croissance et des forces — vers l'égalité ou l'inégalité — qui l'emporteront.

En dépit de la baisse des inégalités de revenu des ménages, la répartition du revenu en Amérique latine demeure étonnamment inéquitable. D'après certains calculs, le nombre de milliardaires en Amérique latine en 2014 a augmenté plus que partout ailleurs. Les décideurs doivent trouver le moyen de préserver le mouvement de baisse des inégalités, même face à l'austérité. L'amélioration du sort des pauvres devrait demeurer une priorité même en période de difficultés budgétaires. C'est la marche à suivre. ■

Nora Lustig est titulaire de la chaire de Samuel Z. Stone d'Économie de l'Amérique latine, Directrice du Commitment to Equity Institute à Tulane University et membre associée non résidente du Center for Global Development and the Inter-American Dialogue.

Bibliographie :

Lustig, Nora, Luis F. Lopez-Calva, and Eduardo Ortiz-Juarez, à paraître, «Deconstructing the Decline in Inequality in Latin America», dans Proceedings of IEA Roundtable on Shared Prosperity and Growth, sous la direction de Kaushik Basu et Joseph Stiglitz (New York : Palgrave MacMillan).

Guetter la marée

L'Amérique latine semble mieux préparée que par le passé à faire face aux sorties de capitaux, mais sa résilience pourrait bientôt être mise à l'épreuve

Plage de Copacabana,
Rio de Janeiro, Brésil.

Andre Meier

DEPUIS 2009, les investisseurs étrangers ont placé un montant énorme de 1.700 milliards de dollars dans les six pays d'Amérique latine intégrés financièrement avec le reste du monde : Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay. Les obligations, actions et autres titres achetés par des étrangers représentaient à eux seuls près de 640 milliards de dollars.

Ces entrées de capitaux sont considérablement supérieures à la moyenne de la décennie précédente, même rapportées au PIB. Et on n'avait jamais vu des investissements de portefeuille d'une telle ampleur depuis le début des années 90 (graphique 1).

Cet afflux massif d'argent en Amérique latine s'explique par un mouvement mondial de capitaux des pays avancés vers les pays émergents. Depuis la crise financière mondiale, nombre de pays avancés affichent une croissance faible et des taux d'intérêt proches de zéro, ce qui a incité les investisseurs à chercher des débouchés ailleurs, d'où une vague de diversification dans les actifs de pays émergents, où la croissance et les taux d'intérêt étaient plus élevés et la situation économique semblait plus solide.

Du bon et du moins bon

Cet afflux d'investissements étrangers a ses avantages. Les crédits extérieurs peuvent apporter aux pays d'accueil le financement dont ils ont le plus grand besoin pour investir ou permettre une évolution plus lisse de la consommation qu'il ne serait possible autrement. Les récentes entrées massives de capitaux ont aussi permis aux gouvernements et aux entreprises latino-américaines de réduire leurs charges d'intérêts en émettant des obligations assorties de taux plus bas et d'échéances plus longues. Et dans la mesure où les investisseurs étrangers prennent une part dans l'économie intérieure — et que, parallèlement, les investisseurs intérieurs placent leurs fonds à l'étranger —, ils commencent en fait à partager les risques, ce qui peut être utile pour les pays qui sont lourdement tributaires

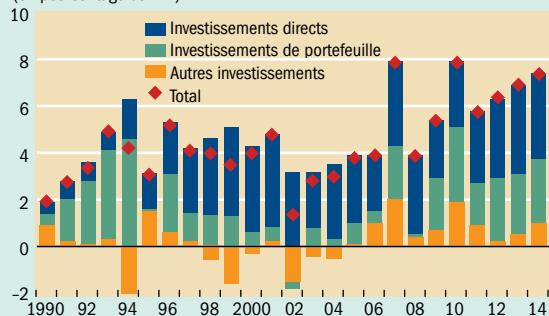
de la prospérité d'un secteur particulier, par exemple les matières premières dans beaucoup de pays d'Amérique du Sud.

L'ampleur des mouvements de capitaux peut cependant avoir aussi des effets négatifs. Nombre d'observateurs sont d'avis que les récents afflux de capitaux pourraient être suivis par un reflux perturbateur de grande ampleur. Historiquement, les flux d'investissements étrangers sur les marchés obligataires et boursiers latino-américains ont été particulièrement volatils, faisant naître pendant les périodes fastes une exubérance qui cessait soudain ou s'inversait lorsque les investisseurs changeaient d'avis. Les sorties de capitaux ont été déclenchées dans le passé par la hausse des taux d'intérêt dans les pays avancés, l'augmentation de l'aversion au risque sur les marchés financiers mondiaux, ou de mauvaises nouvelles économiques en provenance des pays émergents.

Graphique 1
Afflux de capitaux

Les flux bruts de capitaux vers le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay ont été particulièrement abondants ces dernières années.

(en pourcentage du PIB)



Source : FMI, *Balance of Payments Statistics Yearbook*.

Note : Les autres investissements incluent les produits dérivés.

On conçoit aisément pourquoi l'Amérique latine craint aujourd'hui une poussée des sorties de capitaux. Il faut s'attendre à une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis; les risques géopolitiques restent considérables, et les perspectives économiques de la région demeurent plutôt ternes, à la suite de la récente chute des cours des matières premières et du ralentissement marqué de la croissance économique.

De plus, l'ombre de l'histoire continue à planer sur la région. Durant les années 80 et 90, ainsi qu'au début de la décennie suivante, l'Amérique latine a essuyé une série de crises économiques et financières causées par des interruptions soudaines des entrées de capitaux. Un exemple marquant est la «crise tequila» que le Mexique a vécue en 1994–95, lorsque le peso s'est brutalement déprécié et la croissance a chuté à pic lorsque la période d'entrées massives de capitaux a soudain fait place à une fuite éperdue. Quelques années plus tard, le Brésil (en 1998–99) et l'Argentine (en 2001) ont subi des crises monétaires similaires. Le souvenir de ces crises et de bien d'autres est encore très vivant en Amérique latine, ce qui accentue l'inquiétude face aux amples flux et reflux de capitaux.

Une plus grande résilience

Et pourtant, il y a eu beaucoup de progrès depuis les années 90. Tous les pays financièrement intégrés ont aujourd'hui des taux flottants, ayant rompu avec l'ancien régime d'arrimage monétaire qui avait tendance à s'effondrer pendant les accès de fuites des capitaux. De nos jours, lorsque les capitaux étrangers quittent ces pays, leurs monnaies peuvent se déprécier, ce qui leur permet de résister, comme le roseau qui plie, mais ne rompt pas dans la tempête. En fait, la dépréciation de la monnaie aide à stabiliser la demande d'actifs intérieurs, à la différence de ce qui se produisait naguère, lorsque les banques centrales tentaient de défendre la parité de leur monnaie (surévaluée) en vendant leurs réserves de devises. Cette parade peut être valable un certain temps, mais les réserves de change risquent de finir par s'épuiser, et les banques centrales doivent se résigner à une forte dévaluation.

Fait notable, bien que, grâce au flottement de la monnaie, les banques centrales aient moins besoin d'intervenir sur le marché des changes, leurs volants de réserves ont considérablement augmenté au cours des dix à quinze dernières années. Dans presque tous les pays financièrement intégrés, les réserves sont aujourd'hui suffisantes pour couvrir une année entière de service de la dette extérieure. Ces volants confortables — les réserves du Brésil et du Mexique totalisent à elles seules 550 milliards de dollars — donnent l'assurance que les banques centrales peuvent intervenir pour lisser les fluctuations du taux de change si nécessaire, sans se trouver rapidement à court de réserves.

Mais les pays d'Amérique latine sont allés plus loin pour devenir plus résilients. Une des décisions marquantes est la dédollarisation de la dette publique. Jusqu'en 2000, les États de la région émettaient des obligations libellées en dollars. Ils n'avaient souvent pas le choix, car les investisseurs n'auraient pas acheté des titres libellés en monnaies affaiblies par les flambées de l'inflation. Cependant, les dettes publiques en dollars pouvaient ruiner les finances publiques en cas de forte appréciation du billet vert, car le coût du service de la dette explosait. Les banques centrales latino-américaines ont donc bataillé pour établir des régimes monétaires plus crédibles et ancrer l'inflation à un bas niveau.

La confiance grandissante des investisseurs a permis aux États d'émettre un volume croissant d'obligations libellées en monnaie nationale, le risque de change étant dès lors supporté par les investisseurs (étrangers), et non par les États latino-américains.

Points névralgiques potentiels

Les bilans restent cependant vulnérables : le secteur des entreprises est peut-être devenu la principale source de risques. Ces dernières années, les entreprises latino-américaines ont profité des conditions de financement favorables pour émettre un gros montant d'obligations en devises. Bien qu'une partie de ces obligations se soit substituée au crédit bancaire, l'endettement global des entreprises de la région a augmenté (Rodrigues *et al.*, 2015). Certaines entreprises très endettées peuvent se trouver en difficulté, maintenant que le ralentissement économique rogne leurs bénéfices. Pire encore, une hausse soudaine du dollar pourrait faire flamber la dette des entreprises. Jusqu'à présent, il n'y a pas de signes forts de pression financière sur les entreprises latino-américaines, malgré l'appréciation récente du billet vert. Les autorités nationales indiquent aussi que les entreprises se protègent en général des fluctuations de change — en constituant des réserves en dollars, par des opérations de couverture, ou grâce aux bénéfices qu'elles font à l'étranger. Il est néanmoins nécessaire de surveiller et de gérer attentivement l'endettement des entreprises.

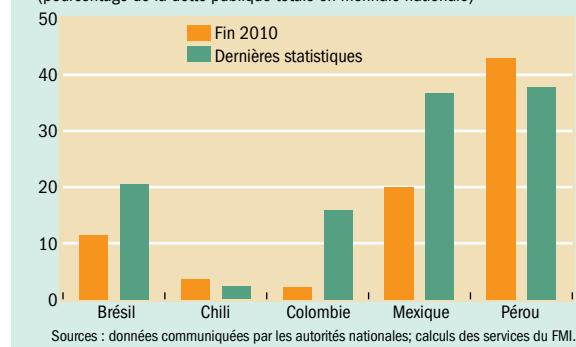
Les sorties de capitaux pourraient en outre compliquer l'existence des pays d'Amérique latine, même s'ils ont beaucoup moins de dettes libellées en dollars. C'est la rançon du succès de leurs obligations auprès des investisseurs étrangers. Au Mexique, près de 40 % des obligations publiques en pesos sont détenus par des non-résidents, contre 20 % à la fin de 2010 (graphique 2). Les investisseurs étrangers ont aussi acquis un vaste montant d'obligations colombiennes depuis que leur pondération dans plusieurs indices de référence mondiaux a été majorée l'an dernier. Vu le montant actuel des actifs aux mains d'investisseurs étrangers sur les marchés obligataires latino-américains, la situation pourrait devenir très volatile et les taux d'intérêt pourraient beaucoup augmenter si un grand nombre d'investisseurs internationaux tentaient de se retirer d'un coup. Cela souligne combien il est souhaitable de développer les marchés en établissant une base d'investisseurs diversifiée (FMI, 2014a).

Graphique 2

Créanciers extérieurs

Dans plusieurs pays d'Amérique latine, les investisseurs étrangers détiennent une large part des obligations publiques libellées en monnaie nationale.

(pourcentage de la dette publique totale en monnaie nationale)



Pour jauger plus précisément la vulnérabilité de la région aux sorties de capitaux, l'examen de la manière dont les abondantes entrées de capitaux de ces dernières années ont été utilisées est instructif. Comme le montre le graphique 3, de 2009 à 2012, quatre premières années du dernier épisode d'afflux de fonds, ils ont été mieux employés que lors de l'afflux de capitaux du début des années 90, qui s'est terminé avec la crise tequila mexicaine. En particulier, les capitaux qui ont afflué de 2009 à 2012 :

- Étaient pour une plus large part des investissements directs étrangers, qui donnent aux investisseurs voix au chapitre dans la gestion de l'entreprise. Ces investissements directs ont été moins susceptibles de faire demi-tour que les investissements de portefeuille.

- N'ont pas servi essentiellement à financer les déficits courants, ce qui montre qu'une partie des capitaux étrangers ont été épargnés, et non dépensés.

- Ont coïncidé avec une augmentation des volants de réserves de change et avec d'abondants achats d'actifs extérieurs par les investisseurs latino-américains. Dans les deux cas, il s'agissait d'une accumulation de richesse extérieure qu'il est en principe possible de ponctionner pour lisser les futures sorties de capitaux. Cette fonction d'amortisseur est évidente dans le cas des réserves de change. Mais des études montrent que les investissements directs privés peuvent avoir le même effet (Adler, Djigbenou et Sosa, 2014; FMI, 2014c). Par exemple, pendant la crise financière mondiale, lorsque les investisseurs étrangers ont retiré leurs fonds de l'Amérique latine, certains investisseurs intérieurs ont vendu leurs actifs extérieurs (à des taux de change favorables) et ont rapatrié leurs fonds. Ce faisant, ils ont contribué à stabiliser les comptes financiers de leurs pays.

Ces faits peuvent être réconfortants, mais le problème est que les tendances ont pris une mauvaise pente en 2013 et 2014. Les investissements de portefeuille ont augmenté et les déficits courants

se sont accrus, alors que l'accumulation de réserves a ralenti. La vulnérabilité en cas de sorties de capitaux a donc sans doute augmenté.

Les fondamentaux ont leur importance

Que peuvent faire les décideurs pour atténuer les risques? Il faut admettre que, dans les pays dont le marché des capitaux est ouvert (les investisseurs pouvant faire entrer ou sortir leurs capitaux sans guère de restrictions), il n'y a aucune garantie absolue contre des fuites abondantes de capitaux épisodiques. Comme on l'a vu au plus fort de la crise financière mondiale, il y a des fois où les investisseurs battent en retraite quoi qu'il arrive. Mais, la plupart du temps, la situation foncière de l'économie a son importance. En particulier, les pays ayant des soldes budgétaires et extérieurs solides, une faible inflation, un système bancaire solide et des institutions gouvernementales crédibles tendent à s'en tirer mieux lorsque les marchés font la différence — comme ce fut le cas en définitive pendant la «mini-crise de nerfs» déclenchée à la mi-2013 par l'annonce de la Réserve fédérale américaine disant qu'elle envisageait de mettre progressivement fin à son programme d'achats massifs de titres obligataires (FMI, 2014b). Cela a mis en émoi les investisseurs qui craignaient que ce coup d'arrêt provoque une hausse des taux d'intérêt américains, ce qui diminuerait l'attrait des investissements dans les pays émergents.

Il est par ailleurs plus aisés de gérer les retombées d'un exode de capitaux lorsque la souplesse du régime de change facilite l'ajustement. Il faut que les bilans intérieurs soient suffisamment solides pour tenir le coup face à la dépréciation de la monnaie. Les décideurs devraient donc veiller en priorité à empêcher une accumulation excessive de positions ouvertes en devises par les entreprises privées. Même alors, il importe que les réserves de change officielles soient suffisantes pour permettre aux autorités d'intervenir à l'occasion pour stabiliser leur monnaie lorsque le désordre s'installe sur les marchés.

Comme le dit un jour le célèbre investisseur américain Warren Buffett, «c'est seulement lorsque la marée se retire qu'on découvre qui était allé à l'eau tout nu». Avec des politiques macroéconomiques judicieuses et un regard vigilant sur les risques des bilans, les gouvernements de l'Amérique latine devraient pouvoir éviter des situations par trop embarrassantes. ■

Andre Meier est Chef de division adjoint au Département de l'Hémisphère occidental du FMI.

Bibliographie :

Adler, Gustavo, Marie-Louise Djigbenou, and Sebastian Sosa, 2014, "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?" IMF Working Paper 14/60 (Washington: International Monetary Fund).

Fonds monétaire international (FMI), 2014a, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, chapitre 2 (Washington, avril).

———, 2014b, Perspectives économiques régionales de l'Hémisphère occidental, chapitre 3 (Washington, avril).

———, 2014c, Perspectives de l'économie mondiale, chapitre 4 (Washington, octobre).

Rodrigues Bastos, Fabiano, Herman Kamil, and Bennett Sutton, 2015,

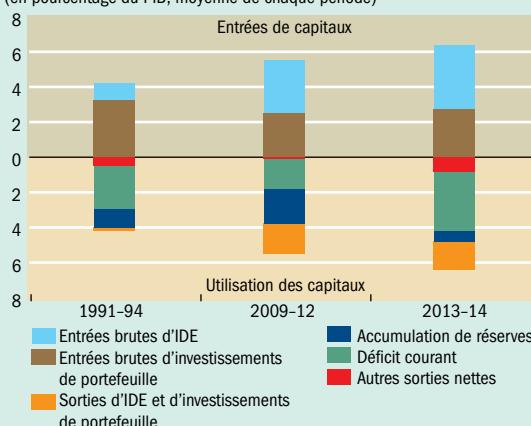
"Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of 'The Bon(d)anza,'" IMF Working Paper 15/10 (Washington: International Monetary Fund).

Graphique 3

Usage des fonds

Les récents flux de capitaux en Amérique latine sont pour une plus large part des investissements directs étrangers plus stables. Et jusqu'en 2013, les pays ont utilisé une moindre part de ces capitaux pour financer leurs déficits courants

(en pourcentage du PIB, moyenne de chaque période)



Sources : FMI, *Balance of Payments Yearbook*; calculs des services du FMI.

Note : Les pays sont le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique, le Pérou et l'Uruguay. Le solde extérieur courant mesure les échanges commerciaux nets (exportations moins importations de biens et services), le revenu net et les transferts nets. Les autres sorties nettes comprennent le solde des autres investissements, des dérivés, du compte de capital, des financements du FMI, et les erreurs et omissions. IDE = investissements directs étrangers.



Le fléau de la corruption

La gouvernance s'est améliorée dans quelques pays d'Amérique latine, mais la corruption freine encore le développement de la région

Daniel Kaufmann

DES MILLIONS d'amateurs de football suivent le scandale de la corruption à la Fédération Internationale de Football Association (FIFA). Les autorités américaines, suisses, brésiliennes, colombiennes et costaricaines, entre autres, mènent l'enquête, et des dirigeants d'organisations régionales et nationales ainsi que de sociétés américaines et d'ailleurs sont impliqués. En jeu, des accusations de pots-de-vin et de collusion pour l'attribution de contrats lucratifs et la sélection des pays d'accueil de la Coupe du monde.

Chaque scandale a ses particularités. Mais ce cas présente des caractéristiques que l'on retrouve partout : la corruption au sein d'un réseau opaque de dirigeants d'organisations nationales et internationales. Et il semble que, même si cela prendra longtemps, les responsables du scandale à la FIFA seront en définitive châtiés, comme l'indiquent certaines décisions de justice.

L'affaire dite «opération lavage de voitures» qui implique Petrobras, la compagnie pétrolière nationale du Brésil, est un autre bon exemple : la découverte de contrats mirifiques conclus avec Petrobras en échange de dessous-de-table pour d'anciens dirigeants et de contributions illégales aux partis politiques par de puissantes

sociétés de BTP s'est soldée par des mises en accusation et des condamnations devant les tribunaux brésiliens. Il y a aussi eu des allégations de corruption pour l'attribution de contrats émanant de sociétés italiennes, coréennes et suédoises. D'autres pays d'Amérique latine, dont l'Argentine, le Chili, le Guatemala et le Mexique, ont leurs propres scandales de haut niveau. Certains y réagissent.

Au-delà des scandales particuliers et des réactions qu'ils suscitent, la corruption est un fléau de grande ampleur. Le total mondial des pots-de-vin est estimé à 1.000 milliards de dollars, et l'ensemble des flux financiers illicites en provenance des pays latino-américains ces dix dernières années serait du même ordre.

Définition et évaluation

Dans le cadre d'une étude entreprise vers la fin des années 90 avec Aart Kraay à la Banque mondiale, nous avions défini la gouvernance comme les traditions et les institutions au travers desquelles s'exerce l'autorité dans un pays (voir «Gestion des affaires publiques — De l'évaluation à l'action» dans le numéro de juin 2000 de *F&D*). Cela englobe le processus par lequel les gouvernants sont choisis, rendus responsables, contrôlés et remplacés; la capacité des gouvernants à

gérer efficacement les ressources et à formuler et appliquer de saines politiques et réglementations; et le respect pour les institutions régissant leurs interactions économiques et sociales.

Pour chacun de ces domaines, nous avons établi deux indicateurs empiriques, soit six indicateurs de gouvernance mondiale (WGI), à l'aide de données d'une douzaine d'organisations. Chaque année, nous évaluons plus de 200 pays à l'aune de critères tels que la participation à la vie publique et la responsabilisation, la stabilité politique et l'absence de violence, l'efficacité de l'État, la qualité de la réglementation, la primauté du droit et la lutte contre la corruption. La corruption est l'une des mesures de la gouvernance au sens plus large, car elle tient à des faiblesses dans d'autres dimensions.

Par corruption, on entend les abus des agents des administrations publiques à des fins d'enrichissement personnel. Mais cela va bien plus loin. C'est un coûteux symptôme d'échec institutionnel, qui implique souvent un réseau de politiciens, d'organisations, de sociétés et d'individus qui s'associent pour profiter du pouvoir, des ressources publiques et des décisions politiques aux dépens du bien public.

La corruption politique systémique, le plus souvent liée au financement des campagnes électorales et à la «captation des élites (ou de l'État)» — de puissants groupes d'intérêts usant indûment de leur influence pour infléchir les lois, réglementations et politiques —, est un fléau dans beaucoup de pays industrialisés et à revenu intermédiaire (et démocratiques), notamment en Amérique du Nord, centrale et du Sud. Dans ce contexte de captation de l'État et de «corruption des lois», on peut définir la corruption comme la «privatisation de la politique publique».

Progrès mitigés

L'évolution de la gouvernance en Amérique latine ces quinze dernières années a été mitigée. Sur le plan positif, elle a échappé aux conflits de grande ampleur et au terrorisme qui sévissent dans bien d'autres régions. La démocratie continue à gagner du terrain, malgré quelques revers comme au Honduras et au Venezuela. Et dans bien des pays (Chili, Colombie, Mexique et Pérou), la gouvernance économique a progressé dans des domaines essentiels, notamment la gestion macroéconomique, apaisant les vieux fantômes de l'inflation et ouvrant la voie au redressement des finances publiques et à une plus grande transparence dans l'établissement des budgets et la passation des marchés publics.

Mais, dans bien des pays, l'amélioration de la gestion macroéconomique n'a pas été complétée par des réformes de la gouvernance à plus long terme. Les WGI font apparaître, *en moyenne*, une stagnation de l'efficacité de l'État, de la lutte contre la corruption et de la participation à la vie publique et de la responsabilisation, et une dégradation de la qualité globale de la réglementation et de la primauté du droit.

Fin 2013, la qualité de la gouvernance en Amérique latine était à la traîne par rapport aux autres régions composées surtout de pays à revenu intermédiaire, comme l'Europe centrale et orientale, qui a progressé à la faveur de la transition de la planification centrale à l'économie de marché et de l'accession à l'Union européenne. De même, sauf en ce qui concerne la participation à la vie publique et la responsabilisation (point fort relatif de l'Amérique latine), l'Asie orientale, qui privilégie une stratégie à long terme et des méritocraties indépendantes, a surpassé l'Amérique latine dans plusieurs

dimensions de la gouvernance, y compris l'efficacité de l'État, la primauté du droit et la lutte contre la corruption (graphique 1). Le score moyen de l'Amérique latine est inférieur à la médiane mondiale pour tous les indicateurs, sauf la participation à la vie publique et la responsabilisation, qui la dépassent de peu. Elle a un score particulièrement bas pour la primauté du droit et le plus bas pour la sécurité des personnes et les délits de droit commun.

Les moyennes régionales masquent de grandes disparités selon les pays. Le Chili, le Costa Rica et l'Uruguay, par exemple, font des scores relativement élevés en matière de gouvernance, à la différence de la plupart des autres pays, qui sont sous la médiane mondiale, et de certains, comme le Venezuela, qui obtiennent un score très bas. Les tendances sont aussi différentes : certains pays, comme l'Uruguay, qui ont un système politique de plus en plus ouvert, une population respectueuse des lois et une faible tolérance vis-à-vis de la corruption, et le Paraguay, parti de très bas, ont progressé au fil des ans dans la lutte contre la corruption, alors que la situation a sensiblement empiré au Venezuela.

Pour réduire la «petite corruption» liée à un excès de bureaucratie, plusieurs pays (Colombie, Mexique et Costa Rica) ont réduit les formalités administratives, mais beaucoup d'autres ont pris du retard. Sur le plan de la compétitivité mondiale, que mesure le Forum économique mondial, seuls 7 des 18 pays de la région se situent dans la moitié supérieure de l'indice, qui compte 144 pays. Le Chili (33^e et en recul) et Panama (48^e) sont parmi les 50 premiers. Le principal facteur est la qualité médiocre de leurs institutions.

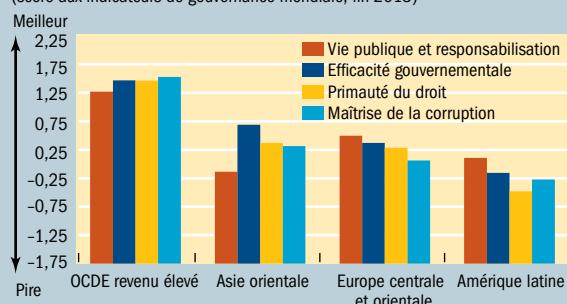
Plusieurs pays de la région sont tributaires de leurs produits de base, notamment de ressources naturelles comme le pétrole ou les minerais. À quelques exceptions près (Chili et dans une certaine mesure Colombie et Brésil), les pays riches en ressources ont une gouvernance et une maîtrise de la corruption inférieures aux autres. Dans l'ensemble des régions, Amérique latine comprise, il apparaît à l'examen que les pays riches en ressources n'ont pas saisi l'occasion de réformer leur gouvernance au cours du «supercycle» des matières premières des dix dernières années. Les statistiques montrent que, dans bien des pays, y compris en Amérique latine,

Graphique 1

Progrès mitigés

Les indicateurs de gouvernance de l'Amérique latine sont tous inférieurs à ceux des autres régions, sauf la participation à la vie publique et la responsabilisation.

(score aux indicateurs de gouvernance mondiale, fin 2013)



Sources : données des indicateurs de gouvernance mondiale (World Governance Indicators, WGI) sur www.govindicators.org; calculs de l'auteur.

Note : La fourchette théorique va de -2,5 (pire) à +2,5 (meilleur); unité : écart-type. Les scores de l'OCDE n'incluent pas les pays d'Europe centrale et orientale.

la participation à la vie publique et la responsabilisation se sont dégradées, surtout dans certains pays regorgeant de pétrole, de même que la maîtrise de la corruption et, sauf en Colombie et au Brésil par exemple, la primauté du droit (graphique 2).

Importance de la gouvernance

Les études basées sur les WGI montrent l'importance de la gouvernance pour le développement. Nous avons noté, en moyenne, que la bonne gestion publique dégage à long terme un « dividende de développement » de 300 % : par exemple, une amélioration de la gouvernance faisant passer le faible score du Venezuela en matière de lutte contre la corruption (ou de primauté du droit) au niveau de celui de l'Argentine, du Mexique ou du Pérou, ou portant le score de n'importe lequel de ces trois pays au niveau de celui du Costa Rica, produit *par voie de causalité* sur le long terme un triplement du revenu par habitant, une baisse d'un tiers de la mortalité infantile et une hausse considérable des taux d'alphabétisation. Et rien ne prouve que le surcroît de revenus et la souplesse que peut donner aux pays riches en ressources la manne des matières premières soient capables de compenser les insuffisances de la gouvernance. Les chiffres indiquent que le dividende de développement de la bonne gouvernance est au moins aussi élevé pour les pays riches en ressources que pour les autres. En fait, certaines études récentes montrent que la mauvaise gouvernance freine les investissements dans l'exploration pétrolière.

Outre l'effet sur les revenus, selon plusieurs autres études (dont Gupta, Mauro et Tanzi, du FMI), la corruption sape les bénéfices de l'éducation, de la santé, des investissements publics et de l'égalité des revenus. Elle entrave le développement, en favorisant la mainmise de groupes influents et en affaiblissant l'assiette fiscale, en minant les finances publiques (comme en Grèce) et en détournant les talents (des activités productives à l'exploitation des profits de la corruption) et les investissements publics (au bénéfice de projets

gourmands en capitaux et aux dépens de l'éducation et de la santé). Et la corruption taxe lourdement les investisseurs.

Ce n'est pas purement académique. Malgré des progrès dans quelques pays, la croissance de l'Amérique latine est depuis toujours inférieure à son potentiel (et très loin de l'Asie orientale) et ralentit nettement, comme les investissements étrangers. Plus d'un tiers des habitants vivent encore avec moins de 5 dollars par jour dans une région riche en ressources naturelles. L'inégalité de revenus y est parmi les plus élevées au monde (voir « La plus grande inégalité » dans ce numéro), et elle est à la traîne de ses pairs dans les autres régions sur le plan de l'éducation et de l'innovation.

Combattre la corruption

Les tentatives de lutte contre la corruption ne mènent jamais à rien si elles se bornent au train-train habituel, par exemple une loi anticorruption de plus, qui reste lettre morte, ou une campagne ou institution anticorruption de plus. Il faut une stratégie intégrée qui modifie les incitations et combatte systématiquement la corruption, en s'opposant à la captation et aux réseaux corrompus. Cela passe par le renforcement de l'appareil judiciaire, la réforme du financement politique, la création de systèmes de méritocratie et l'accroissement de la transparence et de l'obligation de rendre compte. Toutes les branches du gouvernement doivent y être impliquées, de même que la société civile, les médias et le secteur privé.

La priorité doit bien sûr aller aux réformes politiques, dont la démocratisation et la modernisation des partis politiques et l'instition d'un système transparent et méritocratique de sélection de leurs dirigeants. Beaucoup de pays de la région ont adopté des réglementations du financement des partis, mais elles sont entachées de lacunes et leur mise en œuvre laisse à désirer (du fait du hiatus trop courant entre la loi et la pratique) à cause du manque de contrôle et de défauts d'application, ainsi que d'un manque de transparence. Il importe de combler ces lacunes; par ailleurs la réforme politique doit rendre illégales les contributions des sociétés, plafonner le financement individuel et les dépenses de campagne, imposer la publicité détaillée des contributions et dépenses de campagne et renforcer le contrôle électoral (à l'exemple du Mexique).

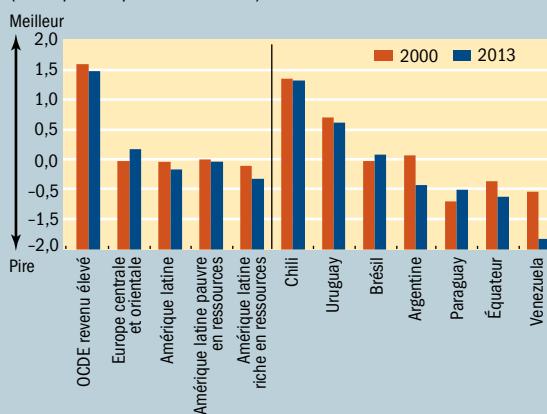
Étant donné qu'il est difficile aux politiciens de réformer leur propre système politique (ce que l'on peut aussi observer aux États-Unis), les réformes de la primauté du droit sont encore plus essentielles pour combattre la corruption, surtout dans une région où l'impunité règne dans beaucoup de pays. L'appareil policier et judiciaire est faible dans la plupart des pays et souvent en butte au clientélisme des politiciens ou des sociétés, au népotisme et à la corruption, voire à l'infiltration du grand banditisme dans certains cas. Le Brésil et le Chili ont fait la preuve qu'il est possible de renforcer l'autorité judiciaire, mais il reste difficile dans beaucoup d'autres pays de former un contingent de juges bien payés appointés au mérite — donc rajeuni et dépolitisé — ainsi que de réformer la police. Il faut garantir la protection des lanceurs d'alerte et proposer des incitations monétaires pour qu'ils se manifestent.

Le segment très productif et compétitif du secteur privé ne sait que trop combien il est miné par les sociétés qui usent de la corruption ou d'une influence indue. Les enquêtes auprès des sociétés témoignent de l'étendue de la corruption des systèmes de passation de marchés et judiciaires de la région et de la faiblesse des efforts de lutte contre la corruption. Les dirigeants du secteur

Graphique 2

Primaute du droit

Certains pays d'Amérique latine font de bons scores en matière de primauté du droit, mais beaucoup, y compris des pays riches en ressources naturelles, sont mal notés et n'ont pas progressé. (score pour la primauté du droit)



Sources : données des indicateurs de gouvernance mondiale (World Governance Indicators, WGI) sur www.govindicators.org; calculs de l'auteur.

Note : La fourchette théorique va de -2,5 (pire) à +2,5 (meilleur); unité : écart-type.

privé peuvent être des alliés précieux dans le combat pour la gestion saine et contre la corruption et la captation des élites, et peuvent militer pour l'application plus stricte de la législation et des mesures concernant les conflits d'intérêts et les allers-retours entre les secteurs public et privé.

Les sociétés multinationales des pays à revenu élevé et de la Chine ont aussi une responsabilité majeure. Par exemple, avec l'encouragement des organes réglementaires des pays d'accueil, les compagnies pétrolières américaines et européennes devraient accepter sans réserve — au lieu de continuer à combattre — l'application de la section de la loi américaine Dodd-Frank qui fait obligation aux compagnies des industries extractives de divulguer le détail des paiements qu'elles versent aux États étrangers. L'appui des gouvernements de nombreux pays à revenu élevé est aussi nécessaire : ils doivent dénoncer et supprimer les paradis fiscaux, exiger l'identification des véritables propriétaires des sociétés et renforcer l'application de la législation de l'OCDE contre les tentatives de corruption à l'étranger.

La *transparence* ouvre la possibilité de modes de gouvernement plus ouvert (y compris au niveau mondial, via le Partenariat pour le gouvernement ouvert — Open Government Partnership, OGP). En Amérique latine, il y a eu des avancées sur le plan de la transparence économique et financière, mais la transparence politique est loin d'être suffisante pour lutter contre la captation de l'État et les conflits d'intérêts. Les responsables publics nationaux et régionaux, les personnalités politiques et les juges devraient être tenus de communiquer intégralement, en temps opportun et de façon accessible leurs intérêts commerciaux et actifs, les sources de financement de leurs campagnes, les débats sur les projets de loi et leurs votes. Une transparence totale est aussi nécessaire pour combattre la corruption dans les passations de marchés, à l'échelle de l'ensemble des secteurs, entreprises publiques et municipalités, avec un droit de regard de la société civile. Les gouvernements devraient publier la liste des soumissionnaires coupables de collusion ou de corruption et les exclure de la course aux marchés publics — comme le font à présent le Chili, la Colombie et le Brésil, par exemple.

Si à ces réformes de la transparence s'ajoutent les innovations issues du mouvement pour les données libres et les nouveaux puissants instruments de diagnostic, elles peuvent permettre une analyse rigoureuse des défauts de la gouvernance et d'exposer la corruption et la collusion. Pour que ces informations précieuses se traduisent par la responsabilisation et des réformes, il faut que la société civile (y compris les milieux universitaires et les cercles de réflexion) y soit plus étroitement associée et dotée des ressources nécessaires. Il est essentiel que les médias jouent un rôle plus central d'investigation et de dénonciation de la captation de l'État et de la corruption, mais, dans bien des pays, il faudra déverrouiller la structure de propriété très concentrée des médias.

De riches possibilités de réformes

Les piliers essentiels de la gouvernance énumérés ci-dessus sont au moins aussi pertinents dans les pays riches en ressources naturelles, mais il faut souvent prendre des mesures complémentaires dans le cas des industries extractives. La gestion des ressources naturelles a bénéficié d'initiatives notables au cours de l'essor des produits de base des dix dernières années. Les principales institutions financières internationales et banques multilatérales de développement, ainsi

que les organisations non gouvernementales, se sont mobilisées, et l'Initiative pour la transparence des industries extractives (ITIE) a vu le jour — et rassemble maintenant 48 pays. Les processus et outils novateurs ont permis de perfectionner l'évaluation des pays et la planification stratégique, à l'exemple de la Charte des ressources naturelles, qui insiste sur l'importance du fil conducteur de la chaîne de décision. Mais il faut traduire la stratégie en résultats. Et les initiatives technocratiques concernant la politique économique et la transparence doivent être complétées par l'affirmation des responsabilités et de la primauté du droit.

La réforme de la transparence est essentielle : il faut que les pays adhèrent à l'ITIE, adoptent ses normes internationales et s'attaquent aux problèmes régionaux, sociaux et environnementaux, comme la Colombie commence à le faire. La baisse des cours pétroliers donne l'occasion de promouvoir des réformes budgétaires spécifiques, y compris la réduction des subventions énergétiques (comme en Équateur et au Mexique), le renforcement du civisme fiscal des puissants et l'élargissement de l'assiette de l'impôt (de manière à réduire la dépendance excessive à l'égard des produits du sous-sol), l'établissement des fonds souverains bien administrés (comme au Chili) et le renforcement de l'efficacité de la répartition des recettes et des dépenses publiques, domaine où sévissent souvent le gaspillage et la corruption.

De plus, comme cela commence au Mexique et au Brésil, les pays riches en ressources devraient réorganiser leurs compagnies pétrolières nationales, les soumettre à la loi des marchés, réduire les interférences politiques, instituer des systèmes de nomination au mérite et faire respecter les règles de contrôle effectif, de transparence et d'intégrité des sociétés. Il est aussi essentiel d'avoir des organes plus solides et basés sur le mérite dans les secteurs des industries extractives et associés, de même que de prendre en compte les problèmes sociaux et environnementaux (tels que ceux qui se posent en Colombie et au Pérou). Une plus grande transparence des parlements de nombreux pays — dont la Bolivie, le Chili, l'Équateur, le Pérou et le Venezuela — est aussi nécessaire.

Globalement, l'Amérique latine accuse un gros déficit de gouvernance. À moins que la situation ne s'améliore, la croissance durable et partagée est en péril, la vaste classe moyenne est menacée, et il y a peu de chances de remédier aux inégalités criantes. Et pourtant, il y a de l'espoir et des possibilités de progrès. La grande tolérance dont les Latino-Américains faisaient naguère montre à l'égard de la corruption et de l'impunité s'estompe. La société civile réclame le changement, et certains pays ont entrepris des réformes, comme au Brésil et au Chili. Après tout, la force de la gouvernance d'un pays peut être déduite non pas de l'absence irréaliste de corruption, mais bien de la volonté et de la qualité de la réaction de ses institutions. L'évolution de l'opinion publique, alliée à la chute des cours des matières premières et aux tensions socioéconomiques et budgétaires causées par le ralentissement de la croissance dans l'ensemble de la région et en Chine, suggère que l'heure de la réforme de la gouvernance est arrivée. ■

Daniel Kaufmann est Président du Natural Resource Governance Institute.

Bibliographie :

Voir www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2015/09/pdf/kaufmannref.pdf.



Banque centrale
du Chili, Santiago, Chili.

Du DÉJÀ VU

Luis I. Jácome

Les banques centrales se voient confier des missions autres que la maîtrise de l'inflation, ce qui fait revivre de mauvais souvenirs en Amérique latine. En ira-t-il autrement?

LA GRAVITÉ de la crise financière mondiale a remis en question plusieurs vérités économiques, y compris l'idée presque universellement acceptée que la maîtrise de l'inflation est la responsabilité première des banques centrales.

Plusieurs critiques ont reproché aux banques centrales de n'avoir rien fait pour éviter la récente crise financière mondiale, en partie parce que leur mission se bornait à préserver la stabilité financière. En revanche, les mesures prises par les banques centrales pour éviter une récession prolongée après la crise ont amené certains à se demander si les banques centrales devraient se soucier davantage de la croissance et de l'emploi — non seulement en temps de crise, mais aussi dans la vie de tous les jours.

Dans le contexte actuel de croissance faible sans grande menace inflationniste, il y a davantage de chances pour que les banques centrales se voient confier d'autres missions afin de stimuler la croissance et l'emploi. Par ailleurs, les bulles potentielles renforcent l'idée que les banques centrales doivent aussi s'employer à prévenir une nouvelle crise financière. En fait, certaines banques centrales ont déjà pris des mesures dites macroprudentielles pour affirmer la stabilité globale du système financier, et pas seulement des institutions financières individuelles.

Ce débat, déjà ouvert dans les pays avancés, va inévitablement gagner l'Amérique latine.

De nos jours, les grandes questions deviennent planétaires. L'idée de confier aux banques centrales la charge d'éviter les crises bancaires fait son chemin dans une région connue pour son instabilité financière chronique, et il peut aussi être judicieux de demander aux banques centrales d'œuvrer en faveur de la croissance économique et de l'emploi, car la croissance va rester faible — comme dans le reste du monde.

Mais confier aux banques centrales latino-américaines de multiples responsabilités, c'est comme retourner vers le futur. Beaucoup d'entre elles avaient naguère été chargées de plusieurs missions, notamment de préserver la stabilité des banques et de promouvoir l'activité économique et l'emploi — souvent avec des résultats déplorables. L'histoire peut donc fournir des indications utiles pour tracer l'avenir des banques centrales en Amérique latine. Après tout, comme l'a dit le célèbre écrivain américain William Faulkner, «Le passé n'est jamais mort. Il n'est même jamais passé.»

Une histoire mouvementée

L'histoire des banques centrales latino-américaines peut se diviser en trois grandes périodes : la jeunesse, dans les années 20, la phase de développement, après la Seconde Guerre mondiale, et l'âge d'or, à partir des années 90 (Jácome, 2015). À chaque époque, les banques centrales avaient des missions et des objectifs variés, d'où des évolutions

différentes de l'inflation. La Grande Dépression des années 30 et l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 70 ont chacun marqué le début d'une nouvelle ère pour les banques centrales de la région. La crise financière mondiale et la Grande Récession semblent jouer le même rôle aujourd'hui.

Les premières banques centrales ont été créées en Amérique latine alors que le système monétaire international était sous le régime de l'étalement-or : la Banque de réserve du Pérou en 1922 et la Banque de la République de Colombie en 1923. Le Chili et le Mexique se sont dotés de banques centrales en 1925, suivis par le Guatemala, l'Équateur et la Bolivie en 1926, 1927 et 1929, respectivement. Trois grands objectifs leur ont été fixés : maintenir la stabilité monétaire, financer l'État, dans une proportion limitée, et aider à préserver la stabilité des établissements bancaires.

Sous le régime de l'étalement-or, les banques centrales devaient maintenir la convertibilité de la monnaie à un taux de change fixe, tout en autorisant l'entrée et la sortie (libre circulation) des capitaux. Elles étaient habilitées à émettre des billets à condition qu'ils soient couverts par leurs réserves internationales — composées principalement d'or et de devises convertibles en or.

À la fin des années 20, les effets de la Grande Dépression ont commencé à se faire sentir en Amérique latine. Comme les pays avancés s'enfonçaient dans la récession, la demande de matières premières diminuait, de même que le niveau des prix à l'exportation pour les pays latino-américains qui produisaient essentiellement des matières premières, qui ont à leur tour sombré dans la dépression. La situation se compliquait du fait que les capitaux fuyaient la région pour tirer parti des taux d'intérêt réels plus élevés aux États-Unis.

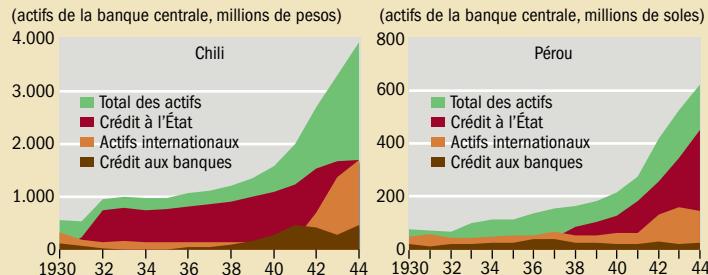
Il est devenu impossible de maintenir la convertibilité en or durant la Grande Dépression, et l'Amérique latine y a renoncé. Les banques centrales n'étaient plus tenues de maintenir la convertibilité de la monnaie nationale, mais conservaient des taux de change fixes, avec l'aide d'un système de contrôle des changes pour limiter l'exode des capitaux. Une période de transition a commencé lorsque les banques centrales ont adopté une politique monétaire expansionniste pour fournir à l'État d'amples crédits afin de relancer l'activité économique. Les bilans des banques centrales ont rapidement grossi au Chili et en particulier au Pérou, où le crédit à l'État a plus que triplé entre 1933 et 1938 et a encore augmenté de 300 % en 1944 (graphique 1). Au Mexique, le crédit à l'État représentait près de 45 % de l'actif total de la Banque du Mexique en 1940.

Addiction au crédit de la banque centrale

Il était nécessaire initialement d'amplifier les bilans des banques centrales pour sauver les économies latino-américaines au bord de l'effondrement pendant la Grande Dépression, mais les États sont devenus dépendants du financement de leurs dépenses par la banque centrale. En définitive, l'expansion monétaire due au financement des dépenses publiques a semé le germe de l'inflation élevée en Amérique latine.

Graphique 1 Expansion du crédit

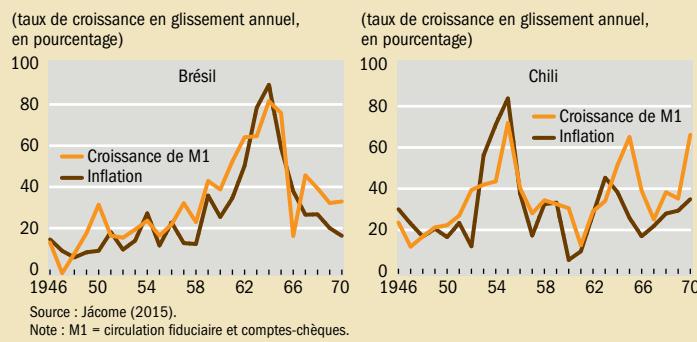
Pendant et après la Grande Dépression, les banques centrales de pays comme le Chili et le Pérou ont considérablement accru le crédit à l'État pour financer les dépenses publiques.



Sources : rapports annuels de la Banque centrale du Chili et de la Banque de Réserve du Pérou.

Graphique 2 Plus haut, toujours plus haut

Après la Seconde Guerre mondiale, les politiques monétaires laxistes visant à promouvoir le développement ont causé une forte hausse de l'inflation dans des pays comme le Brésil et le Chili.



Source : Jáccone (2015).

Note : M1 = circulation fiduciaire et comptes-chèques.

Les pays latino-américains ont adopté le système de Bretton Woods, mis en place en 1945, où les États s'engageaient à maintenir un taux de change fixe — mais ajustable — à l'aide d'un dispositif renforcé de contrôle des changes. Dans le même temps, le champ d'action des banques centrales a changé du tout au tout, car les gouvernements ont commencé à jouer un rôle décisif dans la l'élaboration de la politique monétaire. Les responsabilités des banques centrales se sont multipliées. Leurs missions principales sont devenues la régulation monétaire et la stimulation de l'emploi en Argentine, et la promotion du développement ordonné de l'économie au Chili, en Colombie et au Pérou. La Banque du Mexique a été chargée d'élaborer la politique monétaire, du crédit et des changes avec trois objectifs : promouvoir la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie, le développement du système financier et une croissance économique solide. En pratique, les banques centrales sont devenues des banques de développement — et ont financé l'agriculture, l'industrie et le logement, ainsi que le déficit public. Cela a eu pour résultat d'accroître l'inflation.

Le financement du développement économique par la banque centrale s'est avéré incompatible avec le maintien d'un taux de change fixe. Les politiques monétaires laxistes ont stimulé la demande globale, mais ont aussi produit des déficits courants

qui ont drainé les réserves internationales, ce qui a conduit à des crises monétaires et en fin de compte à la hausse de l'inflation, par exemple au Brésil et au Chili (graphique 2).

Après la désagrégation du système de Bretton Woods au début des années 70 et la multiplication des taux de change variables de par le monde, l'instabilité macroéconomique s'est aggravée en Amérique latine, de même que l'agitation politique. Une nouvelle période de transition a débuté pour les banques centrales, la politique monétaire s'ajustant simplement à la montée en flèche de l'inflation, sans résister à la hausse des prix en restreignant le volume de monnaie en circulation. Mais, peu après la disparition du système de Bretton Woods, la forte hausse des cours pétroliers a changé la donne du tout au tout.

La quantité de liquidités inondant le système monétaire international a nettement augmenté, car les pays exportateurs de pétrole ont investi leur soudaine richesse. Une grosse partie de ces pétrodollars s'est retrouvée en Amérique latine. Cet afflux de capitaux a fourni un montant important de financement à la région — pour une large part sous forme de prêts bancaires libellés en dollars. Mais cette source de financement n'a pas duré. Au début des années 80, les capitaux ont reflué, parce que les pays avancés ont durci leurs politiques monétaires (et relevé leurs taux d'intérêt), alors que la plupart des pays latino-américains avaient accumulé des déficits budgétaires et courants et des dettes extérieures considérables. Cette situation a entraîné des dévaluations massives, de sorte qu'il est devenu difficile aux entreprises, aux banques et aux États de rembourser leurs dettes en dollars et que l'inflation a explosé. Pendant cette décennie, la politique monétaire a laissé filer l'inflation galopante.

Revirement

Les années 90 ont marqué en Amérique latine un tournant de la politique monétaire. Après avoir encombré les banques centrales de multiples objectifs pendant 50 ans, les gouvernements leur ont accordé leur indépendance politique et opérationnelle pour leur permettre de se consacrer principalement — et parfois exclusivement — à maîtriser l'inflation. Un par un, les pays ont admis que la principale contribution de la politique monétaire à la croissance économique consistait à réduire l'inflation à un niveau faible et stable, parce que cela réduisait les incertitudes pour la prise de décision des consommateurs et des investisseurs.

Le Chili a amorcé la tendance en 1989 et, au cours de la décennie suivante, la plupart des pays latino-américains ont voté de nouvelles lois faisant de l'indépendance de la banque centrale l'épine dorsale des réformes pour éviter la distorsion inflationniste de la politique monétaire par les jeux d'influences. Rompant avec le passé, les gouvernants ont décidé de restreindre ou même d'interdire le financement par la banque centrale des dépenses publiques — historiquement la principale source d'inflation. La plupart des pays ont aussi opté pour un régime de flottement du taux de change, afin qu'il puisse servir d'amortisseur face aux chocs exogènes. De plus, à partir du milieu des années 80, beaucoup de pays ont entrepris des réformes structurelles pour se transformer davantage en économies de marché. Ces changements structurels — tels que

la réforme commerciale ouvrant l'économie à la concurrence extérieure — ont aussi contribué à réduire l'inflation.

Lorsque l'inflation est passée sous la barre des 10 % à la fin des années 90 et au début de la décennie suivante au Brésil, au Chili, en Colombie, au Mexique et au Pérou, ces pays ont ancré leur politique monétaire sur le ciblage de l'inflation — en ajustant en général leurs taux d'intérêt à court terme pour indiquer la direction suivie et amener les anticipations inflationnistes au niveau-cible annoncé à l'avance. La crédibilité des systèmes de ciblage de l'inflation s'est accrue au fil des ans, car les banques centrales ont tenu leurs promesses. La crédibilité croissante de la politique monétaire a renforcé l'efficacité, car les intervenants alignaient leurs anticipations inflationnistes sur les cibles définies par les banques centrales.

Les réformes institutionnelles des banques centrales ont contribué à faire des quinze dernières années la plus longue période de stabilité des prix en Amérique latine depuis 1950. Cette réussite repose sur quatre piliers : indépendance politique et opérationnelle des banques centrales, de surcroît tenues de rendre compte de leur action, taux de change variables et libre circulation des capitaux, et politique budgétaire disciplinée.

La crise financière mondiale

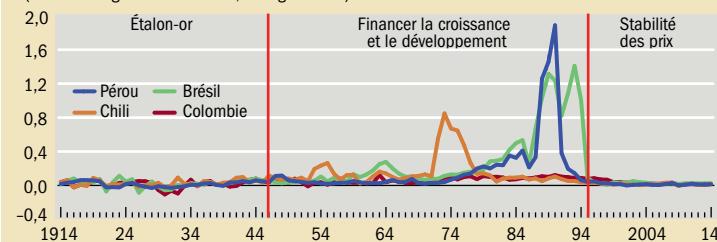
La Grande Récession va-t-elle alimenter un débat en Amérique latine au sujet de la nouvelle ère qui s'est ouverte pour les banques centrales, comme ce fut le cas dans les pays avancés ? L'élargissement des missions des banques centrales pourrait être bien accepté en Amérique latine. La responsabilité de la stabilité financière peut être considérée comme le complément naturel du rôle de prêteur en dernier ressort que joue déjà la banque centrale pour prévenir des crises systémiques semblables à celles du passé. Pour assumer cette responsabilité supplémentaire, il faudrait que les banques centrales latino-américaines soient chargées de la politique macroprudentielle. C'est une réforme institutionnelle plausible, car elle permettrait aux pays de bénéficier de l'expertise dont disposent les banques centrales pour l'évaluation des risques macroéconomiques et financiers et de confier les décisions macroprudentielles

Graphique 3

Un chemin semé d'embûches

Les pays d'Amérique latine ont bataillé avec une inflation vertigineuse pendant des années avant qu'elle ne commence à flétrir en 1994 et soit maîtrisée en 2000.

(Inflation en glissement annuel, en logarithmes)



Source : Jácobe (2015).

Note : L'histoire monétaire de l'Amérique latine des cent dernières années peut se diviser en trois phases. Celle d'avant la Seconde Guerre mondiale, essentiellement dominée par l'étalement, l'inflation était faible, mais fluctuante. Au cours des 50 années qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale, durant lesquelles de nombreuses banques centrales ont été mises à contribution pour financer les dépenses publiques et les projets de développement, l'inflation a fini par s'envoler. Après 1995, lorsque la maîtrise de l'inflation est devenue l'objectif prioritaire de la plupart des banques centrales, la hausse des prix s'est ralentie. L'échelle logarithmique comprime la série de données, mais en indique l'amplitude. Pour tenir compte des années d'inflation négative, la progression d'une année sur l'autre est calculée par $1 + \text{taux de l'inflation de chaque année}$. Le taux annuel maximum indiqué par le graphique est de 7.462 %.

difficiles à une institution politiquement indépendante. La médaille a cependant un revers. Les banques centrales pourraient notamment apparaître comme des institutions excessivement puissantes, gouvernées par des dirigeants non élus, ce qui pourrait alimenter l'argumentaire du «déficit de démocratie» invoqué dans le passé à l'encontre de l'indépendance de la banque centrale. Par ailleurs, l'indépendance des banques centrales pourrait aussi être mise en question si une nouvelle crise financière éclatait en dépit de leurs nouvelles responsabilités. L'obligation de rendre compte des banques centrales pourrait aussi être fragilisée parce que la stabilité financière est un objectif qu'il est difficile de quantifier. La tâche des pays latino-américains consiste à concevoir des institutions et une méthode pour préserver la stabilité financière qui ne minent pas la crédibilité de la politique monétaire (voir Jácome et Mancini-Griffoli, 2014).

L'argumentaire en vue de confier aux banques centrales d'Amérique latine la charge de promouvoir la croissance économique et l'emploi est moins évident. Les banques centrales ne peuvent pas influer systématiquement sur la croissance économique et l'emploi, parce que l'activité économique dépend pour une large part de facteurs externes (comme la demande de matières premières) à court terme et qu'elle est tributaire des changements structurels susceptibles d'accroître la productivité et de promouvoir l'emploi à long terme. Ajouter la croissance et l'emploi aux responsabilités des banques centrales risquerait donc de nuire à l'efficacité de la politique monétaire, et il leur serait très difficile de rendre compte de leur action, surtout si l'inflation et la croissance deviennent des objectifs antinomiques.

L'autre voie déjà choisie par certaines banques centrales latino-américaines consiste à assigner plus de poids à la production dans leurs calculs stratégiques, sans élargir explicitement leurs missions. Elles visent à lisser les fluctuations cycliques à court terme pour aider l'emploi et protéger la stabilité financière.

Il a fallu environ 80 ans aux banques centrales d'Amérique latine pour ramener l'inflation à un niveau faible et stable, ce qui a amélioré le bien-être de leurs pays. Ce fut un chemin long et semé d'embûches, au cours duquel les banques centrales ont testé des responsabilités et des politiques différentes tandis que les pays connaissaient une longue période de forte inflation (graphique 3). L'évolution à venir n'entraînera pas nécessairement un retour à une inflation élevée ou même à l'hyperinflation, mais l'attribution aux banques centrales de responsabilités dont elles ne peuvent pas s'acquitter efficacement risque de miner leur indépendance et leur crédibilité chèrement gagnées. Le résultat serait la stabilité des prix — mais en contrepartie de taux d'intérêt plus élevés et d'une moindre croissance économique. ■

Luis I. Jácome est Chef de division adjoint au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

Jácome, Luis I., 2015, "Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years," IMF Working Paper 15/60 (Washington: International Monetary Fund).

—, et Tommaso Mancini-Griffoli, 2014, «Un mandat élargi», *Finances & Développement*, volume 51, n° 2.



COLUMBIA | SIPA School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Jan Svejnar, Andrés Velasco, and many others.

A 12-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises

The 2016–2017 program begins in late May of 2016. Applications are due by January 5, 2016.

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

Choisir les bonnes priorités

Augusto de la Torre, Daniel Lederman et Samuel Pienknagura

Si l'Amérique latine veut faire du commerce le moteur de sa croissance économique, elle doit trouver le bon angle d'attaque

ÀMESURE que la récente croissance relativement dynamique devient un lointain souvenir, l'Amérique latine et les Caraïbes sont rattrapées par le spectre de leur incapacité chronique à se rapprocher du niveau de vie des pays à revenu élevé.

Le revenu par habitant de la région (ci-après Amérique latine par souci de simplicité) avoisine 30 % de celui des États-Unis depuis plus d'un siècle. Il n'est donc guère étonnant que l'une des questions aujourd'hui au centre du débat économique dans la région soit de savoir comment stimuler la croissance, en assurant en plus l'équité sociale. C'est pourquoi les dirigeants s'intéressent de plus en plus au commerce international en tant que source potentielle majeure de croissance, et en particulier au rôle de l'intégration commerciale régionale. Par exemple, l'un des objectifs de l'Alliance du Pacifique (accord d'intégration conclu en 2012 entre le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou) était de donner un élan supplémentaire à la croissance, au développement et à la compétitivité des pays membres.

Ce mouvement d'intégration a été influencé par la réussite de l'Asie de l'Est et du Pacifique (ci-après Asie de l'Est), où l'on observe un lien étroit et positif entre la progression des échanges

intrarégionaux, l'augmentation des exportations vers le reste du monde et la convergence vers les niveaux de vie des pays à revenu élevé.

Nos recherches montrent toutefois que l'intégration régionale en soi ne constitue pas l'ingrédient essentiel de la potion de croissance est-asiatique : c'est leur manière de procéder qui fait la différence. Le lien entre commerce intrarégional et croissance observé en Asie de l'Est traduit deux caractéristiques importantes du commerce : le niveau élevé des échanges intrasectoriels (au sein de secteurs d'activité étroits comme l'électronique ou les équipements lourds) et une participation importante aux chaînes de valeur mondiales, où le commerce est associé à des opérations de production faisant intervenir plusieurs pays. Par exemple, un constructeur automobile peut fabriquer les transmissions dans un pays, les châssis dans un autre, et les exporter vers un troisième pays où sont installées les chaînes de montage.

Il ressort de nos études qu'après prise en compte des facteurs structurels endémiques (géographie, taille de l'économie et abondance de ressources naturelles), l'Amérique latine se place relativement bien rapport à l'Asie de l'Est sur le plan purement du volume des échanges intrarégionaux et des liens entre partenaires commerciaux régionaux.

Une chaîne de montage de téléphones mobiles dans la zone hors taxe de Manaus, Amazonas, au Brésil.



Les points sur lesquels elle diffère sensiblement sont ces caractéristiques essentielles du commerce : les échanges intrasectoriels et la participation aux chaînes de valeur mondiales. Cela indique que les mesures visant à stimuler simplement les liens et les volumes commerciaux intrarégionaux en Amérique latine ont peu de chances d'avoir un impact majeur sur la croissance. Les dirigeants d'Amérique latine doivent élaborer des politiques économiques qui favorisent une participation plus active aux échanges intrasectoriels et aux chaînes de valeur mondiales.

Intégration en Asie de l'Est

L'intérêt que l'Amérique latine porte à l'intégration régionale en l'Asie de l'Est n'a rien de surprenant. Depuis les années 70, le pourcentage des exportations intrarégionales est-asiatiques est passé de 35 à 55 %, et le total des exportations a explosé. Le niveau de vie en Asie de l'Est s'est rapproché de celui des États-Unis : il semble donc que le commerce intrarégional entre pays asiatiques ait joué un rôle important dans leur convergence (graphique 1).

À titre de comparaison, les exportations intrarégionales en Amérique latine ont stagné à 20 % depuis les années 70, et la région a enregistré une croissance relativement faible de ses exportations totales, tandis que la convergence économique n'est toujours pas à l'ordre du jour.

Pourtant, si l'on décompose les échanges commerciaux, les pays d'Amérique latine ne sont pas si déconnectés de leurs partenaires régionaux que ce que les chiffres globaux paraissent indiquer.

- En 2013, le pays d'Amérique latine moyen avait une relation d'exportation active avec près de 88 % de ses partenaires régionaux possibles, contre 83 % en Asie de l'Est.

- Les pays d'Amérique latine ne sont pas novices en matière d'accords commerciaux officiels. Depuis le début des années 60 jusqu'à récemment, ils en ont conclus de différentes natures, intensités et envergures, tels que le MERCOSUR (pays du Sud de l'Amérique latine), la Communauté andine, l'ALEAC (pays d'Amérique centrale et des Caraïbes) et, depuis peu, l'Alliance du Pacifique.

- Les partenaires régionaux en Amérique latine ont des paniers d'exportations plus similaires que ceux d'autres régions. Cela signifie que les pays d'Amérique latine sont naturellement amenés à commercer davantage avec des partenaires extérieurs à la région.

- Le niveau relativement bas des échanges commerciaux intrarégionaux en Amérique latine s'explique en partie par la géographie et la taille des économies. La distance entre la paire de pays médiane est plus grande que dans toutes les autres régions, et la taille économique de la paire de pays médiane est plus petite que partout ailleurs, sauf en Afrique. Si l'on prend en compte ces obstacles, les performances de la région par rapport à l'Asie de l'Est sur le plan du commerce intrarégional s'améliorent sensiblement.

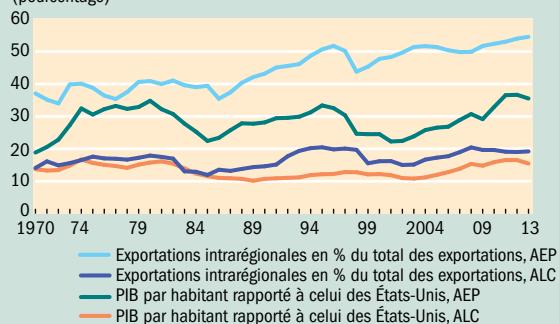
Une autre façon de mettre en évidence l'influence de la géographie et de la taille sur les chiffres du commerce intrarégional pour l'Amérique latine est d'inclure les exportations vers les États-Unis, pays relativement proche de beaucoup d'États d'Amérique latine. Le pourcentage des exportations de la région vers les États-Unis s'élevait à environ 40 % en 2013, ce qui fait passer le pourcentage du commerce intrarégional à 60 %.

Graphique 1

Commerce extérieur et revenu

Globalement, les pays d'Asie de l'Est commercent beaucoup plus entre eux que ne le font les pays d'Amérique latine, et les revenus nationaux est-asiatiques sont bien plus proches de ceux des États-Unis.

(pourcentage)



Sources : Nations Unies, COMTRADE; Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*.

Note : ALC = Amérique latine et Caraïbes, comprenant : Argentine, Bahamas, Barbade, Belize, Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, Dominicaine, El Salvador, Équateur, Grenade, Guatemala, Guyana, Haïti, Honduras, Jamaïque, Mexique, Nicaragua, Panama, Paraguay, Pérou, République dominicaine, Saint-Kitts-et-Nevis, Saint-Vincent-et-les Grenadines, Sainte-Lucie, Suriname, Trinité-et-Tobago, Uruguay et Venezuela. AEP = Asie de l'Est et Pacifique, comprenant : Australie, Brunei Darussalam, Cambodge, Chine, Corée, Fidji, Hong Kong (RAS), îles Salomon, Indonésie, Japon, Malaisie, Mongolie, Myanmar, Nouvelle-Zélande, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Philippines, RDP Iao, Samoa, Singapour, Thaïlande, Tonga, Vanuatu et Viet Nam.

Il en va de même pour la région Asie et Pacifique. Si l'on inclut à la fois le Japon et la Chine, le pourcentage des exportations intrarégionales dans le total des exportations avoisine 55 %. Mais hors Japon, il descend à 40 %, et hors Chine, à 25 %.

Freins à la croissance

Comme nous l'avons dit, les facteurs commerciaux expliquant la mollesse de la croissance en Amérique latine ne semblent pas liés simplement aux relations et volumes d'échanges avec les partenaires régionaux. C'est peut-être plutôt le type d'échanges commerciaux que les pays ont (ou n'ont pas) entre eux et avec leurs partenaires mondiaux qui explique les difficultés rencontrées par la région. En outre, les facteurs responsables des volumes d'échanges relativement faibles de la région pourraient être les mêmes qui déterminent la composition de ses échanges internationaux : il est plausible que les différences de distances et de tailles qui existent entre les partenaires commerciaux d'Amérique latine et ceux d'Asie de l'Est expliquent les différences existant dans la structure de leurs échanges.

Les économistes ont montré que le commerce intrasectoriel et la participation aux chaînes de valeur mondiales pouvaient accentuer les effets positifs du commerce sur la croissance en exerçant des pressions concurrentielles sur les producteurs nationaux et en facilitant l'apprentissage et l'accès à des technologies et savoir-faire étrangers qui favorisent l'innovation et les gains de productivité.

L'ouverture commerciale peut en soi entraîner des gains de productivité, quelle que soit la structure des échanges. Le commerce international déplace les ressources vers les secteurs où l'économie locale a un avantage comparatif. L'ouverture augmente aussi les pressions concurrentielles, poussant vers la sortie les entreprises locales improductives et encourageant la réallocation du capital et du travail de ces entreprises vers d'autres, plus productives.

Ce qui distingue le commerce intrasectoriel et l'insertion dans les chaînes de valeur mondiales de l'ouverture commerciale générale est leur potentiel à avoir plus de répercussions sur l'acquisition de connaissances et de technologies, avec une hausse de la productivité. Pour le commerce intrasectoriel, la concurrence étrangère incite les producteurs locaux à améliorer la qualité de leurs produits ou à fabriquer des modèles différents du même produit. Mais ces progrès ne sont pas indépendants de la technologie : il est probable que les nouveautés apportées par les exportateurs locaux s'appuient sur les technologies étrangères qu'ils découvrent dans le cadre des échanges.

Le contact avec des technologies et des savoir-faire étrangers est le principal canal par lequel un pays renforce sa croissance et sa productivité en participant aux chaînes de valeur mondiales. Les chaînes de valeur ne se caractérisent pas seulement par des liens étroits entre les entreprises à différents stades de la production ; leur succès repose aussi sur la qualité des produits livrés par les entreprises intégrées au processus et sur l'efficacité de la livraison tout au long du cycle de production. Cela favorise l'amélioration de la qualité et la diffusion du savoir entre les entreprises au sein de la chaîne et peut profiter à d'autres entreprises locales entretenant des relations avec celles de la chaîne de valeur.

La participation à des chaînes de valeur ne garantit pas néanmoins un apport de connaissances et la mise en contact avec des technologies étrangères. Les possibilités d'apprentissage et les apports de savoir s'avèrent les plus élevés dans les pays qui interviennent aux stades intermédiaires de la production, où l'interaction avec les fournisseurs et les acheteurs est la plus élevée.

C'est dans le commerce intrasectoriel et la participation aux chaînes de valeur mondiales que les pays latino-américains sont en retard. La région a beau avoir des liens développés avec des partenaires commerciaux régionaux et plus éloignés, son degré de commerce intrasectoriel, mesuré par un indice allant de 0 à 1, ne s'élevait qu'à 0,25 en 2011 (de la Torre *et al.*, 2015), contre 0,35 en Asie. Par ailleurs, bien que la région participe plus aux chaînes de valeur mondiales beaucoup plus vite que les pays des autres régions au cours des vingt-cinq dernières années, ils restent très loin des pays est-asiatiques. En Asie de l'Est, près de 50 % des exportations faisaient partie de chaînes de valeur en 2011 ; en Amérique latine, ce chiffre approchait les 40 %.

Il existe également d'importantes différences entre les pays d'Amérique latine et ceux d'Asie dans la manière dont ils participent à ces chaînes de production. Les entreprises latino-américaines s'insèrent normalement soit dans les premiers stades du cycle de production par la fourniture de matières premières (principalement l'Amérique du Sud), soit en fin de production au stade de l'assemblage (Amérique centrale et Mexique). Les entreprises est-asiatiques participent en général aux stades intermédiaires de la production : ils reçoivent des intrants de l'étranger, les transforment, puis les expédient vers des stades plus avancés de la production. De cette manière, ils maximisent leurs possibilités d'apprendre et de bénéficier de transferts de savoir (graphique 2).

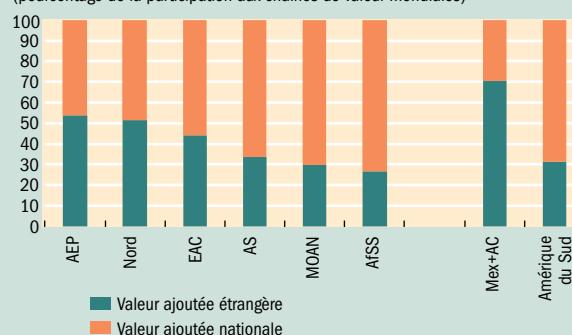
Modifier les priorités

Les dirigeants latino-américains qui misent sur l'intégration régionale doivent privilégier le développement du commerce

Graphique 2

Valeur ajoutée

Dans les processus de production faisant intervenir plusieurs pays, la valeur que les pays d'Asie de l'Est et du Pacifique ajoutent aux produits étrangers est à peu près identique à la valeur qu'ils reçoivent. Les pays d'Amérique latine ajoutent principalement de la valeur au début ou à la fin du processus. (pourcentage de la participation aux chaînes de valeur mondiales)



Source : de la Torre *et al.* (2015).

Note : La participation aux chaînes de valeur mondiales est mesurée de façon indirecte par la valeur qu'un pays ajoute aux exportations entrant dans un processus de production multipays. La partie verte de la barre représente la valeur que la région ajoute aux produits tandis que la partie orange mesure la valeur ajoutée par les autres régions. Les apports de technologie et de savoir sont maximisés quand un pays se trouve au milieu d'une chaîne de valeur — lorsque la valeur qu'il ajoute à un produit est à peu près équivalente à la valeur ajoutée par les autres pays dans le processus. AEP = Asie de l'Est et Pacifique; AfSS = Afrique subsaharienne; AS = Asie du Sud; EAC = Europe et Asie centrale; Mex+AC = Mexique et Amérique centrale; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord; Nord = membre du Groupe des Sept et autres pays d'Europe occidentale.

intrasectoriel et l'intégration dans les réseaux de production mondiaux.

Les autorités gouvernementales pourraient tenter d'agir pour faire évoluer directement dans ce sens les schémas des échanges, par exemple en créant des incitations favorisant certains secteurs. Mais, comme l'avance un rapport récent de la Banque interaméricaine de développement (2014), ces types d'interventions ne donnent des résultats que si les pouvoirs publics ne s'occupent pas que des entreprises privées. Au contraire, des mesures économiques de portée générale — comme celles qui améliorent l'environnement contractuel pour les entreprises, qui encouragent la flexibilité du marché de l'emploi et qui relèvent la qualité de l'éducation et des infrastructures — vont permettre d'attirer de nouveaux investissements, de développer les compétences et d'abaisser les coûts commerciaux, autant d'éléments qui peuvent aboutir à des entreprises plus dynamiques et compétitives, capables ensuite de participer activement aux réseaux de production mondiaux. ■

Augusto de la Torre est économiste en chef, Daniel Lederman économiste principal et économiste en chef adjoint, et Samuel Pienknagura économiste chercheur, au Bureau de l'économiste en chef pour l'Amérique latine et les Caraïbes à la Banque mondiale.

Bibliographie :

- Banque interaméricaine de développement (BID), 2014. Rethinking Productive Development: Sound Policies and Institutions for Economic Transformation, Development in the Americas Report (Washington).*
- de la Torre, Augusto, Tatiana Didier, Alain Ize, Daniel Lederman, and Sergio L. Schmukler, 2015, Latin America and the Rising South: Changing World, Changing Priorities (Washington: World Bank).*

Les Yankees à LA HAVANE



Touriste avec des vendeuses de fleurs en costume traditionnel dans le vieux La Havane, à Cuba.

Nicole Laframboise

COMBIEN d'Américains ont jamais rêvé de déambuler dans La Havane comme le fit jadis Ernest Hemingway, de siroter des Cuba libres ou des daiquiris et de rouler dans une automobile de collection vers *Finca La Vigia*, la demeure de l'écrivain un peu à l'écart de la ville? Nous le saurons peut-être bientôt.

Le rapprochement entre les États-Unis et Cuba pourrait conduire à la suppression totale des restrictions sur les voyages entre les deux pays et, compte tenu de leurs relations tumultueuses et enflammées, se traduire par un déferlement de baby-boomers américains, avides de découvrir la ville tant chérie par le romancier américain, lauréat du prix Nobel de littérature.

On ne sait pas encore quelles conséquences aurait la levée de toutes les interdictions sur les voyages entre les États-Unis et Cuba, mais elles font l'objet de toutes les attentions dans la région. Le tourisme est le principal moteur de la croissance et de l'emploi dans bon nombre des îles des Caraïbes, où Cuba fait figure de géant, non seulement par sa taille, mais aussi en tant que destination touristique. Cuba se place en effet troisième au palmarès du tourisme caraïbe derrière Cancún au Mexique et la République dominicaine. D'après l'Association des hôteliers et du tourisme de la Caraïbe, Cuba a reçu plus de 3 millions de visiteurs en 2014, soit 5,3 % de plus qu'en 2013. La plupart viennent du Canada, d'Europe et d'Amérique du Sud.

Le dégel des relations entre les États-Unis et Cuba pourrait entraîner une petite révolution du tourisme aux Caraïbes



Proximité des États-Unis

La grande question que l'on peut se poser est ce qui se passera quand le principal vivier de touristes de la région s'ouvrira à un important fournisseur potentiel d'attractions touristiques — et par rapport à la plupart des destinations, qui se trouve à un jet de pierre des États-Unis.

Les États-Unis ont déjà des échanges commerciaux avec Cuba, où ils exportent en particulier des produits alimentaires et des médicaments contre des espèces (depuis 2000). Et après l'assouplissement en 2012 de l'interdiction faite aux ressortissants des États-Unis de voyager à Cuba (dans certains cas précis), le nombre de touristes américains à s'y rendre a augmenté de 33 % presque immédiatement, pour atteindre 98.000 personnes. Mais ce chiffre est probablement bien loin de ce à quoi l'on peut s'attendre si les restrictions de voyage sont levées.

Cuba peut-elle absorber un afflux soudain de touristes? Le pays possède un système complexe de monnaies parallèles : le peso pour les Cubains, un peso convertible pour les touristes et plusieurs autres taux de change. À elle seule, cette situation rend difficiles les comparaisons internationales sur des aspects tels que la taille des marchés ou la capacité de production. L'Association pour l'étude de l'économie cubaine, basée aux États-Unis, estime toutefois que la formation du capital a chuté au cours des deux dernières décennies et que la croissance économique s'est ralentie ces dernières années. Il semble probable que, tout du moins sur le court terme, Cuba ne sera pas capable d'accueillir beaucoup plus de touristes qu'actuellement, car il faudra du temps pour augmenter le nombre de lits d'hôtel et développer les infrastructures associées.

Peu d'études empiriques se sont penchées sur le sujet et, pour la plupart, elles regardent le court terme, qui est limité par le manque d'infrastructures touristiques. Pendant cette période, la levée des interdictions de voyage pour les citoyens des États-Unis permettra aux touristes américains en quête de plages ensoleillées d'avoir à Cuba une destination relativement meilleur marché, y créant une demande de tourisme qui risque de renchérir les prix là-bas, toutes choses égales par ailleurs. Le résultat final dépendra de nombreux facteurs, notamment de ce qu'il adviendra des millions de touristes passant aujourd'hui leurs vacances à Cuba.

Le coût des restrictions de voyage

La théorie de la gravitation appliquée au commerce explique les volumes d'échanges commerciaux ou de tourisme entre les pays par la taille du pays et les coûts du commerce dans le pays. Le modèle utilise couramment la distance géographique entre les pays comme indicateur de substitution des coûts du commerce. Rafael Romeu modélise une situation fictive qui isole l'effet des restrictions sur le tourisme bilatéral entre les États-Unis et Cuba, puis regarde ce qui se passe si on les supprime. Les estimations du modèle prennent en compte la distance, la langue, le revenu, les accords commerciaux et d'autres facteurs — comme la concentration du marché. Les calculs montrent que les restrictions augmentent le coût du voyage pour un touriste américain jusqu'à le rendre supérieur à ce qu'un touriste d'Asie paierait pour aller à Cuba. La suppression de la barrière équivaudrait à une forte baisse du coût de voyage entre les États-Unis et Cuba.



El Floridita, le bar préféré d'Ernest Hemingway, à La Havane, Cuba.

Pour l'économiste Rafael Romeu, qui a évalué l'impact possible sur les Caraïbes de la libéralisation des voyages à Cuba pour les ressortissants américains, les restrictions actuelles ont en pratique protégé les autres marchés des Caraïbes — en particulier Porto Rico et les îles Vierges américaines — du fait de leurs frontières ouvertes avec le continent. Ancien économiste au FMI, Rafael Romeu utilise un modèle économique qui prend en compte les restrictions de voyage entre les États-Unis et Cuba, ainsi que les catastrophes naturelles et d'autres facteurs. Le modèle dit «gravitaire» qu'il emploie estime les coûts spécifiques occasionnés par la restriction bilatérale pour les ressortissants américains en termes de miles nautiques et arrive à la conclusion que, pour un touriste américain, il en coûte autant d'aller en vacances à Cuba que dans le Sud du Pacifique, ou même en Antarctique (voir l'encadré). On peut donc penser que des destinations touristiques lointaines ont peut-être reçu plus de visiteurs américains que cela n'aurait été le cas en l'absence de restrictions sur les voyages à Cuba pour les citoyens des États-Unis.

Un jeu à somme non nulle

À court terme, la levée des restrictions augmenterait le pouvoir d'achat des consommateurs américains. En ce sens, le modèle initial de Romeu a indiqué que l'ouverture de Cuba aux touristes américains ferait progresser de 4 à 10 % le nombre total de touristes se rendant dans les Caraïbes (Romeu, 2008). Les dirigeants des autres îles de la région ne doivent donc pas désespérer. La croissance du tourisme américain à Cuba n'entraînera pas nécessairement une baisse du nombre de visiteurs ailleurs aux Caraïbes. Autrement dit, ce ne sera pas forcément un jeu à somme nulle. De plus, il existe un important réservoir de nouveaux touristes, par exemple canadiens, potentiellement intéressés par les Caraïbes.

Cela ne signifie pas que le changement se produira sans déplacements. Il entraînera probablement une certaine redistribution — ce que l'on appelle l'effet de substitution. L'arrivée massive de touristes américains au pouvoir d'achat relativement plus élevé remplirait vite les hôtels de Cuba, mettant sur la touche les touristes traditionnels qui devraient se rabattre sur d'autres destinations. Au moins une partie des amateurs de soleil «chassés» de Cuba trouveraient sans doute refuge sur d'autres îles des Caraïbes, notamment celles désertées par les touristes américains. Lesquelles de ces îles gagneront ou perdront au change est plus difficile à prédire.

Selon Rafael Romeu, les destinations culturellement différentes des États-Unis s'en sortiraient mieux. En d'autres termes, les sites qui reçoivent aujourd'hui un certain pourcentage de visiteurs non américains — comme la République dominicaine, la Guadeloupe



Touristes photographiant des voitures rétro à la Havane, Cuba.

ou la Barbade — seraient mieux placés pour récupérer les touristes déplacés par l'afflux d'Américains à Cuba. Les destinations touristiques fortement tributaires des États-Unis actuellement — comme les îles Vierges américaines, Aruba, les Bahamas et Cancún — pourraient perdre des touristes américains les délaisant pour Cuba. L'effet net dépendra aussi du nombre de touristes américains attirés par Cuba qui n'allait pas en vacances aux Caraïbes jusqu'alors.

Des chercheurs du FMI (Laframboise *et al.*, 2014) ont confirmé les conclusions de la littérature sur le fait que les arrivées de touristes et leurs dépenses sont sensibles aux effets de prix et de revenu, et qu'elles sont particulièrement sensibles au chômage des marchés fournisseurs de touristes. Ils ont montré également que les arrivées dans les destinations plus haut de gamme n'étaient pas sensibles aux facteurs prix (y compris à l'impact du taux de change). Ces sensibilités — ou «élasticités» dans le jargon des économistes — pourraient aussi intervenir dans le choix des nouvelles destinations caraïbes des touristes se rendant d'habitude à Cuba.

Ne pas rater le coche

Rafael Romeu recommande aux destinations caraïbes d'élargir leur clientèle sans attendre une éventuelle ouverture entre les États-Unis et Cuba. Elles ne doivent pas rater le coche, car récupérer des touristes évincés par l'afflux d'Américains à Cuba pourrait permettre de compenser certaines pertes et de s'assurer une part du gâteau du tourisme — un gâteau qui continue de grossir. Rafael Romeu recommande aussi de prendre d'autres mesures, comme de se spécialiser dans des services personnalisés basés sur des caractéristiques non économiques comme la culture et la langue, d'accroître la concurrence entre compagnies aériennes et d'éviter d'augmenter les coûts, en particulier les visas de tourisme obligatoires pour les citoyens des États-Unis.

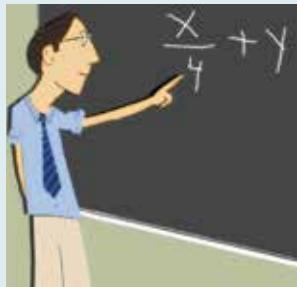
Compte tenu de l'importance du prix pour la plupart des touristes, il est en effet indispensable de contenir les coûts et, pour les destinations haut de gamme moins sensibles aux coûts, de veiller à ce que la qualité des produits et des services reste conforme au standing affiché.

Parce que Cuba apparaît encore incroyablement semblable à ce qu'elle était dans les années 50, un plus grand nombre d'Américains pourraient bientôt la voir exactement sous les mêmes traits que leur écrivain fétiche et buveur invétéré, Ernest Hemingway. Cet effet «machine à remonter le temps» pourrait être un puissant attrait pour les retraités nostalgiques tentés d'aller traîner au bar *El Floridita*, où le daiquiri fut inventé et qui fut le préféré de Hemingway (on raconte qu'il y établit son record de 15 daiquiris glacés sans sucre vidés en une soirée). L'ouverture de Cuba aux touristes américains pourrait rebattre les cartes du tourisme aux Caraïbes, mais, si les pays se préparent et investissent, les gains retirés ne se feront pas forcément aux dépens des voisins. Agir vite risque toutefois d'être déterminant. Le charme du Cuba des années 50 ne durera pas longtemps lorsque ce marché d'exception se développera et se modernisera pour accueillir les nouveaux touristes venus des États-Unis. ■

Nicole Laframboise est Chef de division adjointe au Département Hémisphère occidental du FMI.

Bibliographie :

- Laframboise, Nicole, Nkunde Mwase, Joonkyu Park, and Yingke Zhou, 2014, “Revisiting Tourism Flows to the Caribbean: What Is Driving Arrivals?” IMF Working Paper 14/229 (Washington: International Monetary Fund).
- Romeu, Rafael, 2008, “Vacation Over: Implications for the Caribbean of Opening U.S.–Cuba Tourism,” IMF Working Paper 08/162 (Washington: International Monetary Fund).



Qu'est-ce que l'investissement direct?

Les investisseurs misent souvent sur des opérations étrangères à long terme

Tadeusz Galeza et James Chan

NOMBREUX sont les facteurs qui motivent les investisseurs étrangers, mais au départ ceux-ci doivent opérer un choix fondamental.

Ils peuvent opter pour les placements de portefeuille, c'est-à-dire acheter des actions ou des obligations, bien souvent dans un souci spéculatif de bénéfice à court terme, sans s'impliquer dans la gestion courante des entreprises concernées.

Ou bien ils peuvent miser sur le long terme et entrer dans le capital d'une entreprise étrangère pour en prendre le contrôle ou exercer une grande influence sur sa gestion (ce qui en règle générale signifie une prise de participation d'au moins 10 % du capital). Dans certains cas, l'investisseur va même jusqu'à créer une toute nouvelle entreprise pour en garder le contrôle dans son intégralité.

La composante primordiale de l'investissement direct est la volonté d'assurer une présence durable. L'investisseur de portefeuille peut se défaire d'un titre à tout moment, pour engranger une plus-value ou éviter une perte. La plupart des entreprises qui s'implantent sur un marché étranger par le biais de l'investissement direct entendent exercer un contrôle durable sur la gestion locale.

Aspects de l'investissement

Plusieurs facteurs interviennent dans une décision d'investissement direct, dont l'analyse des coûts des échanges avec le pays considéré. Si ces coûts (y compris droits de douane, barrières commerciales, telles que contingents, et transports) dépassent ceux de l'implantation à l'étranger, y compris les coûts de production, alors l'investissement direct permettra d'optimiser les bénéfices.

L'objectif est parfois de produire certaines composantes d'un produit fini. C'est le cas des constructeurs automobiles qui investiront, par exemple, pour produire des transmissions, qui ensuite seront expédiées vers un autre pays pour le montage final. C'est ce qu'il est convenu d'appeler l'*investissement direct vertical*, et il représente le gros des investissements des pays avancés dans les pays en développement. Les avantages de coûts liés à l'investissement étranger — et souvent à la prise en charge d'une partie de la production — sont déterminants. L'abondance de ressources naturelles, leur particularité, ou les faibles coûts de main-d'œuvre jouent dans la décision de produire à l'étranger, puis d'importer les biens intermédiaires ou finals, de la filiale à la société mère (commerce intra-entreprise).

Une entreprise peut aussi décider d'investir à l'étranger pour y reproduire la structure de fabrication de son pays d'origine. Dans ces cas-là, l'objectif sera sans doute d'approvisionner un marché extérieur. Il s'agit de l'*investissement direct horizontal*. Dans les pays où les barrières à l'importation (tarifaires et non tarifaires) sont élevées, la création de structures de production locales peut être avantageuse. Les taxes sur le commerce extérieur ont certes diminué au fil des ans, mais ce contournement des droits de douane reste une formule courante pour s'implanter sur les marchés locaux. L'investissement direct horizontal peut aussi être motivé par l'accès à des gisements de main-d'œuvre qualifiée et de technologies, notamment entre pays avancés. À la différence du cas de figure de l'investissement vertical, l'entreprise risque de disputer une part de marché local à ses concurrentes locales.

Bien entendu, l'investissement direct n'est pas toujours purement horizontal ou vertical. Une filiale étrangère peut approvisionner sa maison mère et recevoir des services de cette dernière (un exemple clair d'intégration verticale), mais cette même filiale peut aussi approvisionner le marché local dans le cadre de la stratégie d'investissement horizontal de la société mère.

L'investissement direct peut se décliner sous diverses formes. Une entreprise peut s'implanter sur un marché extérieur en investissant dans des installations entièrement nouvelles (centres de production, circuits de distribution ou entreposage, par exemple).

Mais elle peut tout aussi bien décider d'investir dans une entreprise ou de prendre son contrôle. Dans ce cas, elle achète des installations et une logistique déjà existantes et bien souvent une marque.

Effets locaux

Les pays d'accueil encouragent parfois l'investissement direct pour améliorer leurs finances. Les sociétés étrangères qui s'y implantent se soumettent au code des impôts et contribuent souvent à doper les recettes fiscales. L'investissement direct peut aussi profiter à la balance des paiements. L'investissement de portefeuille pouvant être volatil, la situation financière d'un pays peut se dégrader si les investisseurs décident brutalement de se retirer. En revanche, l'investissement direct contribue de manière plus stable à la structure financière du pays d'accueil. Il n'est pas dans l'intérêt des investisseurs directs de prendre des

mesures qui risqueraient de compromettre la valeur ou la viabilité de leur investissement.

Parmi les autres effets positifs de l'investissement direct pour les pays d'accueil, on citera la création d'emplois, l'amélioration de la productivité, les apports technologiques, les transferts de connaissances et la croissance économique globale. La concurrence des entreprises nouvellement créées ou acquises pousse souvent à un renforcement de la productivité. Les fournisseurs des entreprises d'investissement direct sont parfois, eux aussi, amenés à être plus productifs lorsque l'investisseur exige des volumes plus élevés ou de meilleure qualité. L'augmentation des volumes et l'élargissement de l'éventail de produits et services aboutissent à une amélioration globale de la qualité et de la taille du marché.

Les pays d'accueil peuvent aussi bénéficier d'un transfert de savoir-faire et de technologie, qui tient souvent à la rotation des effectifs. Les investisseurs offrent souvent plus de possibilités de formation que les employeurs locaux. Ce savoir-faire est ensuite transmis aux entreprises locales lorsque les employés formés décident de changer d'employeur. Il peut également s'étendre de manière accessoire par le biais de réseaux informels où les travailleurs échangent des idées et des opinions sur leur emploi.

Cela étant, l'investissement direct n'est pas toujours perçu de manière positive par le pays d'accueil. Comme ce sont des entreprises productives qui optent pour l'investissement direct, la concurrence qu'elles représentent peut pousser à la faillite les entreprises locales les moins productives. Les détracteurs de l'investissement direct avancent que celui-ci, surtout lorsqu'il prend la forme d'un simple rachat d'entreprises locales, ne crée pas de nouveaux emplois, mais un simple changement d'actionnaires. Certains vont même jusqu'à dire que le risque d'un retrait brutal de l'investissement et d'un bradage d'actifs réduit considérablement la valeur de l'investissement et, dans certains cas extrêmes, aboutit à des fermetures d'entreprises et à des licenciements. L'investissement direct fait souvent l'objet de restrictions dans certaines entreprises ou secteurs, notamment dans les technologies de pointe sensibles ou dans la défense.

Puisque l'investissement direct dépend de la volonté du pays d'accueil de l'attirer et de le promouvoir, les entreprises étrangères entretiennent souvent d'étroites relations avec les autorités locales. Cet enchevêtrement de considérations économiques et politiques peut avoir des retombées négatives sur le pays d'accueil. À cet égard, l'argument le plus courant est sans doute celui du pouvoir et de l'influence politique que risquent d'exercer les investisseurs étrangers. Cet ascendant devient inquiétant lorsqu'une entreprise étrangère exerce un contrôle considérable sur un secteur ou devient un employeur de taille, voire le plus gros employeur.

Attirer l'investissement direct

En dépit des problèmes que peut provoquer un investissement direct non réglementé, les gouvernements des pays avancés aussi bien que ceux des pays en développement tendent à promouvoir activement l'investissement étranger.

Les pays avancés attirent l'investissement direct en raison de la stabilité de leurs politiques, de leur main-d'œuvre qualifiée et de la taille de leurs marchés. Les pays en développement s'intéressent davantage à la création de nouvelles entreprises pourvoyeuses d'emplois. Les pays créent souvent des zones économiques

spéciales, proposent des terrains pour la construction de nouvelles installations et offrent de généreuses incitations fiscales ou subventions. Si elles sont bien conçues, ces zones économiques spéciales peuvent permettre aux entreprises de se concentrer dans une région particulière, où les fournisseurs peuvent être proches de leurs clients et où les infrastructures répondent aux besoins des investisseurs.

Les pays présentant un avantage comparatif, comme par exemple des politiques favorables ou un vivier considérable de main-d'œuvre qualifiée, élaborent souvent des programmes de promotion des investissements pouvant faire intervenir des

La très grande majorité des investissements directs se produit entre pays avancés.

campagnes de commercialisation, des centres d'information, voire des négociations bilatérales entre les autorités et les sociétés étrangères. À la différence des incitations fiscales et autres traitements préférentiels, les campagnes d'information ne créent pas de manque à percevoir fiscal.

Selon FMI (2014), 63 % de l'investissement direct mondial s'effectue entre pays avancés, 20 % entre pays avancés et pays émergents (y compris pays à faible revenu), 6 % entre pays émergents, et 11 % des flux vont des pays émergents aux pays avancés.

Le fait que la très grande majorité des investissements directs se produise entre pays avancés risque de surprendre. Mais, compte tenu de la taille des économies en présence, il est logique que les investisseurs se sentent attirés par les gisements de main-d'œuvre qualifiée, les technologies de pointe et les économies d'échelle qu'offrent les autres pays avancés.

Les données sur l'investissement direct peuvent être difficiles à interpréter en raison des investissements dans les paradis fiscaux. Le niveau d'investissement dans ces pays est considérable même si les investisseurs n'y ont pas de présence physique. Compte tenu de la vocation d'optimisation fiscale de ces investissements, la formule habituelle des coûts–avantages, à l'exclusion du recouvrement de droits et de taxes, n'entre pas en ligne de compte.

Ainsi que le dénoncent leurs détracteurs, il peut arriver que des investisseurs directs étrangers rachètent des actifs locaux, poussent des entreprises à la faillite, ou imposent leurs exigences aux gouvernements. Mais les avantages que les deux parties tirent de l'investissement direct dépassent de loin les coûts. Les entrées de capitaux contribuent à financer les dépenses publiques — d'équipement, par exemple —, à accroître les recettes fiscales et à créer des emplois, entre autres retombées positives pour le pays d'accueil. ■

Tadeusz Galeza et James Chan travaillent à la Division de gestion de l'information statistique au Département des statistiques du FMI.

Bibliographie :

Fonds monétaire international (FMI), 2014, Enquête coordonnée sur l'investissement direct (Washington).



Travailleurs perdus

File de chômeurs à un salon de l'emploi organisé au Jacob K. Javits Convention Center de New York.

Ravi Balakrishnan, Mai Dao, Juan Solé et Jeremy Zook

Il est essentiel d'inverser le repli du taux d'activité américain pour doper la croissance de la plus grande économie mondiale

UNTEL scénario a de quoi surprendre. À mesure que l'économie américaine se redresse, l'embauche redémarre, et ceux qui avaient délaissé le marché de l'emploi en temps de crise devraient se sentir disposés à retenter leur chance. Au lieu de cela, le taux d'activité, qui représente la proportion de la population âgée de 16 ans et plus qui a un emploi ou en cherche un, ne cesse de chuter. Ce taux est passé d'environ 66 % au début de la crise financière mondiale à 62,6 % en juin 2015 (graphique 1), son point le plus bas depuis 1977.

Pire encore, la moitié de la hausse du taux d'activité enregistrée entre 1960 et 2000 — en raison de profonds changements sociaux tels que le *baby boom* ou l'entrée des femmes dans la population active — a été annulée au cours des sept dernières années. La population active américaine a perdu l'équivalent de 7,5 millions de travailleurs.

Une dynamique essentielle pour l'économie américaine

La dynamique future du marché de l'emploi américain revêt une importance cruciale pour deux raisons. Primo, le volume de la population active

jouera un rôle clé dans le rythme de la croissance économique au cours des cinq à dix prochaines années. L'économie américaine étant la première au monde, son évolution est déterminante pour la croissance à l'échelle planétaire. Secundo, le degré de réversibilité des récentes baisses du taux d'activité sera l'un des principaux facteurs qui affecteront les salaires et les prix, et, partant, le moment et l'allure à laquelle la Réserve fédérale relèvera ses taux d'intérêt. Le niveau et l'orientation des taux américains agissent globalement sur les flux de capitaux du monde entier, notamment dans les pays émergents.

Le taux d'activité global diminuait depuis 2000, bien avant les prémisses de la Grande Récession. Pendant la période 1960–90, le taux d'activité américain a connu son bond le plus spectaculaire, passant de 60 à 66 %. Cette progression reflétait directement l'arrivée à l'âge adulte des *baby boomers* et la présence croissante des femmes dans la population active. Mais ce développement de la population active a commencé à ralentir dans les années 90, parallèlement aux premiers départs en retraite des *baby boomers* et à la chute du taux d'activité des femmes. De

fait, depuis l'éclatement de la bulle Internet et la récession de 2001 (avec la faillite de nombreuses cyberentreprises), le taux d'activité américain n'a cessé de chuter.

Chez les hommes, cette tendance est plus ancienne encore : leur taux d'activité recule depuis 1948, année où les séries ont commencé à être calculées. Cette baisse est particulièrement préoccupante chez les travailleurs d'âge très actif. Beaucoup d'études ont ainsi été réalisées sur les pertes de débouchés et leur corollaire, la stagnation des salaires chez les travailleurs peu qualifiés dans les années 80, et sur la polarisation croissante des années 90 (Aaronson *et al.*, 2014).

Cet article se penche sur le recul du taux d'activité global depuis 2000. De nombreux facteurs sont à l'œuvre. Cette tendance descendante s'explique en grande partie par des changements structurels, principalement liés au vieillissement démographique. Ce facteur est primordial, car le taux d'activité des hommes et des femmes chute sensiblement (de 40 points au moins) au cours de la décennie précédant les 65 ans, baisse qui s'amplifie encore par la suite. Ainsi, lorsque la pyramide des âges bascule vers les travailleurs plus âgés, le taux d'activité *global* diminue, même si le taux par tranche d'âge demeure identique. D'ailleurs, le taux d'activité des travailleurs âgés a en fait augmenté durant la crise, ce qui n'a pourtant pas empêché le taux d'activité global de chuter.

Des facteurs conjoncturels relatifs à la disponibilité d'emplois et à l'évolution des salaires ont également joué un rôle important, notamment après la Grande Récession. Pour les dirigeants, cette distinction entre forces conjoncturelles et structurelles est essentielle, car chacune appelle des mesures différentes. Ainsi, l'une des questions clés pour les économistes est de déterminer dans quelle mesure chacun des facteurs contribue à ce recul du taux d'activité.

Nous avons constaté que la baisse du taux d'activité enregistrée depuis la Grande Récession est imputable pour moitié environ au vieillissement. Ce chiffre a été calculé en gardant le taux d'activité de chaque tranche d'âge à un niveau constant pour une année donnée — 2007 en l'occurrence — et en faisant varier les parts de population de chaque tranche selon leurs mouvements historiques. Il ressort de ce calcul que la part des 55 ans et plus augmente sensiblement depuis 2007 (chez les hommes, elle a augmenté de 6 points pour approcher les 33 %).

Pour apprécier l'importance des facteurs conjoncturels, nous utilisons les données de chaque État et analysons la variation des taux d'activité et des facteurs conjoncturels dans le temps et entre États. Cette analyse fait apparaître qu'entre 30 et 40 % de la baisse du taux d'activité est due à des forces cycliques.

Après 2007, la poursuite de ce déclin est le fait d'autres forces, dont le recul sensible du taux d'activité chez les jeunes. Ce phénomène n'obéit pas à une hausse des taux d'inscription à l'université, comme certains ont pu le suggérer, mais à une diminution du nombre d'étudiants travaillant par ailleurs. L'augmentation du nombre de demandes de prestations d'assurance invalidité a également joué. Elle s'explique en partie par le vieillissement démographique (80 % des bénéficiaires de l'assurance invalidité sont âgés de plus de 45 ans), mais il est clair que la Grande Récession a contribué à accélérer le nombre de demandes. Même les demandeurs qui n'ont finalement pas reçu d'indemnités ont quitté la population active en attendant de connaître l'issue du traitement de leur dossier. Si l'on peut débattre sur la part conjoncturelle et

structurelle de cette hausse récente des bénéficiaires d'assurance invalidité, elle est pour l'essentiel irréversible.

Une reprise temporaire

Point important, nous avons établi que jusqu'à un tiers de la chute du taux d'activité constatée après 2007 était réversible, car le marché de l'emploi américain continue de se redresser (Balakrishnan *et al.*, 2015). Au cours des prochaines années, environ 2 millions de travailleurs devraient retourner sur le marché de l'emploi. À l'horizon 2017, les taux d'activité devraient toutefois recommencer à diminuer, car la dynamique sous-jacente du vieillissement annulera largement le rebond conjoncturel.

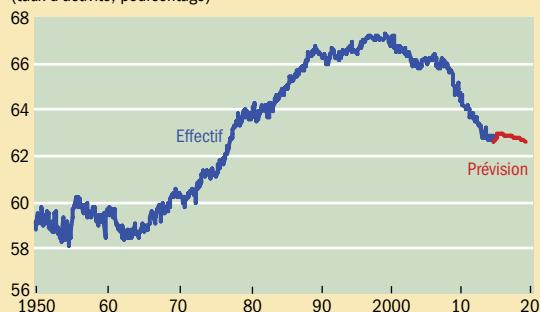
Ces prévisions tiennent compte de forces structurelles non démographiques telles que les inscriptions à l'université, la part d'étudiants actifs ainsi que les départs à la retraite. De manière plus

Graphique 1

Inactifs

Depuis le début du XXI^e siècle, la part d'Américains adultes en situation d'emploi ou de recherche active ne cesse de baisser.

(taux d'activité, pourcentage)



Sources : U.S. Bureau of Labor Statistics; Haver Analytics; estimations des auteurs.

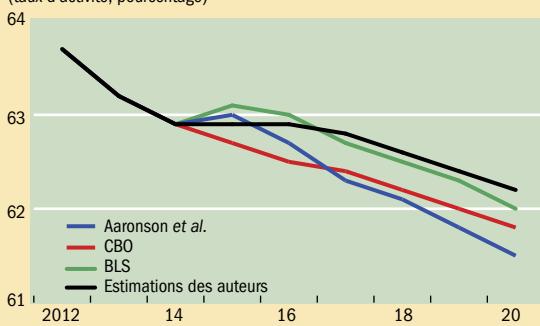
Note : Le taux d'activité mesure le pourcentage de personnes âgées de 16 ans et plus en situation d'emploi ou de recherche active d'emploi.

Graphique 2

Déclin durable

Pour de nombreux analystes, le recul du taux d'activité global devrait se poursuivre.

(taux d'activité, pourcentage)



Sources : Aaronson *et al.*; U.S. Congressional Budget Office (CBO, 2014); U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS); Haver Analytics; estimations des auteurs.

Note : Le taux d'activité mesure le pourcentage de personnes âgées de 16 ans et plus en situation d'emploi ou de recherche active d'emploi.

précise, le taux d'activité des jeunes travailleurs devrait reprendre à mesure que le nombre d'inscriptions à l'université diminuera un peu plus (pour se rapprocher du niveau d'avant la Grande Récession) et que de plus en plus d'étudiants commenceront à travailler, attirés par la multiplication des offres d'emploi et contraints de rembourser leurs emprunts. En revanche, aucun rebond n'est attendu du côté des travailleurs plus âgés : leur taux d'activité avait déjà augmenté en 2007–13 et la récupération du niveau de richesse perdu durant la crise permet à beaucoup d'entre eux de prendre enfin leur retraite.

D'autres analystes prédisent une tendance à la baisse du taux d'activité, même si des différences importantes sont à noter (graphique 2). Par exemple, d'après les projections du Congressional Budget Office, la pression à la baisse exercée par le vieillissement démographique contrebalancerait plus largement le rebond conjoncturel que ne l'indiquent nos propres estimations à moyen terme. Aaronson *et al.*, (2014) tablent également sur un taux d'activité inférieur à nos prévisions, s'attendant à ce que la polarisation du marché du travail et la hausse du nombre de bénéficiaires d'assurance invalidité pèsent plus lourd que le prolongement de la durée de vie, l'amélioration du niveau d'études et les évolutions relatives au mariage et au taux de fécondité. Les prévisions du Bureau of Labor Statistics pour 2020 sont similaires aux nôtres (Toossi, 2013).

Mesurer autrement les ressources inutilisées sur le marché du travail

Que signifient ces tendances au regard du niveau de main-d'œuvre inutilisée de l'économie américaine (celle qui peut être employée sans déclencher d'inflation) ?

À en juger par le seul taux de chômage, qui n'a cessé de décroître de plus de 10 % à environ 5,5 % au deuxième trimestre 2015, on pourrait penser que le volant de main-d'œuvre inutilisée est pratiquement inexistant. Après tout, ce taux est à peine supérieur à de nombreuses estimations de l'actuel niveau de chômage «naturel», à savoir le taux qui prévaudrait une fois les facteurs conjoncturels disparus et moyennant une économie tournant à plein régime. Certains considèrent qu'une différence négligeable entre le taux de chômage et le taux naturel, ce que l'on appelle communément l'écart de chômage, équivaut au plein emploi.

Néanmoins, le volant de main-d'œuvre inutilisée ne se limite pas à l'écart de chômage, notamment après les perturbations causées par la Grande Récession. Si la réduction de l'écart de chômage signale que l'économie se rapproche du plein emploi, le ratio emploi/population décrit une réalité différente (graphique 3). De fait, ce ratio, qui mesure le nombre de personnes en situation effective d'emploi par rapport au nombre de personnes aptes à travailler, reste inférieur de plus de quatre points à son niveau d'avant la Grande Récession. Comment expliquer cette discordance ? Tout d'abord, certains travailleurs souhaitaient être actifs, mais n'étaient pas à la recherche d'un emploi au cours des quatre semaines précédentes et n'ont donc pas été classés comme chômeurs : on parle alors d'inactifs en lien potentiel avec le marché du travail. Par ailleurs, de nombreux travailleurs à temps partiel souhaiteraient travailler davantage, mais ne le peuvent pas en raison d'une conjoncture difficile. L'augmentation du nombre de travailleurs à temps partiel est certes liée à des facteurs structurels,

Graphique 3

Marge de progression

Le ratio emploi/population, qui mesure le nombre de personnes en situation d'emploi par rapport au nombre de personnes aptes à travailler, augure d'une possibilité d'amélioration du marché du travail américain.

(ratio emploi/population, pourcentage)



Sources : U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS); Haver Analytics.

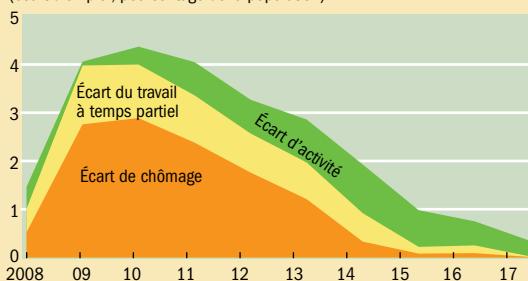
Note : Le ratio emploi/population mesure la part de population civile non institutionnelle âgée de 16 ans et plus en situation d'emploi.

Graphique 4

L'écart rétrécit

L'écart d'emploi, qui décrit la différence entre les ratios tendanciel et effectif emploi/population, se réduit depuis quelques années.

(écart d'emploi, pourcentage de la population)



Sources : U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS); Haver Analytics; estimations des auteurs.

Note : L'écart de taux de chômage et l'écart de taux d'activité mesurent la variation des taux par rapport à la tendance (souvent qualifiée de naturelle), l'écart du travail à temps partiel permettant de corriger ce chiffre pour tenir compte des travailleurs à temps partiel forcé.

comme la capacité des entreprises à anticiper les pics d'activité, mais elle résulte aussi d'une conjoncture défavorable. Si l'on ajoute ces composantes au taux de chômage, il ressort qu'il demeure effectivement un volant de ressources non utilisées.

Comme l'a souligné la présidente de la Réserve fédérale Janet Yellen, il convient de ne pas se limiter au seul taux de chômage pour appréhender totalement la réalité du marché du travail. Il faut également considérer des indicateurs du dynamisme du marché du travail tels que les offres d'emploi, les embauches et les départs, qui ont presque retrouvé leur niveau d'avant la crise. L'augmentation des démissions est particulièrement encourageante, car elle indique que les actifs hésitent moins à chercher un emploi mieux rémunéré ou plus conforme à leurs aspirations.

Pour créer une seule mesure du volant de main-d'œuvre inutilisée rassemblant tous ces éléments, nous calculons un «écart d'emploi»

global qui rend compte des écarts des taux de chômage et d'activité par rapport à leur niveau tendanciel ou naturel, corrigés des effets liés au grand nombre de travailleurs à temps partiel forcé.

Comme on pourrait s'y attendre, ce calcul fait apparaître un écart d'emploi considérable au lendemain de la Grande Récession, dû en grande partie à la poussée du chômage et à la multiplication des travailleurs à temps partiel forcé. L'écart d'activité a, quant à lui, commencé à augmenter après 2010, beaucoup de travailleurs découragés ayant abandonné la population active en raison de la persistance de la récession (graphique 4). À présent, alors que le taux de chômage a chuté pour s'établir à moins d'un point de pourcentage de la plupart des estimations du taux de chômage naturel, le volant résiduel de main-d'œuvre inutilisée provient principalement de l'écart d'activité et dans une moindre mesure de celui lié au temps partiel. Le volant de main-d'œuvre inutilisée global, autrement dit l'écart d'emploi, devrait disparaître en 2018. Cette diminution progressive signale que les politiques macroéconomiques accommodantes ont toujours un rôle important à jouer (politique monétaire par exemple) dans l'optique du plein emploi.

Stimuler le taux d'activité

Par ailleurs, les politiques visant à inverser la tendance baissière du taux d'activité sont essentielles à l'expansion de l'offre de main-d'œuvre nécessaire pour stimuler la croissance potentielle ces cinq à dix prochaines années. Il s'agit là d'un objectif majeur aux États-Unis, où de nombreuses prévisions tablent sur une croissance potentielle autour de 2 %, bien loin des moyennes de plus de 3 % d'avant la Grande Récession.

Parmi les principales mesures, on citera l'aide à la recherche d'emplois, les programmes de formation et le ciblage des prestations sociales (aides à la garde d'enfants, par exemple) en faveur des foyers à faible revenu. La solution devrait également passer par une réforme de l'immigration. Pour contrer les effets du vieillissement démographique, les États-Unis devraient augmenter le nombre de visas accordés aux immigrants hautement qualifiés; cela permettrait aussi d'accroître la productivité. ■

Ravi Balakrishnan et Juan Solé sont respectivement chef de division adjoint et économiste principal du Département hémisphère occidental du FMI. Mai Dao est économiste au Département des études du FMI. Jeremy Zook est économiste au Département du Trésor américain.

Bibliographie :

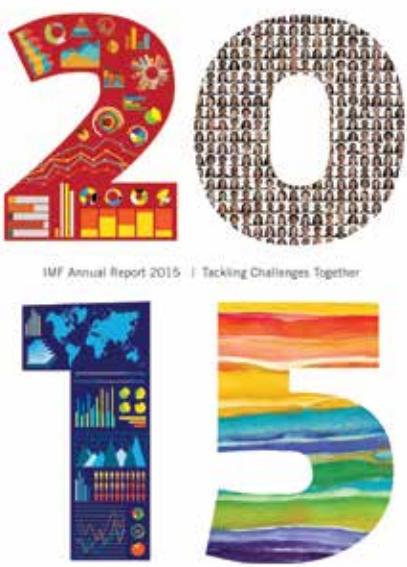
Aaronson, Stephanie, Tomaz Cajner, Bruce Fallick, Felix Galbis-Reig, Christopher L. Smith, and William Wascher, 2014, "Labor Force Participation: Recent Developments and Future Prospects," *Finance and Economics Discussion Series Staff Working Paper 2014-64* (Washington: Federal Reserve Board).

Balakrishnan, Ravi, Mai Dao, Juan Solé, and Jeremy Zook, 2015, "Recent U.S. Labor Force Dynamics: Reversible or Not?" *IMF Working Paper 15/76* (Washington: International Monetary Fund).

Congressional Budget Office (CBO), 2014, "The Budget and Economic Outlook: 2014 to 2024" (Washington, February).

Toossi, Mitra, 2013, "Labor Force Projections to 2022: The Labor Force Participation Rate Continues to Fall," *Monthly Labor Review* (December).

GRATUIT Rapport annuel 2015 du FMI



Pour comprendre comment, par ses prêts, sa surveillance et son aide pratique, le FMI oeuvre à la stabilité économique et financière mondiale et à la croissance. Parmi les thèmes traités cette année :

- les effets internationaux de la chute des cours du pétrole
- les financements et les conseils fournis aux pays en difficulté
- l'aide d'urgence pour combattre la crise Ebola en Afrique de l'Ouest
- un nouveau fonds d'aide pour les pays pauvres et les plus vulnérables frappés par une catastrophe naturelle ou de santé publique
- des études sur la politique budgétaire comme moyen de réduire l'inégalité
- la formation en ligne gratuite pour le public et les responsables gouvernementaux
- l'accès en ligne gratuit aux statistiques pour tous les utilisateurs

Commandez votre exemplaire GRATUIT à imfbookstore.org/ar15

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL



Affichage des cours de la bourse
à Times Square, New York.

RETOMBÉES

Jiaqian Chen, Tommaso Mancini-Griffoli et Ratna Sahay

La politique monétaire non conventionnelle récente de la Fed semble avoir touché les pays émergents plus que les politiques traditionnelles

QUAND les États-Unis éternuent, le reste du monde s'enrhume. L'adage a du vrai. La récente crise financière internationale a démontré l'importance des États-Unis pour l'économie mondiale — pour le meilleur comme pour le pire.

La crise a illustré la capacité de la politique monétaire américaine à empêcher une dépression mondiale. Cette politique a toutefois eu des effets secondaires notables, notamment une hausse des prix des actifs et des entrées massives de capitaux dans les pays émergents. Les autorités de ces pays ont fait part de leur crainte quant aux retombées de la politique américaine, qui s'est traduite par un accroissement de la volatilité des marchés et des risques pour la stabilité financière.

Nous examinerons ces retombées afin de déterminer quelles sont les mesures les plus efficaces pour en atténuer les risques de déstabilisation.

Des mesures atypiques se sont imposées

La situation aurait sûrement été pire si les banques centrales n'avaient pas adopté des politiques monétaires dites non conventionnelles axées sur des nouveautés comme l'achat

d'obligations non publiques («l'assouplissement quantitatif») pour relancer l'économie lorsque des mesures classiques, comme la baisse des taux d'intérêt, n'étaient plus possibles. Les taux d'intérêt nominaux ont été ramenés à pratiquement zéro au début de la récession mondiale et ont depuis été maintenus à ce niveau minimum (le plancher à zéro). Faute de pouvoir encore abaisser les taux, les banques centrales ont eu recours à des programmes d'achat d'actifs qui ont provoqué un gonflement de leur bilan.

La politique monétaire accommodante se poursuivant, les pays émergents ont commencé à se dire inquiets. Pour eux, l'expansion monétaire dans les pays avancés s'était propagée à leur économie, entraînant une envolée des entrées de capitaux, notamment vers des titres de dette comme les obligations (graphique 1). Leur monnaie s'est appréciée et les prix de leurs actifs ont vite augmenté. Ils craignaient les ajustements douloureux imposés par les fluctuations du taux de change aux exportateurs et aux sociétés livrées à la concurrence des importations. Ils étaient également préoccupés par les engagements croissants en devises bon marché, mais dont le cours risquait de grimper brutalement (l'asymétrie du bilan). La vulnérabilité face

aux systèmes financiers découlait aussi de la hausse rapide des prix des actifs, de la création de bulles de crédit et des emprunts élevés des sociétés. De nombreux dirigeants se souvenaient de précédents épisodes d'afflux de capitaux, lorsque les tentatives pour limiter les bulles via des hausses des taux d'intérêt avaient échoué, les taux plus élevés ayant attiré davantage de capitaux et favorisé l'appréciation des monnaies.

Les critiques des pays émergents ont été encore plus virulentes quand la Réserve fédérale américaine a laissé entendre qu'elle envisageait de ralentir le rythme de ses achats d'actifs. Lorsque l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, a évoqué cette possibilité en mai 2013, un pic de volatilité a été enregistré sur les marchés émergents (graphique 2) avec la chute brutale des prix des actifs.

Des questions capitales

Trois questions essentielles se posent au sujet des retombées elles-mêmes et des mesures visant à y faire face :

- Les changements d'orientation imprévus de la politique monétaire américaine influent-ils sur les flux de capitaux vers les marchés émergents et sur les prix des actifs dans ces pays, et dans quelles proportions?
- Ces effets sont-ils différents selon la phase de la politique monétaire américaine (politique de taux d'intérêt menée pendant la phase classique précédant la crise financière mondiale; achat massif d'actifs pendant la phase atypique dite d'assouplissement quantitatif après le début de la crise)? La politique monétaire a été assouplie à plusieurs reprises avant la crise financière mondiale sans susciter de réactions aussi vives. Il faut donc établir une distinction entre ces deux phases pour mieux comprendre les craintes des pays émergents.
- Les effets des changements brutaux d'orientation de la politique monétaire américaine varient-ils suivant la conjoncture intérieure des pays émergents? Les caractéristiques et les choix des pays destinataires déterminent-ils l'impact des changements d'orientation de la politique monétaire américaine?

Des instruments adaptés

Pour répondre à ces questions, il faut tenir compte de l'élément de *surprise* des annonces de politique monétaire aux États-Unis. Après tout, ces annonces sont à l'origine des retombées.

Ces annonces ne sont pas toutes identiques. Si certaines sont parfaitement anticipées par les intervenants du marché, d'autres ne le sont pas du tout. Si une annonce correspond exactement aux anticipations du marché, elle ne devrait avoir aucune incidence sur les prix ou la répartition des actifs, car ils auront été déterminés à l'avance en fonction de l'annonce attendue. Cela ne signifie toutefois pas que la politique monétaire est inefficace, simplement que les informations ne sont pas suffisantes pour juger de son efficacité. D'autres cas de figure sont aussi possibles. Si la banque centrale annonce un relèvement des taux d'intérêt (de 0,25 %, par exemple) inférieur aux anticipations des marchés (disons 0,5 %), alors les prix des actifs devraient augmenter. Mais il n'est pas forcément vrai, uniquement sur la base de l'intervention observée, qu'un resserrement (au sens où les taux ont été relevés de 0,25 %) a été une bonne chose pour les prix des actifs. L'interprétation correcte est la suivante : comme le durcissement a été moins marqué que prévu, les prix des actifs ont augmenté. Il est donc indispensable de tenir compte («faire la part», comme disent les économistes) de l'élément de surprise des annonces de politique monétaire, à savoir la différence entre l'annonce et les anticipations des marchés. C'est à cette condition que les effets des annonces de politique monétaire pourront être véritablement comparés, au regard des «facteurs de surprise».

Un deuxième aspect des annonces joue aussi un rôle majeur : leur contenu informationnel. Les annonces peuvent contenir des informations sur les futures intentions de la banque centrale quant au niveau des taux directeurs. Il s'agit de l'élément de *signal* des annonces. Cette composante est capitale pour la politique monétaire : c'est avant tout par ce biais que celle-ci a un impact. Un relèvement ou un abaissement ponctuel du taux directeur

Graphique 1 Envolée des capitaux

Les achats étrangers d'actions et obligations dans les pays émergents ont fortement augmenté après l'assouplissement de la politique monétaire par la Réserve fédérale américaine consécutif à la crise financière mondiale.

(milliards de dollars, valeur cumulée)

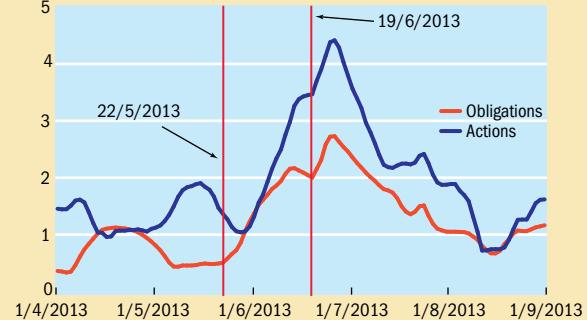


Source : FMI, International Financial Statistics.

Graphique 2 De fortes fluctuations

Les cours des actions et obligations dans les pays émergents ont énormément fluctué après que la Réserve fédérale américaine a laissé entendre en 2013 qu'elle pourrait réduire ses achats massifs d'actifs.

(volatilité des indices des cours des obligations et actions)



Source : Bloomberg.

Note : Les cours des actions sont mesurés à l'aide de l'indice MSCI Emerging Markets (MSCI), et les cours des obligations à l'aide de l'indice J.P. Morgan Emerging Markets Bond (EMBI). La volatilité des indices est évaluée sous forme d'écart-types sur 30 jours.

aura un impact limité sur l'économie. C'est uniquement en laissant entrevoir les variations futures des taux directeurs que la banque centrale est en mesure d'agir sur les taux à plus long terme qui comptent pour les décisions économiques en matière d'investissement, d'embauches et de consommation.

Les annonces de politique monétaire peuvent aussi contenir d'autres informations, que nous appelons la composante de marché des annonces. Les banques centrales peuvent transmettre des informations sur les obligations accessibles aux investisseurs privés (en raison de l'évolution de la taille de leur bilan) et sur les risques (ou les incertitudes) pesant sur la croissance et l'inflation, ainsi que sur leurs changements de préférences (dans quel délai ramener l'inflation au niveau de son objectif, par exemple) et d'objectifs.

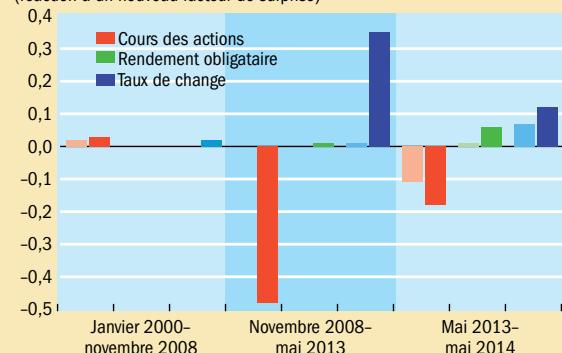
Les deux aspects des annonces — l'élément de surprise et le contenu informationnel — peuvent être observés dans les cours des obligations juste après des annonces de politique monétaire (pendant une journée dans cette étude). D'une part, les surprises liées à l'élément de signal des annonces devraient influer sur les obligations à plus court terme. En effet, les banques centrales ne peuvent s'engager à suivre une orientation que sur une période d'environ trois ans, pendant laquelle elles peuvent formuler des prévisions économiques raisonnables. Au-delà, leurs prévisions ne seraient pas prises au sérieux par les marchés. D'autre part, les surprises liées à la composante de marché des annonces devraient influer sur la prime de détention d'obligations à plus long terme. Une méthode statistique appelée analyse en composantes principales est employée pour isoler les variations des rendements des obligations à court et à long terme les jours d'annonce : les premières représentent les surprises en termes de signal, et les secondes les surprises en termes de marché.

Graphique 3

Surprise

Les annonces inattendues de la Réserve fédérale américaine ont eu un impact nettement plus prononcé pendant la phase de politique monétaire non conventionnelle qu'avant 2008.

(réaction à un nouveau facteur de surprise)



Source : calculs des auteurs.

Note : Le graphique représente l'impact estimé d'un hypothétique resserrement surprise de la politique monétaire sur les cours des actions, les rendements obligataires et les taux de change pendant trois phases de la politique monétaire américaine : conventionnelle, atypique et période au cours de laquelle la Réserve fédérale américaine a laissé entendre qu'elle pourrait réduire ses achats d'obligations. Les effets d'une surprise de marché apparaissent dans des couleurs claires, et ceux d'une surprise de signal dans des couleurs plus foncées. Des valeurs positives pour les taux de change indiquent une dépréciation de la devise par rapport au dollar.

La dernière étape consiste à mesurer les variations des prix des actifs et des flux de capitaux dans les pays émergents en réaction à des surprises de politique monétaire aux États-Unis. Pour ce faire, une méthode dite d'étude d'événements examine les réactions des marchés dans les pays émergents juste après une annonce de politique monétaire aux États-Unis. La méthode s'avère particulièrement utile pour établir des liens de causalité, sachant que le choc principal les jours d'annonce découle vraisemblablement de l'annonce de politique monétaire. On suppose en outre que l'impact sur les marchés financiers dans les pays émergents est ressenti immédiatement, ou du moins sous deux jours. En moyenne, les variations des prix des actifs et des flux de capitaux durant cette période peuvent donc être imputables aux chocs de politique monétaire américaine.

Les retombées sont devenues plus fortes

Nous avons étudié la réaction de 21 pays émergents — Afrique du Sud, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Singapour, province chinoise de Taiwan, Thaïlande et Turquie — à 125 annonces de politique monétaire américaine entre janvier 2000 et mars 2014 et découvert que les surprises liées à cette politique ont un impact immédiat (du moins pendant deux jours) sur les entrées de capitaux et les variations des prix des actifs dans les pays émergents.

Cependant, lorsque nous avons examiné séparément les périodes d'avant-crise (phase de politique monétaire classique) et d'après novembre 2008 (début des achats massifs d'actifs), il est apparu que les retombées «par facteur» de surprise de la politique monétaire américaine étaient différentes et plus prononcées pendant la phase non conventionnelle. Pour de nombreux actifs, les retombées ont été encore plus fortes quand les États-Unis ont commencé à évoquer la réduction de leurs achats d'actifs (de mai 2013 à mars 2014). En général, toutes phases de politique monétaire confondues, les retombées étaient les plus marquées lorsque les annonces ont surpris les marchés avec des informations concernant l'orientation future des taux directeurs (surprises en termes de signal), par opposition aux informations (surprises en termes de marché), qui ont influé sur les rendements des obligations américaines à plus long terme (graphique 3).

Nous supposons que les retombées plus fortes pendant la phase atypique étaient surtout structurelles, conséquence des achats d'obligations ayant débuté durant la phase de politique monétaire non conventionnelle et de la création de liquidité. Les répercussions par facteur de surprise ne semblent pas dépendre de l'ampleur des chocs, qu'ils soient liés à un assouplissement ou à un resserrement de la politique, ou qu'ils se soient ou non produits à un tournant de l'orientation de la politique (par exemple une première tentative de durcissement de la politique après une série ininterrompue de baisses).

Mais nous avons aussi découvert que la conjoncture d'un pays influait sur les retombées. Dans les pays dotés de fondamentaux plus solides, les répercussions ont été moindres. Une croissance du PIB réel plus soutenue et des soldes des transactions courantes plus élevés, ainsi qu'une inflation plus basse et une part de la dette locale détenue par des étrangers plus faible, ont fortement atténué les retombées, surtout pendant la période de politique

Graphique 4

Importance des fondamentaux

La croissance du PIB réel, les soldes des transactions courantes, l'inflation et la part de la dette locale détenue par des étrangers ont une forte incidence sur les retombées de la politique monétaire américaine sur les marchés des actions, des obligations et des changes.

	Actions		Rendements obligataires		Taux de change	
	Facteur de marché	Facteur de signal	Facteur de marché	Facteur de signal	Facteur de marché	Facteur de signal
Croissance du PIB						
Inflation						
Transactions courantes						
Part de la dette locale détenue par des investisseurs étrangers						

Source : calculs des auteurs.

Note : Les cases vertes indiquent les facteurs qui atténuent les effets des chocs de politique monétaire américaine atypique; les cases rouges, les facteurs qui amplifient les effets. Plus la couleur est foncée, plus l'effet est prononcé. Le facteur de signal se rapporte aux informations sur la future politique monétaire transmises par un choc. Le facteur de marché se rapporte aux informations concernant les obligations accessibles aux investisseurs privés, les risques pesant sur la croissance et l'inflation et les changements de préférences et d'objectifs de la banque centrale. Les transactions courantes désignent le solde des échanges nets, des recettes nettes et des paiements de transfert nets d'un pays.

monétaire non conventionnelle. D'aucuns ont fait valoir que l'impact des fondamentaux devenait plus prononcé au fil du temps, les investisseurs commençant à faire une distinction entre les pays. Mais cette étude montre que les fondamentaux avaient de l'importance même dans les premières réactions aux annonces de politique monétaire américaine. Les cases vertes du graphique 4 font apparaître les facteurs intérieurs qui ont contribué à atténuer les chocs, alors que les cases rouges mettent en évidence ceux qui les ont amplifiés.

Nous nous sommes aussi demandé si, sur les marchés plus grands ou plus liquides (sur lesquels opèrent de nombreux acheteurs et vendeurs), les retombées étaient plus fortes. Théoriquement, les effets de la seule taille du marché sont ambigus, car deux mécanismes contradictoires sont à l'œuvre. Les marchés plus grands attirent davantage d'investisseurs étrangers, ce qui accroît la volatilité, alors que dans le même temps ces marchés ont tendance à être plus liquides, ce qui devrait réduire la volatilité. Concrètement, à elle seule, la taille du marché n'amplifie pas ou n'atténue pas considérablement les retombées. En revanche, quand nous faisons la part de la liquidité, il apparaît que les marchés plus grands connaissent des retombées plus marquées. Les effets de la liquidité des marchés sont moins ambigus : comme prévu, les marchés plus liquides réduisent l'impact des répercussions. Par conséquent, tant que les marchés resteront liquides parallèlement à leur croissance, les risques de retombées devraient être limités.

Conséquences pratiques

Il n'est pas étonnant que la politique monétaire américaine se répercute sur le reste du monde, compte tenu de sa prépondérance sur les marchés mondiaux. Toutefois, il nous est apparu que les très fortes retombées sont surtout un phénomène récent, qui date de la crise financière mondiale.

Le fait que les répercussions semblent plus marquées pendant la phase de politique atypique s'explique par un coût des taux d'intérêt nul. Par conséquent, pour éviter de fortes retombées, des mesures adaptées doivent être prises pendant les périodes

favorables afin de réduire le risque d'atteindre le plancher à zéro durant les périodes défavorables. Ces mesures pourraient s'étendre à d'autres données macroéconomiques, comme les dépenses et la fiscalité, afin de stabiliser la relation entre dette et PIB et de conserver une marge de manœuvre budgétaire pour stimuler l'économie lors des ralentissements de l'activité. Même des réformes structurelles sur les marchés du travail ou dans l'éducation, par exemple, en vue de doper la croissance et l'emploi pourraient jouer un rôle. Il faudrait aussi avoir recours à des mesures prudentielles pour préserver la stabilité financière. Elles pourraient englober des normes de fonds propres ou de liquidités imposées aux prêteurs et des plafonds de quotité du prêt ou de ratio service de la dette/revenu pour les emprunteurs.

Des enseignements peuvent aussi être tirés pour les pays émergents. Comme les effets négatifs des retombées de la politique monétaire américaine sont liés à la conjoncture dans le pays destinataire — à savoir que de meilleurs fondamentaux et des marchés plus liquides contribuent à atténuer l'impact —, les pays émergents devraient améliorer leurs fondamentaux autant que possible. D'autres mesures, comme des interventions sur le marché des changes, voire des mesures de gestion des flux de capitaux, peuvent être prises durant les périodes de remous ou de crise pour faire face à une volatilité excessive et au désordre sur le marché, mais elles ne sauraient se substituer à des politiques économiques efficaces.

Les retombées sont plus fréquentes et plus fortes si elles sont la conséquence de surprises en termes de *signal*. C'est une bonne chose puisque les banques centrales comprennent mieux ce biais et peuvent mieux le maîtriser en communiquant de manière transparente leurs intentions immédiates et futures. C'est pourquoi la Réserve fédérale et d'autres grandes banques centrales devraient être en mesure de maîtriser l'origine des chocs qui ont des répercussions à l'échelle mondiale.

Dans le même temps, bien que les surprises en termes de *marché* aient des retombées moins fortes, leurs effets sont moins différenciés selon les pays et moins prévisibles. Pour atténuer l'impact de ces surprises, les banques centrales des pays avancés devraient s'employer à réduire les chocs pour les rendements obligataires à long terme lorsqu'elles ont moins recours à des politiques monétaires atypiques ou y mettent un terme. Pour ce faire, elles pourraient, par exemple, laisser les actifs accumulés parvenir à échéance au lieu de les vendre. Si elles décident de les vendre, elles devraient le faire d'une manière très prévisible. ■

Jiaqian Chen est économiste au Département Europe du FMI. Tommaso Mancini-Griffoli est expert principal du secteur financier et Ratna Sahay est Directrice adjointe, tous deux au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Des FEMMES de valeur

La mixité est nettement insuffisante sur les billets de banque

Christopher Coakley

EN MATIÈRE de monnaie, l'homme est roi. Cela semble du moins être le cas, à en juger d'après les visages des grands de ce monde qui ornent la grande majorité des billets de banque et pièces de monnaie. Pourtant, certains pays se servent de leur monnaie pour rendre hommage à leurs dirigeantes, artistes et autres pionnières d'hier et d'aujourd'hui. Les États-Unis y sont venus tardivement, avec l'annonce en juin 2015 qu'un billet de banque serait à l'effigie d'une femme, pour la première fois depuis plus d'un siècle. Alors quelles sont les femmes dont la grandeur est reconnue — et pourquoi est-ce important?

Naissances et mariages

La dernière Américaine à figurer sur un billet de 1 dollar fut Martha Washington, la Première Dame, au XIX^e siècle. Et de fait, encore aujourd'hui, les femmes n'ont souvent cet honneur qu'en raison de leur naissance ou de leur mariage. Le portrait de la Reine Elizabeth II, chef de plus de douze États souverains, circule de main en main dans le monde entier.

C'est peut-être à cause des interdits sociaux que certaines des femmes les plus célèbres au monde sont sorties de l'ombre de leurs maris — en les éclipsant souvent au passage. Ces figures charismatiques apparaissent aujourd'hui sur la monnaie de leurs pays — telles les politiciennes Eva Perón en Argentine et Corazon Aquino aux Philippines, ou l'artiste Frida Kahlo au Mexique.



Eva Perón sur un billet de 2 pesos argentins.

Martha Washington figurant sur un billet de 1 dollar au XIX^e siècle; la Reine Elizabeth II sur un billet de 5 dollars australiens.

«Les avocats d'une meilleure parité sur les billets de banque en appellent à l'inspiration que ces idoles peuvent donner aux jeunes filles.»

Il est important de reconnaître et de commémorer tous nos héros — hommes et femmes!

— Maya Angelou

Il est frappant de noter combien de billets rendent hommage à des pionnières qui ont dû frayer leur chemin dans les cercles politiques, artistiques et scientifiques. D'illustres suffragettes sont aujourd'hui à l'honneur sur les dollars australiens, canadiens et néo-zélandais. Marie Curie, physicienne et chimiste, née en Pologne, mais devenue citoyenne française, a été représentée tant sur les francs que sur les zlotys, en témoignage de la fierté qu'inspire à la France et à la Pologne la première femme couronnée par un Prix Nobel. Les avocats d'une meilleure parité en appellent à l'inspiration que ces idoles peuvent donner aux jeunes filles.



Marie Curie sur un billet de 20.000 zlotys polonais.

Et pourtant, ce ne sont pas forcément les exploits individuels des femmes qui comptent. Dans les années 60, le billet de 1 yuan chinois représentait une femme sur un tracteur, au nom des principes économiques que le gouvernement souhaitait promouvoir. De nos jours, on voit sur le billet de 2 yuan des femmes anonymes d'une ethnique minoritaire, le général primant sur le particulier.



Femme conduisant un tracteur sur un billet de 1 yuan des années 60;
Femmes d'une ethnique minoritaire sur un billet de 2 yuan.



Jane Austen sur un billet de 10 livres anglaises.

La valeur de la monnaie

Au Royaume-Uni et aux États-Unis, les campagnes en faveur des portraits de femmes sur les billets de banque ont fait du bruit et parfois engendré de vifs débats sur les mérites respectifs des diverses candidatures, mais aussi des incidents déplorables. En juin 2013, l'activiste et journaliste britannique Caroline Criado-Perez a fait l'objet d'une attaque coordonnée de messages d'injures sur les réseaux sociaux après la réussite de sa campagne pour que le portrait de Jane Austen orne le billet de 10 livres.

Les pays performants reconnaissent et récompensent les efforts de tous, hommes et femmes.

Le débat a fait vibrer une corde sensible, car le fait que les femmes brillent par leur absence sur les billets soulève la question plus large de leur sous-évaluation sur le plan économique. Des études montrent que la disparité entre les hommes et les femmes reste obstinément profonde sur le plan de l'emploi comme des salaires.

Il y a quelques mois, un rapport du FMI indiquait que, dans 90 % des pays étudiés, il y avait au moins un obstacle juridique au travail féminin. Cette étude concluait que, lorsque les femmes prennent pleinement part à la vie active, le gain pour l'économie peut être considérable.

Les pays performants reconnaissent et récompensent les efforts de tous, hommes et femmes. Il est temps qu'il en aille ainsi de notre monnaie. ■

Christopher Coakley est agent de communications au Département de la communication du FMI.

GRAND angle

Les tests de résistance doivent être adaptés et élargis pour évaluer la stabilité du système financier dans son ensemble

Dimitri G. Demekas

POUR évaluer la stabilité d'une structure ou d'un système, les ingénieurs recourent à des «tests de résistance». Ils soumettent le système à des chocs ou contraintes plus sévères que ceux subis dans des conditions normales et confirment ainsi le respect de normes, déterminent la limite de rupture ou examinent les modes de défaillance.

Les dirigeants d'établissements financiers et, plus récemment, les autorités de régulation ont adapté cette technique pour jauger la vigueur de ces établissements. Pour ce faire, ils soumettent les portefeuilles à des simulations de «chocs», tels que récessions, baisses du prix des logements ou krach boursier, puis examinent les répercussions sur les bénéfices, les fonds propres et la capacité à continuer de remplir les obligations.

Mais il ne suffit pas d'additionner les résultats de chaque banque pour déterminer la résilience du système financier dans son ensemble. De nouvelles méthodes s'imposent pour faire des tests de résistance un outil efficace d'analyse de la stabilité financière.

Des débuts modestes

Les premières applications des tests de résistance aux banques datent du début des années 90 (voir l'encadré). Les modèles étaient alors relativement simples : ils partaient d'un choc exogène et retraçaient les pertes de fonds propres. Les hypothèses de réaction de la banque aux chocs restaient simplistes, en termes de distribution des bénéfices, d'expansion du crédit ou de réduction de la dette, par exemple. Elles se concentraient sur

la solvabilité de la banque (le solde de fonds propres après le choc). Le risque de liquidité était, au mieux, traité séparément. Les interactions entre les banques et les effets de rétroaction sur l'ensemble de l'économie n'entraient généralement pas en ligne de compte.

Ces tests de résistance adoptaient une attitude microprudentielle, c'est-à-dire centrée sur un établissement. Ils visaient à évaluer son risque de faillite dans des conditions défavorables. L'application répétée de cette méthode était censée assurer la stabilité du système financier.

Trop et trop peu à la fois

Toutefois, alors même que les régulateurs adoptaient les tests de résistance, il apparaissait déjà clairement à certains que ces mesures n'étaient ni nécessaires, ni suffisantes pour garantir la stabilité et la pérennité du système financier. Comme le déclarait feu Andrew Crockett, alors Directeur général de la Banque des règlements internationaux, la méthode microprudentielle de régulation financière «vise trop haut et accomplit trop peu».

Elle vise trop haut, car la faillite d'une banque n'est pas un problème si les autres établissements sont en mesure d'intervenir et de servir ses clients, emprunteurs et déposants. La conception d'un système de régulation visant à éviter toute faillite risque d'aboutir à une protection excessive.

Elle accomplit trop peu, car les régulations au niveau individuel ne prennent pas en compte le risque de contagion entre établissements, ni la manière dont chaque banque s'assure de respecter les règles de fonds propres. Ainsi, un régulateur

qui pousse une banque en difficulté à consolider son ratio de fonds propres ne se soucie pas de savoir si la banque augmente ses fonds propres ou réduit ses actifs. Pourtant, si une part notable du système bancaire allège ses actifs en même temps pour tenir les exigences de fonds propres, les conséquences peuvent être graves pour l'économie dans son ensemble. À moins d'intégrer les interconnexions entre établissements et leur comportement collectif face à un choc et les retombées éventuelles sur le système financier et l'économie, les régulateurs peuvent négliger le risque sur l'ensemble du système et les coûts économiques — en d'autres termes, le risque systémique (Crockett, 2000).

La récente crise financière a mis en lumière l'importance du risque systémique et l'incapacité de la régulation microprudentielle à le contenir. En 2008, Ben Bernanke, Président de la Réserve fédérale, a appelé à «élargir la perspective» des régulateurs pour intégrer le risque systémique (Bernanke, 2008). Ou, comme l'a formulé Crockett, à «allier les dimensions micro- et macroprudentielles de la stabilité financière».

Une nouvelle génération

Le passage à une nouvelle génération de tests macroprudentiels présente deux défis :

- L'adoption de dimensions systémiques ou *d'équilibre général*, de sorte que les résultats des tests ne dépendent pas seulement de l'envergure et de la nature du choc initial et des marges de manœuvre des banques, mais aussi de la riposte de ces dernières et des interactions entre elles et avec les autres agents économiques, notamment emprunteurs, déposants

Les origines des tests de résistance financiers

La société américaine de services financiers JPMorgan Chase & Co. est une pionnière des tests de résistance. Au début des années 90, elle utilisait la méthodologie dite de valeur en risque (VaR) pour évaluer le risque de marché d'un choc donné, à savoir en quoi les variations de cours d'actifs toucheraient la valeur du portefeuille bancaire.

Les autorités de régulation lui ont rapidement emboîté le pas. On sait depuis longtemps que les banques se finançant avec des dépôts garantis par l'État gagnent à prendre des risques excessifs. La réglementation des fonds propres visait donc à obliger les banques à internaliser une partie des pertes éventuelles, afin de réduire l'aléa moral et de protéger les déposants. Les régulateurs ont vu dans les tests un moyen d'estimer les pertes potentielles susceptible d'éclairer la réglementation des fonds propres.

Au début des années 2000, les tests sont devenus incontournables, lorsque les règles de Bâle II ont exigé que les banques subissent des tests de résistance au risque de marché et, dans certains cas, au risque de crédit. Ces tests «plausibles, rigoureux et pertinents» devaient aider les banques à évaluer leur capacité à absorber les pertes et leur permettre d'identifier les mesures à prendre pour réduire le risque et préserver leurs fonds propres (CBCB, 2005). Équipées de cet outil, les autorités pourraient garantir la santé de chaque établissement en exigeant un minimum de fonds propres en proportion des actifs à risque.

et investisseurs. Cela est particulièrement important si les tests de résistance couvrent une période longue (trois à cinq ans) durant laquelle les interactions peuvent avoir des effets considérables.

- Recentrer les tests sur la résilience du système dans son ensemble, sa capacité à continuer de fonctionner et à fournir des services d'intermédiation financière à l'économie réelle.

En quoi les tests de résistance ont-ils évolué sur ces deux fronts? Dans quelle mesure la perspective a-t-elle été effectivement élargie?

Il ressort de l'expérience des banques centrales, des organes de contrôle et du FMI depuis la crise que les tests de résistance

De nouvelles méthodes s'imposent pour faire des tests de résistance un outil efficace d'analyse de la stabilité financière.

ont fait des progrès considérables face au premier défi, mais beaucoup moins face au second.

Les modèles intégrant des dimensions d'équilibre systémique sont répandus. On peut les classer dans deux grandes catégories.

- *Les modèles bilanciers* s'appuient sur le bilan des banques pour évaluer l'impact d'un choc sur la qualité des actifs, le revenu et surtout les fonds propres (pour les tests de solvabilité), ou sur des mesures de trésorerie ou de liquidité (pour les tests de liquidité) de chaque banque. Les résultats agrégés donnent ensuite une idée de la vulnérabilité du système.

Dans cette méthode, couramment utilisée par les banques centrales et organismes de supervision, les dimensions visées (interactions solvabilité–liquidité, réactions comportementales ou effets de rétroaction macroéconomiques) sont explicitement intégrées au modèle. Cela permet de retracer les divers mécanismes de transmission des chocs et d'apprécier leur contribution respective au résultat final.

Cet avantage a un prix. Tout d'abord, la complexité d'analyse et de calcul augmente rapidement à mesure que de nouvelles fonctions s'ajoutent aux modèles. Leur conception et leur utilisation sont d'autant plus lentes, lourdes et coûteuses. Par ailleurs, comme ils reposent sur les bilans des banques, ils sont tributaires de la disponibilité et de la qualité des données.

Le principal inconvénient de cette technique reste, de loin, que la somme des pertes ou insuffisances de fonds propres n'est pas représentative de la vulnérabilité du système, compte tenu des différentes interconnexions entre établissements. Pour parvenir à agréger correctement les données, il faut saisir la complexité des relations d'interdépendance entre les bilans de chaque unité.

- *Les modèles fondés sur le prix du marché* emploient (essentiellement) des données de marché pour déduire la probabilité de difficulté ou de faillite de chaque établissement. Ils couvrent, en principe du moins, toutes les sources de



vulnérabilité et de contagion, y compris le risque de retraits massifs alimenté par les prédictions créatrices des investisseurs. Ce type de risque ne reflète pas nécessairement la condition financière réelle d'une banque, qui peut très bien être saine, avant les retraits massifs. La méthode présente aussi l'avantage de la simplicité de calcul.

Ces modèles ont pour inconvénient logique de dépendre des données de marché, qui peuvent être «biaisées» et surestimer ou sous-estimer les risques. Les indicateurs de risques

La solution évidente consiste à utiliser de nombreux scénarios extrêmes mais plausibles dans les tests de résistance.

issus de ces modèles peuvent donc se révéler extrêmement volatils et ne pas fournir une base saine pour la gestion des banques ou le travail de supervision. Autre écueil, l' extraction d'information des données du marché et la construction d'indices synthétiques de solidité bancaire ne permettent pas de différencier les facteurs (choc initial, interdépendance de risques, engagements communs, contagion interbancaire) contribuant au résultat final. Tous ces facteurs sont amalgamés dans la probabilité de défaut ou de difficulté calculée par les modèles. C'est pourquoi leurs détracteurs leur reprochent d'être des «boîtes noires».

À la différence des progrès dans l'intégration des dimensions d'équilibre général au cadre des tests de résistance microprudentiels classiques, très peu a été fait pour relever le second défi : mesurer la résilience du système financier dans son ensemble et sa capacité à continuer de fournir des services d'intermédiation financière en période difficile.

Cette mesure doit permettre aux établissements et aux organismes de supervision d'agir à partir des résultats. Il est difficile de construire un modèle qui mesure correctement le risque systémique et la contribution respective des établissements, puis de rapporter les résultats au cadre réglementaire applicable à chaque banque, comme les ratios de fonds propres ou règles de liquidités. Il est plus difficile encore de rendre ce modèle suffisamment solide pour l'utiliser dans divers environnements et pour divers établissements financiers, mais suffisamment simple pour l'expliquer aux superviseurs, aux gestionnaires et aux marchés.

Déplacer le curseur

Comment parvenir à des tests de résistances macroprudentiels plus efficaces?

Recourir à plusieurs modèles. Vu les limites des tests de résistance actuels, il est étonnant que plusieurs banques centrales et régulateurs s'appuient sur un seul modèle. En effet, les résultats ainsi obtenus sont tributaires de ses contraintes analytiques.

Les tests de résistance macroprudentiels devraient plutôt recourir à plusieurs modèles. La difficulté serait alors d'interpréter

et de synthétiser les résultats des différents modèles pour parvenir à une lecture cohérente. Faut-il appliquer des règles strictes pour combiner ou faire la moyenne des différents résultats? Faut-il user d'une appréciation qualitative pour pondérer des résultats différents, voire contradictoires? Il n'y a pas de consensus sur ces questions complexes. Pourtant, le défi mérite d'être relevé, car cela permettrait de mieux saisir le risque systémique et d'affiner la réflexion ultérieure sur la stabilité financière tant au sein des organismes de supervision que des banques.

Des scénarios plus nombreux et plus représentatifs. La plupart des tests de résistance se limitent à un ou deux scénarios macroéconomiques (par exemple un scénario défavorable et une récession grave). Cela présente un inconvénient majeur en ce sens que la résilience à un choc d'une probabilité donnée n'implique pas la résilience à tous les chocs de probabilité comparable. De plus, cette méthode néglige la nature transfrontalière croissante du risque. Or les relations d'interdépendance entre établissements et la transmission des chocs déjouent désormais les frontières. Le résultat d'un test sur la résistance à un seul scénario centré sur une récession nationale peut donc se révéler trompeur.

La solution évidente consiste à utiliser de nombreux scénarios extrêmes mais plausibles. Ce donnerait une meilleure idée de la résilience du système à différents chocs. Le recours à de multiples scenarios (et à différents modèles) présenterait un autre avantage de taille : il réduirait le risque, reconnu par les régulateurs, de voir les établissements adapter leur portefeuille pour passer un test particulier (Office of Financial Research, 2012; Banque d'Angleterre, 2013).

Outre leur *nombre*, le type de scénarios utilisés dans les tests de résistance a son importance. Dans la plupart des cas, le principal scénario de rechange est un choc macroéconomique extérieur au secteur financier, comme une récession grave ou l'éclatement d'une bulle immobilière. Cependant, dans les cas de crise réelle, le choc initial provient souvent du système financier et débouche ensuite sur une récession. Dans une étude de 43 crises bancaires dans 30 pays, Alfaro et Drehmann (2009) démontrent que seule la moitié des crises était précédée de conditions macroéconomiques défavorables.

Pour être efficaces, les tests de résistance macroprudentiels devraient donc prévoir des scénarios plus nombreux et plus représentatifs couvrant notamment des chocs macroéconomiques intérieurs, des variations des prix des actifs et des contagions transfrontalières. Ce type de tests nécessiterait une connaissance approfondie des risques pesant sur le système financier, notamment les dimensions transfrontalières, et compliquerait la synthèse et la communication des résultats, particulièrement en présence de plusieurs modèles. Ces problèmes ont eu un effet dissuasif sur de nombreux organes de supervision. Toutefois, vu les graves contraintes liées à l'utilisation d'un nombre limité de scénarios, il est sans doute opportun de revoir le rapport coûts–avantages de la démarche actuelle.

Élargir la couverture à des entités non bancaires. Traditionnellement, les tests de résistance microprudentiels ont été appliqués aux banques, car elles dominaient l'intermédiation financière. Aujourd'hui, la distinction entre banques

et non-banques (comme les banques d'investissement offrant des services de banque commerciale) est floue. Le secteur non bancaire s'est considérablement développé tant en taille qu'en importance, et la crise financière mondiale a démontré à quel point les banques et les entités non bancaires étaient liées, et les risques pouvaient facilement basculer des unes aux autres. Les tests doivent donc couvrir banques et non-banques, le choix des entités non bancaires à intégrer variant selon les pays. Il convient d'inclure en priorité les secteurs intimement liés aux banques via des participations et liens financiers, comme les compagnies d'assurances, pour lesquelles des modèles de tests de résistance bien établis existent déjà. Les sociétés de gestion d'actifs, fonds de placement et parfois fonds de retraite peuvent aussi fournir d'importantes liquidités aux banques et pourraient être affectés par un choc systémique ou en être les vecteurs.

Explorer les modèles multi-agents. Comme tous les modèles économiques traditionnels, les modèles de tests de résistance micro- ou macroprudentiels supposent que les individus et institutions agissent toujours d'une façon rationnelle pouvant être modélisée sur le passé, et que les décisions politiques influencent de la même manière tous les acteurs du marché. Ces hypothèses ignorent des points essentiels des crises financières :

- les acteurs du marché sont hétérogènes et prennent souvent des décisions peu rationnelles, notamment en situation difficile;
- en situation de difficulté, lorsque les relations entre établissements financiers peuvent changer soudainement, une nouvelle dynamique se dégage;
- la réaction des établissements réglementés aux signaux politiques dépend en partie de leur situation. Ainsi, le relèvement des exigences de fonds propres, qui en conjoncture normale vise à assurer une marge de manœuvre suffisante, peut ne pas avoir d'effets bénéfiques en temps de crise.

Les modèles multi-agents peuvent prendre ces aspects en compte. Ce type de modèle part de l'hypothèse d'agents hétérogènes autonomes disposant d'informations limitées et pose des règles simples dictant leur conduite selon les circonstances. Les règles varient selon les types d'agents (banques, déposants ou investisseurs) et intègrent comportements grégaires et paniques. Les modèles déterminent les interactions entre agents (par exemple la constitution de réseaux) et peuvent examiner différents types de chocs. Ils sont de plus en plus répandus en modélisation macrofinancière, et des versions simplifiées ont servi à explorer les effets des tests de résistance sur la solvabilité des banques, la liquidité et la contagion.

Les modèles multi-agents sont complexes et imparfaits. Leur mise en œuvre implique une transition de méthode et de compétences. Cela étant, tout indique jusqu'ici qu'ils peuvent fournir un éclairage nouveau sur les aspects les plus importants dans un test de résistance : le comportement des banques et autres agents économiques en période de crise.

Des tests de résistance intégrés dans le cadre de stabilité financière. La récente vague d'intérêt pour les tests de résistance présente un risque. Les dirigeants, régulateurs, participants au marché et le grand public risquent de porter une attention excessive aux tests, de prendre leurs résultats hors contexte et de leur accorder trop de poids dans la prise

de décision. Ce risque est évident lorsque l'on voit à quel point les résultats des tests dominent le débat sur la santé des banques aux États-Unis après l'adoption de la loi Dodd-Frank, pierre angulaire des réformes postcrise, mais aussi en Europe dans le sillage des tests très médiatisés de l'Autorité bancaire européenne. Loin d'éclairer le débat sur la stabilité financière, cette attention inédite aux tests de résistance semble parfois plutôt l'obscurcir.

Ce risque a déjà été évoqué. Dans l'établissement de bonnes pratiques pour les tests de résistance macroprudentiels, le FMI observe (FMI, 2012, pages 44–45) :

«Quelles que soient la couverture des facteurs de risque, la précision des modèles analytiques, la gravité des chocs intégrés aux tests et la prudence de la stratégie de communication, il existe toujours un risque que «l'impensable» se concrétise.

[...] Quels que soient les efforts de conception, il reste toujours une marge d'erreur. Les résultats se révèlent presque toujours optimistes ou pessimistes *a posteriori*. À ce danger s'ajoutent le risque lié au modèle, l'accès imparfait aux données ou la sous-estimation de la gravité du choc. Les résultats des tests de résistance doivent donc être placés dans un contexte plus vaste.»

La nécessité d'ancrer fermement les tests dans le cadre de stabilité financière obéit avant tout à la prudence. Les tests de résistance macroprudentiels ne sont qu'un outil parmi tant d'autres pour évaluer la résilience systémique. Ils doivent être traités comme un complément des autres outils, comme les indicateurs d'alerte avancée, et, surtout, combinés aux résultats de la supervision de chacun des établissements financiers. ■

Dimitri Demekas est Sous-directeur du Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Cet article se fonde sur le document de travail du FMI 15/146 du même auteur, «Designing Effective Macroprudential Stress Tests: Progress So Far and the Way Forward».

Bibliographie :

- Alfaro, Rodrigo, and Mathias Drehmann, 2009, "Macro Stress Tests and Crises: What Can We Learn?" BIS Quarterly Review (December).
- Banque d'Angleterre, 2013, "A Framework for Stress Testing the UK Banking System," Bank of England Discussion Paper (London).
- Bernanke, Ben S., 2008, "Reducing Systemic Risk," speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 22.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), 2005, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework," BIS Technical Report (Basel: Bank for International Settlements).
- Crockett, Andrew D., 2000, "Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability," speech at the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, Basel, September 20–21.
- Fonds monétaire international (FMI), 2012, "Macrofinancial Stress Testing: Principles and Practices," IMF Monetary and Capital Markets Department Policy Paper.
- Office of Financial Research, 2012, Annual Report (Washington: U.S. Treasury Department).



Des aspirations mondiales

L'aéroport international Reine-Alia, Amman, Jordanie.

Ananthakrishnan Prasad

La finance islamique franchit ses frontières géographiques traditionnelles et se lance dans l'émission de divers produits financiers, dont le sukuk

LE PREMIER Ministre britannique David Cameron a annoncé au Forum économique islamique mondial en 2013 qu'il souhaitait que Londres devienne «une des plus grandes places de la finance islamique au monde». Pour qui suit l'actualité financière, ces remarques n'avaient rien de surprenant. Ces dernières années, des banques islamiques ont ouvert leurs portes en Afrique du Sud, au Danemark, en France, au Luxembourg, au Nigéria, au Royaume-Uni et en Suisse. En outre, de grandes banques européennes et américaines comme Citibank et HSBC ont ouvert des guichets de banque islamique.

Le Royaume-Uni a 5 établissements dédiés à la banque islamique, plus de 20 qui proposent des produits financiers islamiques et 25 cabinets juridiques ayant une section spécialisée dans la finance islamique. Il y a 38 milliards de dollars de sukuk — l'équivalent islamique des obligations — à la cote de Londres, et émis principalement par des entreprises et banques basées au Moyen-Orient. Et, en juin 2014, une émission souveraine de sukuk d'un montant de 200 millions de livres a été la première du genre hors du monde islamique. Depuis lors, la RAS de Hong Kong, l'Afrique du Sud et le Luxembourg ont lancé des émissions souveraines de sukuk.

La finance islamique est le compartiment qui se développe le plus vite dans le secteur financier, et pas seulement au Moyen-Orient. La croissance de la banque islamique a dépassé celle de la banque traditionnelle au cours de la dernière décennie et représente maintenant plus de 20 % des actifs bancaires dans dix pays : la République islamique d'Iran et le Soudan, qui ont des places financières islamiques à part entière,

plus l'Arabie saoudite, le Bangladesh, Brunei Darussalam, les Émirats arabes unis, le Koweït, la Malaisie, le Qatar et le Yémen (graphique 1).

Au total, les actifs de la finance islamique ont crû à des taux à deux chiffres en dix ans, pour atteindre un montant estimé à 1.800 milliards de dollars à la fin-2013, et cela devrait continuer (Ernst & Young, 2014; IFSB, 2014; Oliver Wyman, 2009). Cette évolution tient à la demande du grand nombre de citoyens musulmans relativement dépourvus de services bancaires qui cherchent à déposer de l'argent ou à investir dans des établissements et instruments financiers conformes à la charia — acceptables selon la loi islamique (voir l'encadré). Elle s'explique aussi par la croissance relativement rapide de beaucoup des pays où ces citoyens résident et par l'énorme gisement de l'épargne des pays exportateurs de pétrole à la recherche de placements conformes à la charia.

Des possibilités bien réelles

Du fait de l'absence de taux d'intérêt fixes et de la nature du crédit, adossé à des actifs, les banques islamiques fonctionnent bien sûr différemment des établissements traditionnels. En général, leurs fonds proviennent des comptes courants, qui ne sont pas rémunérés, et de comptes de placement à bénéfices partagés, sur lesquels les investisseurs touchent un rendement déterminé par la rentabilité éventuelle de la banque ou du portefeuille d'actifs financé par ces comptes. La banque utilise ces fonds pour acquérir des actifs — par exemple des logements en cas de prêts hypothécaires ou de l'équipement industriel s'il s'agit d'un prêt à une entreprise — que la banque vend ou loue ensuite à l'emprunteur. Le profit financier est lié

à la rentabilité ou à la valeur locative de l'actif. La banque participe aussi au financement participatif de projets économiques et partageant les bénéfices que les risques avec les entrepreneurs.

Le sukuk fonctionne de la même façon. L'investisseur apporte des fonds qui servent à acheter des actifs qui sont ensuite vendus ou loués à l'emprunteur, avec étalement des paiements dans le temps. Le montant du principal n'est en général pas garanti, et le rendement dépend du prix d'achat de l'actif et des bénéfices qu'il dégage, qui servent alors à dédommager les investisseurs. Ces derniers peuvent aussi s'associer à l'émetteur dans le cadre d'un contrat de partage des bénéfices et des pertes.

L'activité de banque est l'élément dominant de la finance islamique et représentait environ les quatre cinquièmes du secteur en 2013. Mais le marché du sukuk est en rapide expansion (graphique 2). Ses actifs pèsent environ 15 % du total des activités de finance islamique, qui comprend le crédit-bail, les marchés boursiers, les fonds d'investissement, l'assurance et le microcrédit.

L'expansion du champ de la finance islamique porte en germe plusieurs avantages. Les principes du partage des risques et de crédit adossé à des actifs peuvent promouvoir une meilleure gestion des risques par les institutions financières et leurs clients.

De plus, le développement des établissements financiers islamiques peut améliorer l'inclusion financière des populations mal desservies et faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) au crédit. Et le sukuk se prête bien au financement des infrastructures, ce qui promeut la croissance et le développement économique. D'après une étude de la Société financière internationale (SFI, 2014) portant sur neuf pays — Arabie saoudite, Égypte, Iraq, Jordanie, Liban, Maroc, Pakistan, Tunisie et Yemen —, le besoin potentiel de financement des PME par les banques islamiques se situe entre 8,6 et 13,2 milliards de dollars, pour un montant total de dépôts allant de 9,7 à 15 milliards de dollars. Comme beaucoup de ces entreprises ne s'adressent pas aux banques conventionnelles pour des raisons religieuses, ces pays recèlent un énorme potentiel inexploité à la portée des banques islamiques.

Des obstacles particuliers

Si le développement de la finance islamique est susceptible de promouvoir la croissance, il pose aussi des problèmes de réglementation et de contrôle ainsi que dans la conduite de la politique

Qu'est-ce que la finance islamique ?

Par finance islamique, on entend la fourniture de services financiers compatibles avec les préceptes moraux et la loi de l'Islam (charia). La loi islamique exige que les transactions financières servent à promouvoir l'activité économique productive et que les bailleurs de fonds partagent tant les risques que les bénéfices des investissements qu'ils financent. La finance islamique encourage donc les parties à une transaction financière à partager risques et profits. Les transactions sont adossées à ou basées sur des actifs — les investisseurs possèdent une créance sur les actifs sous-jacents. La finance islamique interdit le paiement d'intérêts (parce qu'il est considéré comme immoral de faire du profit en échangeant de l'argent contre de l'argent), bannit les produits financiers comportant une incertitude excessive (y compris les ventes à découvert et les jeux de hasard) et prohibe le financement d'activités considérées comme nuisibles pour la société.

monétaire. En plus des mécanismes généraux de supervision que nécessite la finance traditionnelle, la finance islamique exige la protection des comptes de placement, le respect de la charia et l'adaptation de certains aspects des normes de fonds propres s'appliquant aux contrats islamiques et au fonctionnement des comptes de placement. Ces questions réglementaires et juridiques ont une importance particulière à cause de la complexité croissante des transactions dès lors que l'on cherche à contourner l'interdiction du taux d'intérêt. La gestion du risque est donc aussi importante pour les banques islamiques que pour les banques conventionnelles, bien que la perspective soit différente à certains égards du fait des caractéristiques particulières des contrats islamiques — par exemple la mise en commun des bénéfices et des risques.

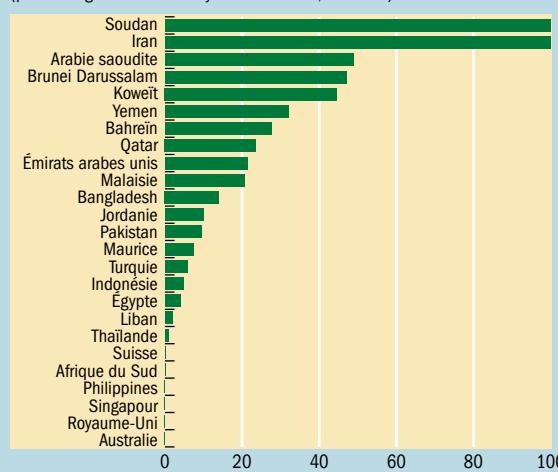
La finance islamique a des implications importantes pour la politique fiscale. Les régimes fiscaux préfèrent en général le financement par l'endettement au financement par les fonds propres. Il est essentiel d'établir des conditions équitables d'imposition des transactions financières islamiques, faute de quoi elles subiront un handicap concurrentiel. Les instruments des banques centrales

Graphique 1

Un marché en expansion

La finance islamique représente plus de 20 % des actifs du système bancaire dans dix pays.

(pourcentage des actifs du système bancaire, fin-2013)

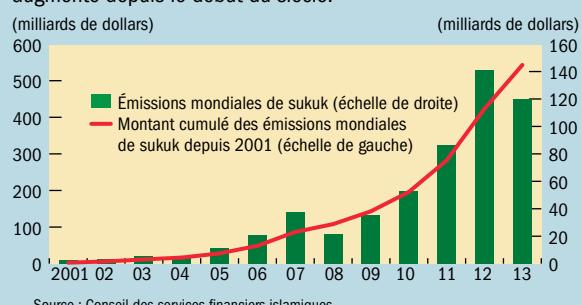


Source : Thomson Reuters Zawya.

Graphique 2

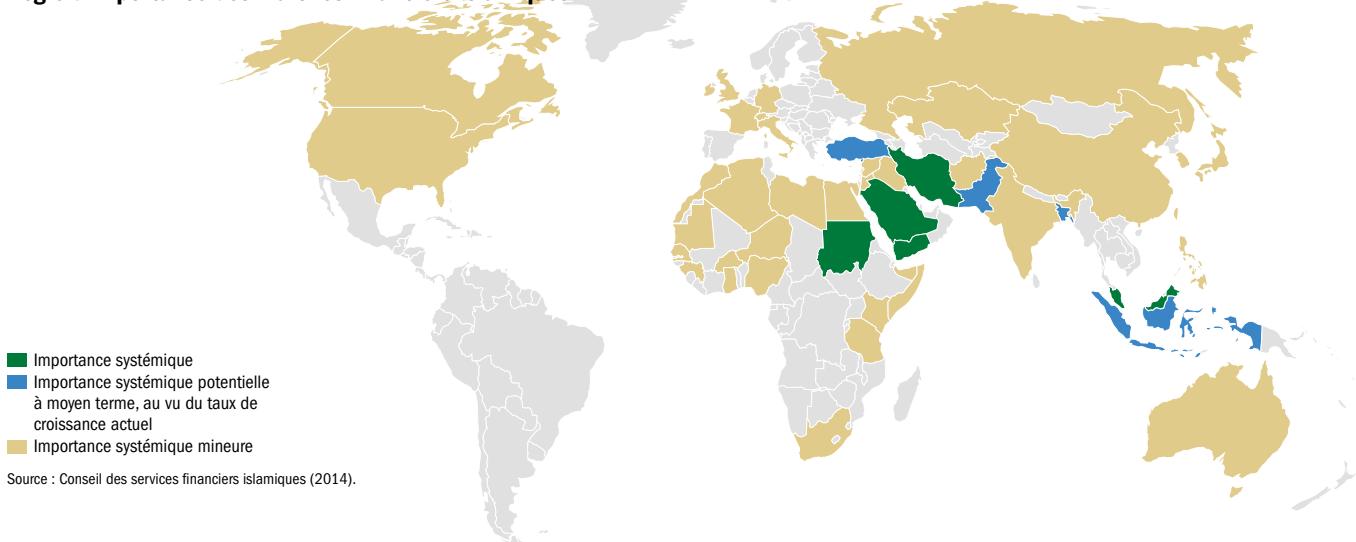
Envol des émissions de sukuk

Le montant global des émissions de sukuk a fortement augmenté depuis le début du siècle.



Source : Conseil des services financiers islamiques.

Degré d'importance des marchés financiers islamiques



présentent des lacunes en ce qui concerne la gestion des banques islamiques. Il est essentiel d'élargir la gamme des instruments conformes à la charia et d'établir des marchés liquides. Le sous-développement des filets de sécurité, notamment l'absence de systèmes de garantie des dépôts conformes à la charia et de facilités de prêt en dernier ressort, entrave la finance islamique. Les faibles taux d'alphabétisation et le nombre plutôt faible de spécialistes de la charia font aussi obstacle à son développement.

Ces facteurs peuvent empêcher la finance islamique d'améliorer l'accès au crédit dans des pays où il est particulièrement important pour la croissance. Ils peuvent aussi mettre en danger la sécurité et la solidité de cette branche d'activité. Il importe donc de ne pas relâcher les efforts visant à améliorer la façon dont les normes existantes sont appliquées, au plan national et international.

C'est une activité encore pour une large part naissante, qui ne jouit pas d'économies d'échelle et se déploie dans un contexte qui ne tire pas parti de ses caractéristiques spécifiques. Pour réaliser son potentiel de développement, la finance islamique doit progresser dans plusieurs domaines.

Les normes ont été établies par des organes régulateurs islamiques (dont le Conseil des services financiers islamiques, basé à Kuala Lumpur et créé en 2002), mais les pratiques de régulation et de supervision de nombreuses juridictions ne prennent pas encore pleinement en compte les caractéristiques spécifiques des risques des banques islamiques. Cela peut encourager les institutions à profiter des lacunes pour contourner les réglementations défavorables dans les juridictions où les banques islamiques opèrent aux côtés de banques conventionnelles ou au-delà des frontières. Un des points cruciaux est la manière dont le niveau de fonds propres adéquat est défini. Les normes de la finance islamique laissent aux organes de supervision la discrétion d'abaisser les ratios de fonds propres si un établissement est financé par des comptes dont les bénéfices sont partagés qui rendent compte du fait que la transaction absorbe les pertes. Mais cette discrétion doit être utilisée de manière transparente et sans surestimer la capacité des banques d'imposer des pertes aux détenteurs des comptes.

Un des handicaps majeurs des banques islamiques et de leurs autorités monétaires est la pénurie relative d'instruments et de

Marchés monétaires conformes aux préceptes de la charia. Cela restreint l'efficacité de leur gestion des liquidités, les force à conserver plus de trésorerie que nécessaire et les empêche d'employer pleinement les fonds qui leur sont confiés pour le plus grand profit de déposants et de la macroéconomie de leur pays. De même, à défaut de transactions sur des marchés monétaires conformes à la charia, les banques centrales ont peu d'instruments pour réaliser leurs objectifs monétaires, surtout lorsque les banques islamiques constituent une partie considérable du système. En pareil cas, il importe d'encourager le développement de titres à plus court terme utilisables pour les transactions entre banques islamiques et en garantie des opérations monétaires.

Les instruments financiers islamiques posent aussi des problèmes particuliers sur le plan de la protection des consommateurs et des investisseurs. Par exemple, les détenteurs de comptes auprès de banques islamiques ne sont pas toujours conscients des risques auxquels ils sont exposés : il faut leur en expliquer la nature de manière transparente. De plus, les systèmes de gouvernance des banques islamiques doivent ménager un rôle approprié aux détenteurs de comptes de placement, compte tenu des risques supplémentaires qu'ils encourent. Du fait de ces difficultés, il importe de porter la plus grande attention aux normes du Conseil des services financiers islamiques.

Contrôle de conformité

Un sujet de préoccupation croissant est le fait que la responsabilité de veiller à la conformité des opérations avec la charia est trop souvent laissée aux comités de surveillance de la charia dans chaque établissement, ce qui peut être source d'incohérence. La solution à ce problème nécessite deux éléments : un solide système de gouvernance de la charia au niveau national et l'intervention de l'organe régulateur pour veiller à ce que le comité de surveillance de chaque banque soit indépendant et respecte certaines normes.

Il est nécessaire dans tous les systèmes financiers d'établir du dispositif pour veiller à contenir les difficultés des institutions individuelles ou des marchés afin qu'elles ne minent pas la confiance dans la stabilité de l'ensemble. Il faut, entre autres, établir un système efficace de garantie des dépôts, des dispositifs juridiques

et de résolution des cas individuels en cas de crise financière, et pouvoir fournir des liquidités en urgence le cas échéant.

Dans beaucoup de pays où les banques islamiques opèrent, ces dispositifs ne sont pas encore en place et, lorsqu'ils existent, ils n'ont pas encore été adaptés à la finance islamique. En matière de garantie des dépôts, par exemple, il est important de préciser le niveau de garantie des comptes de placement à bénéfices partagés et de veiller à ce que les primes d'assurance perçues par les banques islamiques ne soient pas mêlées à celles perçues par les banques conventionnelles. Et il importe aussi de clarifier les rôles de l'organe de résolution et du comité de surveillance de la charia en cas de faillite.

La récente crise financière mondiale a rappelé combien il importe que les décideurs réagissent face aux risques d'instabilité financière à l'échelle du système dans son ensemble. La finance islamique est souvent vantée parce qu'elle serait par nature moins risquée que la banque conventionnelle, car les prêts sont adossés à des actifs et le financement se fait en grande partie sous forme de comptes à bénéfices (et pertes) partagés. Cependant, ces avantages potentiels n'ont pas été testés complètement et peuvent être compensés au moins en partie par le poids dans les bilans des vastes investissements dans des secteurs relativement vulnérables aux hauts et bas cycliques, tels que l'immobilier et le BTP. Il est donc indiqué d'améliorer les capacités de suivi de la montée du risque systémique et de mettre au point des instruments de régulation et macroprudentiels pour y parer si nécessaire.

La différence de régime fiscal de la dette et des fonds propres et la fiscalité plus élevée des transactions à plusieurs niveaux peuvent désavantager la finance islamique, et il faut donc prendre des mesures compensatrices dans les juridictions où la finance islamique côtoie le système financier conventionnel. Par exemple, la plupart des régimes de l'impôt sur les sociétés permettent de déduire les intérêts versés du revenu imposable; il faudrait que les bénéfices versés au titre des contrats conformes à la charia soient déductibles pour assurer l'équité devant l'impôt. Et l'application de certains impôts indirects, par exemple les droits de timbre sur les documents juridiques et d'autres taxes de transaction, soulève d'autres problèmes complexes, étant donné que les transactions financières compatibles avec la charia comportent souvent plusieurs étapes. L'expansion transfrontalière de la finance islamique a mis en évidence ces réalités, et il y a donc lieu de respecter soigneusement les meilleures pratiques.

Un marché en expansion

Le volume des émissions mondiales de sukuk, relativement faible au départ, a beaucoup augmenté depuis 2006, atteignant 120 milliards de dollars en 2013; l'encours total de sukuk se montait à 270 milliards de dollars à la fin-2013. Bien que cela ne représente qu'environ un quart du marché obligataire mondial, et que les émissions restent concentrées en Malaisie et dans les pays du Conseil de coopération du Golfe, elles suscitent un intérêt croissant en Afrique, en Asie orientale et en Europe. La demande provient de diverses entités — pays souverains, institutions multilatérales et sociétés nationales et multinationales de pays développés et émergents — qui souhaitent élargir la gamme des activités économiques et des projets de développement qu'elles financent.

La demande de sukuk émanant des institutions de la finance islamique est naturelle, puisqu'elles n'ont guère d'autres instruments compatibles avec la charia à leur disposition. Mais

ces instruments suscitent aussi un grand intérêt dans le monde bancaire conventionnel, car ils offrent une possibilité de diversification. Et le développement des émissions souveraines de sukuk permet d'établir des rendements de référence, ce qui facilitera les opérations compatibles avec la charia des entités du secteur privé.

Financement des infrastructures

Le sukuk s'est avéré être un instrument de financement bien adapté pour la modernisation des infrastructures. La Malaisie y a eu recours pour la construction d'aéroports, de ports maritimes et de routes. Et l'aéroport international Reine-Alia en Jordanie ainsi que le projet d'aéroport du Terminal Hajj à l'aéroport international Roi-Abdulaziz en Arabie saoudite sont juste deux exemples de partenariats public-privé faisant appel à la finance islamique. Le sukuk se caractérise par le partage du risque, ce qui lui donne un avantage dans le cas des projets d'infrastructures : il fonctionne comme les partenariats public-privé où les investisseurs financent et possèdent les actifs, ce qui entraîne une véritable titrisation. Le sukuk est conçu au départ pour répartir plus largement le risque, car les investisseurs le partagent uniformément, et s'avère plus souple à terme, car les paiements sont liés aux rendements, et non à un échéancier fixe. De plus, l'expérience montre que le sukuk peut aider les pays à tirer parti d'un vivier d'investisseurs croissant, dédié et diversifié mondialement, et à combler ainsi les lacunes de leurs infrastructures. Le marché du sukuk devrait continuer à se développer très rapidement, et son expansion donnera aux banques islamiques accès aux actifs liquides de grande qualité nécessaires pour respecter les normes internationales de liquidité. Pour que ce marché se développe, il faut le doter d'un cadre juridique et réglementaire, en renforcer l'infrastructure, augmenter le nombre des émissions souveraines assorties d'échéances variées pour administrer la dette publique dans le cadre d'une gestion rigoureuse des finances publiques, et mettre en place un marché secondaire. Les normes internationales de comptabilité et de traitement statistique du sukuk sont aussi un élément essentiel.

Comme l'a suggéré le Premier Ministre Cameron, la finance islamique offre un énorme potentiel pour promouvoir une croissance inclusive, financer les infrastructures et assurer la stabilité, si les mesures nécessaires sont prises pour tenir compte de ses caractéristiques uniques. ■

Ananthakrishnan Prasad est Chef de division adjoint au Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI et coauteur de The Macroeconomics of the Arab States of the Gulf.

Cet article est basé sur une note de réflexion des services du FMI intitulée, «Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options», d'Alfred Kammer, Mohamed Norat, Marco Piñon, Ananthakrishnan Prasad, Christopher Towe, Zeine Zeidane et une équipe des services du FMI.

Bibliographie :

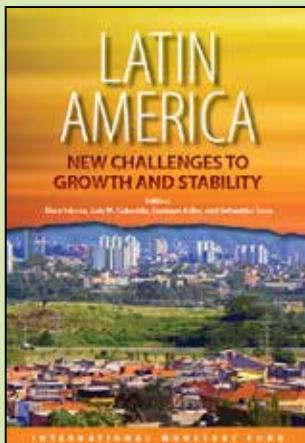
Conseil des services financiers islamiques (Islamic Financial Services Board, IFSB), 2014, Islamic Financial Services Industry Stability Report (Kuala Lumpur).

Ernst & Young, 2014, World Islamic Banking Competitiveness Report 2013–14: The Transition Begins (London).

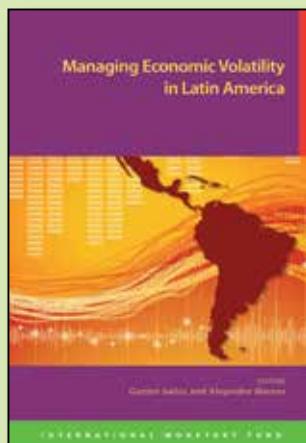
Oliver Wyman, 2009, The Next Chapter in Islamic Finance: Higher Rewards but Higher Risks (New York).

Société financière internationale (SFI), 2014, Islamic Banking Opportunities across Small and Medium Enterprises in MENA (Washington).

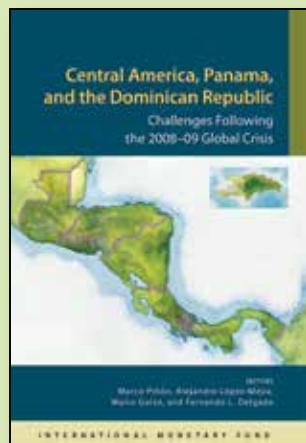
New releases from IMF



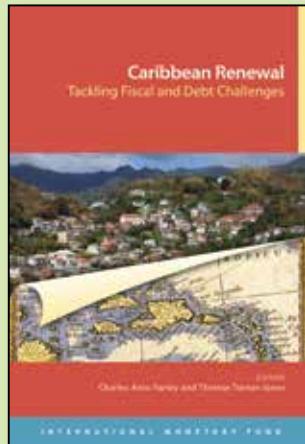
Latin America: New Challenges to Growth and Stability
Dora Iakova, Luis M. Cubeddu, Gustavo Adler, and Sebastián Sosa
\$25. ©2014. 270pp. Paperback
English. ISBN 978-1-49832-816-6
Spanish. ISBN 978-1-48431-829-4



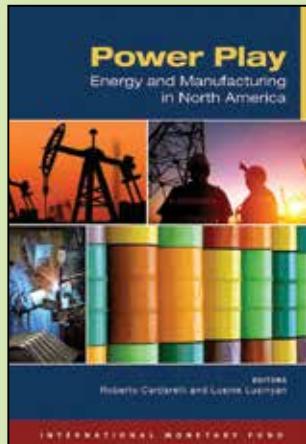
Managing Economic Volatility in Latin America
Gaston Gelos and Alejandro Werner
\$28. ©2014. 202pp. Paperback
English. ISBN 978-1-48436-498-7
Spanish. ISBN 978-1-49838-222-9



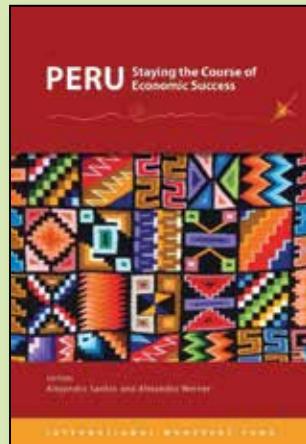
Central America, Panama, and the Dominican Republic: Challenges Following the 2008-09 Global Crisis
Marco Piñón, Alejandro López-Mejía, Mario Garza, and Fernando L. Delgado
\$25 ©2012. 280pp. Paperback
English. ISBN 978-1-61635-378-0.
Spanish. ISBN 978-1-47551-313-4



Caribbean Renewal: Tackling Fiscal and Debt Challenges
Charles Amo-Yarney and Therese Turner-Jones
\$25. ©2014. 314pp. Paperback
English. ISBN 978-1-48436-914-2.



Power Play: Energy and Manufacturing in North America
Roberto Cardarelli and Lusine Lusinyan
\$25. ©2015 Approx. 256pp. Paperback
English. ISBN 978-1-49836-479-9



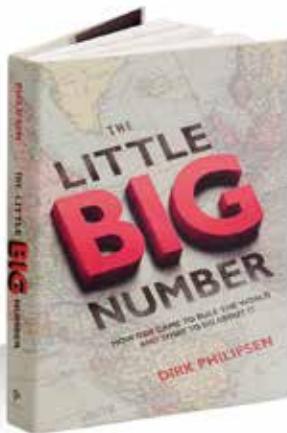
Peru Staying the Course of Economic Success
Alejandro Santos and Alejandro Werner
\$40. ©2015 Approx. 440pp. Paperback
English. ISBN 978-1-51359-974-8
Spanish. ISBN 978-1-51352-147-3



Rejoignez-nous à Lima, sur Twitter à #wblive et #188together, ou sur <http://www.imf.org/external/am/2015>.

imfbookstore.org/fd95

Au-delà du PIB



Dirk Philipsen

The Little Big Number

How GDP Came to Rule the World and What to Do about It

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2015, 416 pages, 29,95 dollars (toilé).

Le PIB n'est plus à l'honneur partout. Certains écologistes contestent l'idée de privilégier la croissance économique mesurée par le PIB. D'autres jugent urgent d'envisager le progrès dans une perspective plus large. La crise financière mondiale, le changement climatique et les inégalités sont autant de facteurs ayant suscité un regain d'intérêt pour d'autres manières de mesurer la santé des économies.

Nombre de lecteurs apprécieront donc le ton polémique de *The Little Big Number*. Le livre s'intéresse à l'histoire du PIB, à ses lacunes comme mesure du bien-être social et aux conséquences environnementales de la quête de croissance. Il aborde des questions traitées ailleurs, y compris, avec le même angle critique, *Gross Domestic Problem*, de Lorenzo Fioramonti, avec plus de nuances, mon propre ouvrage *GDP: A Brief but Affectionate History* et *The Leading Indicators*, de Zachary Karabell.

Le travail de Dirk Philipsen apporte de nouveaux détails historiques, mais se situe plus dans le registre émotionnel. On y lira «... nos ancêtres, pendant les quelque 200.000 ans qui ont précédé la révolution agricole, n'ont travaillé que dans la mesure où cela les aidait à survivre». Vraiment? Quid des peintures rupestres, de la fabrication de bijoux, de la religion? Il estime aussi qu'en raison

de notre «fixation sur l'accumulation de biens», tenter de saisir la réalité de la fin du XVIII^e siècle «en disant que les gens étaient pauvres serait une erreur de lecture fondamentale». Ils n'étaient donc pas moins bien nourris, plus malades, avec une espérance de vie plus courte, et la mortalité infantile n'était donc pas élevée? Les femmes (et même les hommes) ne consacraient donc pas des heures aux corvées domestiques? Sur ces critères-là, je n'hésite pas à affirmer que, au XVIII^e siècle, les gens étaient pauvres; cela n'a rien à voir avec une quelconque compulsion pour les voitures ou les sacs à main. Je ne cherche pas à avoir plusieurs lave-linge, mais je ne voudrais pas vivre sans.

Selon l'auteur de *The Little Big Number*, la croissance comme objectif de politique économique s'est substituée au revenu national dans les années 50, une évolution qu'il attribue à l'optimisme des Américains sortis victorieux de la Seconde Guerre mondiale. Elle s'explique peut-être aussi par l'émergence de la guerre froide et la nécessité de démontrer sans relâche la supériorité du système américain par rapport au soviétique. Geoff Tily souligne que c'est en 1961, dans un document de l'OCDE, qu'apparaît la première référence officielle à un objectif de croissance, donc bien après la fin du conflit mondial.

La deuxième moitié du livre s'intéresse au débat «au-delà du PIB». L'auteur y décrète curieusement que, entre l'assassinat de Robert Kennedy et les auditions du Congrès en 2001, personne ne s'est réellement penché sur les limites de nos méthodes conventionnelles de mesure de l'économie. C'est là une vision strictement américaine, car, tout au long de cette période, le mouvement écologiste mondial a défendu d'autres mesures que le PIB.

Philipsen aime les indicateurs comme l'Indice du progrès mondial; ils montrent que le progrès s'est complètement arrêté dans les années 70. Cela me paraît toujours absurde : même si cette époque a marqué un tournant en termes de coûts environnementaux, coûts dont la pondération est importante dans les indices alternatifs, il y a eu de nombreuses innovations qui ont amélioré le bien-être depuis, ainsi qu'une forte croissance. Je ne parle pas seulement de l'invention de l'anticancer tamoxifène

ou de l'Internet, mais aussi du fait que plus d'Occidentaux ont le téléphone, des toilettes intérieures et le chauffage central. Il y a eu certes un prix à payer en termes d'environnement, mais peut-on vraiment parler d'absence de progrès? Philipsen ne s'intéresse pas non plus à la question de savoir si la catégorie grandissante des biens numériques, souvent gratuits et s'apparentant à des biens publics, augmente la production marchande ou le bien-être social.

L'ouvrage prône l'abandon pur et simple du PIB au profit d'un dialogue national sur les objectifs économiques à partir des principes de durabilité, d'équité, de responsabilité démocratique et de viabilité économique. On ne voit pas exactement comment cette prescription se conjugue avec les «tableaux de bord» actuellement à l'étude et décrits dans le livre. À l'instar de ceux généralement établis par les entreprises, ces indicateurs sont notamment censés refléter le bien-être social au sens large : équilibre travail-famille, qualité environnementale et vie citoyenne. Le rapport remis en 2009 par l'influente commission Stiglitz-Sen-Fitoussi en recommandait l'utilisation.

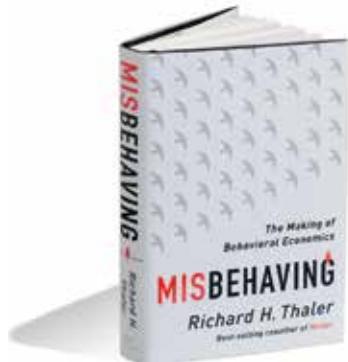
L'idée du «tableau de bord» est séduisante, comme celle de la consultation publique. Mais on ne sait pas vraiment quel est le meilleur tableau de bord, ni ce qu'il devrait contenir.

Pour mettre au point une comptabilité sociale «au-delà du PIB», il va falloir fournir un travail de titan, comme l'avaient fait les précurseurs et les créateurs des comptes nationaux modernes, Simon Kuznets, Richard Stone, James Meade et leurs nombreux collègues, qui, tout au long des années 30 et 40, ont œuvré à l'avènement du PIB.

Les politiques budgétaires et monétaires ont besoin d'une mesure nominale globale de l'activité. Les statistiques des comptes nationaux contiennent également un corpus de données pertinentes qui pourraient alimenter les tableaux de bord, et il serait donc vraiment dommage de se priver d'un tel patrimoine intellectuel. Néanmoins, à la question «allons-nous dépasser le PIB?», la réponse est un oui catégorique.

Diane Coyle
Professeur d'économie à l'université de Manchester et auteur de *GDP: A Brief but Affectionate History*

Humains, en définitive



Richard Thaler

Misbehaving

The Making of Behavioural Economics

W.W. Norton & Company Inc., New York, 2014
432 pages, 27,95 dollars.

Pour les économistes comportementaux, le monde est fait d'Humains et non d'«Écons», terme rendu célèbre par Richard Thaler et Cass Sunstein dans leur ouvrage *Nudge*, devenu référence. Thaler décrit cette fois son combat pour faire accepter les approches comportementales par les économistes. Cela donne un livre très humain, qui s'ouvre sur un hommage à Amos Tversky, dont les travaux avec Daniel Kahneman lui auraient certainement valu le prix Nobel s'il n'était pas mort tragiquement à 59 ans.

J'ai travaillé avec Thaler quand le gouvernement britannique a créé la première grande «unité Nudge» pour vérifier la validité des concepts comportementalistes. J'apprécie sa compagnie et ses idées : un jour dans un pub, nous avions parlé de l'habitude britannique des «tournées», et nous nous étions demandé si elle poussait à la surconsommation d'alcool.

Thaler réalise une étude sérieuse mais accessible de l'économie comportementale comme exemple de changement paradigmique, une approche d'ailleurs évoquée dans *The Structure of Scientific Revolutions* de Thomas Kuhn. Il est clair que le débat a été intense à l'université de Chicago et au-delà, conduisant parfois à des luttes personnelles. Thaler décrit sa propre carrière comme un combat contre le modèle orthodoxe

dominant du «choix rationnel». Il recense ces «anomalies» qui semblent contredire le modèle rationnel, dans des domaines aussi éloignés que les émissions de jeux et l'épargne-retraite. Nombre d'économistes ont réservé un accueil plus que tiède à ses conclusions. Thaler évoque l'épreuve de certains séminaires, où ses détracteurs jugeaient ses éléments sans intérêt, car il est toujours possible de postuler que les individus se comportent «comme s'ils» suivaient le modèle du choix rationnel. Il montre que de nombreux Écons présentent un biais de confirmation très humain, ce qui est peu surprenant vu la manière radicale dont le comportementalisme récuse les théories traditionnelles.

Les anomalies constatées par Thaler ne peuvent qu'aboutir à un rejet des conceptions anciennes, mais pour les remplacer par quoi? Sans doute devrions-nous fonder nos modèles sur des hypothèses compatibles avec les comportements réels. Le véritable succès de l'économie comportementale est d'avoir conduit des gouvernements à modifier leurs politiques et leur application. Aujourd'hui, plus de personnes font des dons d'organes au Brésil, paient des impôts au Guatemala, hésitent à jeter leurs déchets au Danemark, utilisent des préservatifs au Kenya et épargnent pour leur retraite en Inde, aux États-Unis et au Royaume-Uni. La liste ne cesse de s'allonger. Certes, l'ouvrage de Thaler est imparfait : son auteur est humain. Ceux qui ne viennent pas d'universités américaines bénéficient de peu d'attention de sa part. Thaler est un économiste traditionnel. Rien d'étonnant pour quelqu'un qui a passé autant de temps dans des facultés d'économie aux États-Unis. Quand j'étais administrateur au FMI et à la Banque mondiale, il me semblait que, malgré leur apparente diversité, les économistes maison avaient tous été formatés dans des universités américaines. Vous cherchez en vain des références au Centre for Behaviour Change du University College of London, ou au Centre for Behavioural Economics de l'Université de Singapour. J'aurais aussi aimé que l'auteur aborde plus les aspects philosophiques (la dualité libertarianisme-paternalisme soulignée dans son premier livre). Il se rapproche beaucoup

des utilitaristes, tout en n'osant pas mesurer le bien-être subjectif.

Thaler s'est évertué à publier un ouvrage d'une longueur acceptable, sacrifiant malheureusement d'autres thèmes intéressants comme les applications de l'économie comportementale à la politique de développement, évoquées dans *Repenser la pauvreté*, d'Abhijit Banerjee et Esther Duflo, ou le *World Development Review* 2015 de la Banque mondiale. Il ne détaille pas non plus ce qui valide les conceptions comportementalistes. Les théories n'étant pas assez précises pour prédire ce qui fonctionne dans telle ou telle situation, le travail de vérification est donc essentiel. Henrich, Heine et Norenzayan ont montré que les recherches en psychologie portent bien souvent sur de petits groupes d'Occidentaux, instruits, vivant dans des pays industrialisés, riches et démocratiques, c'est-à-dire sur des WEIRD (*Western, Educated, Industrialized, Rich, Democratic*) pour reprendre l'acronyme saisissant qu'ils ont utilisé.

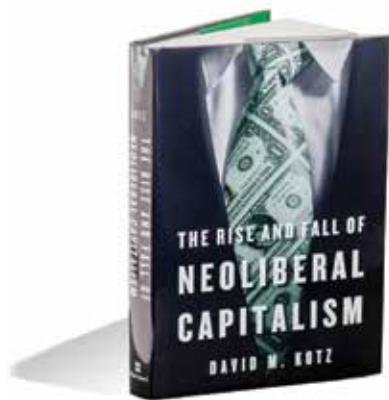
Les institutions mondiales devraient donc s'employer à appliquer les résultats de l'économie comportementale à d'autres cultures. J'ai fait cette expérience dans un de mes cours en Australie, en m'appuyant sur les messages que l'unité Nudge avait utilisés pour encourager les dons d'organes. Le message jugé le plus convaincant n'était pas celui issu des essais aléatoires conduits au Royaume-Uni. Tout en s'approchant des WEIRD, les Australiens s'en démarquaient.

Thaler a un message pour le FMI : la théorie comportementale peut être appliquée aux questions budgétaires, pour améliorer le recouvrement de l'impôt, par exemple, mais ses partisans devraient désormais privilégier la vision macroéconomique plutôt que microéconomique, et reconnaître ainsi que les politiques, les patrons et les salariés, mais aussi les fonctionnaires, même internationaux, sont finalement des humains. Les politiques qui le négligent peuvent se fourvoyer. Ne pas lire l'ouvrage de Thaler serait ne pas bien se comporter.

Gus O'Donnell

Président non exécutif de Frontier (Europe) et ancien Secrétaire du Cabinet au Royaume-Uni

Le paradis perdu?



David Kotz

The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism

Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 2015, 270 pages, 39,95 dollars (toilé).

La pire des nostalgies est de regretter une époque qui n'a jamais existé. C'est la Bible qui a commencé, en racontant l'Eden. Hollywood a continué, avec ses films sur le Far West. Et l'économiste David Kotz y contribue aussi avec *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*. Le livre est une histoire économique de l'après-Seconde Guerre mondiale, quand, selon Kotz, le capitalisme était moins dur, plus humain et bien mieux réglementé.

Ce capitalisme que Kotz situe entre la fin de la guerre et le début des années 80 était pétri de contradictions. Kotz affirme que, malgré une fiscalité plus lourde, les gens s'en sortaient mieux et la croissance économique était plus rapide. Les entreprises étaient prospères, alors même que les échanges étaient moins fluides. L'épargne était plus importante, alors même que le prix de nombreux biens n'était pas libre (du fait de règles de «commerce équitable»). Le secteur financier représentait une part nettement moindre du PIB et des bénéfices, alors même que les commissions de Wall Street étaient fixes et, en moyenne, supérieures à celles d'aujourd'hui.

Pour Kotz, les rapports sociaux étaient harmonieux, les syndicats

avaient voix au chapitre (pourtant, sous un parking ou sous un stade, gît la dépouille du dirigeant syndicaliste Jimmy Hoffa, qui peut confirmer à quel point les relations entre les travailleurs et les entreprises étaient harmonieuses). En matière économique, la cordialité et l'harmonie qui régnait dans les années 50, 60 et 70 seraient une des caractéristiques du capitalisme de l'après-guerre.

Dans l'histoire selon Kotz, chaque catégorie était mieux lotie, sauf le groupe des 1 %. Mais Kotz ne dit rien de l'environnement ou de la sécurité au travail avant la création de l'Administration américaine de la sécurité et de la santé au travail (OSHA). Ni des soins de santé ou des grandes découvertes médicales, pharmaceutiques et scientifiques récentes. Il fait aussi l'impasse sur l'innovation. Son livre parle d'économie, et non des rouages commerciaux.

Il ne s'attarde guère non plus sur la finance et, quand il s'y arrête, l'évoque essentiellement en termes négatifs, par exemple quand il traite des crédits immobiliers, en particulier la saga de Countrywide, premier fournisseur de prêts hypothécaires avant la crise immobilière.

L'un des problèmes avec le livre de Kotz est que personne ne sait vraiment si son paradoxe voulant que le capitalisme était plus dynamique quand il était plus encadré est juste ou faux. Il y a beaucoup de bruits dans les chiffres qu'il utilise. Il écrit, par exemple, que le PIB a augmenté d'en moyenne 4 % par an entre 1948 et 1973, avec une croissance ralentie à 3 % entre 1973 et 2008. C'est ce fléchissement qui pousse Kotz à croire que le capitalisme marchait mieux avec des règles plus strictes. Loin de freiner la croissance, comme nombre d'économistes le prétendent, le New Deal et les réglementations instaurées après la Seconde Guerre mondiale l'ont accélérée. Pour Kotz, le capitalisme n'est jamais aussi efficace que lorsqu'il a les mains liées.

Toujours selon l'auteur, la croissance mondiale a suivi à peu près la même trajectoire. Son ralentissement serait la conséquence d'un système capitaliste plus concurrentiel (et plus féroce) et, les prix de marché ayant remplacé les

prix administrés, le jeu plus intense de la concurrence aurait freiné la croissance. Vraiment?

D'autres arguments de Kotz concernant la croissance durant ces périodes me semblent nettement plus convaincants : dans les années 50 et 60, la croissance était vigoureuse, car la reconstruction n'était pas terminée. En outre, le secteur du logement explosait, car le pays devait s'adapter au baby-boom. Nous savons que les ventes de logements influent fortement sur l'économie, car les acheteurs doivent bien les meubler et les équiper.

Les gros investissements (infrastructures, logements, etc.) ont des effets multiplicateurs plus puissants et durables, effets qui ont surtout profité aux jeunes hommes sans qualifications qui hésitaient entre les programmes d'études du GI Bill et d'autres types de formations. Au final, les grands projets d'infrastructure ont créé des emplois et entraîné des pénuries de main-d'œuvre qui ont fait décoller les salaires et l'épargne.

La grande question soulevée par l'ouvrage de Kotz est celle de la comparaison entre le capitalisme d'aujourd'hui et celui de l'immédiat après-guerre. C'est une question intéressante, qui pourrait même aboutir à des paradoxes, mais les arguments de Kotz ne sont pas probants. Il ne parvient pas à démontrer que les économies très réglementées sont plus saines et plus dynamiques et qu'elles répondent mieux aux besoins de la population que les formes de capitalisme plus inspirées du laissez-faire.

J'ai été déçu. Ce livre semble être le genre de projet qui a débuté quand le monde penchait d'un côté et a été achevé quand il penchait de l'autre, sans que l'auteur n'ait tenu compte des changements intervenus. Autrement dit, la période très réglementée, la forte croissance et l'harmonie décrites par Kotz (avec la nostalgie que l'on peut attendre d'un économiste) n'ont jamais vraiment existé.

Joel Kurtzman
Chercheur principal au
Milken Institute et au SEI Center for
Advanced Studies in Management
de la Wharton School



2015
LIMA
ASSEMBLÉES ANNUELLES
GROUPE DE LA BANQUE MONDIALE
FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

ENJEUX
MONDIAUX
SOLUTIONS
MONDIALES



#endpoverty #188together

SÉMINAIRES 6–11 OCTOBRE 2015

Venez retrouver les grands penseurs internationaux, les experts en politique économique, les responsables gouvernementaux, les représentants du secteur privé, de la société civile, du monde universitaire, des médias mondiaux ainsi que la haute direction du Groupe de la Banque mondiale et du Fonds monétaire international, qui se réuniront pour leurs assemblées annuelles dans la capitale péruvienne.

Nos séminaires auront pour thème la viabilité, la croissance et d'autres questions économiques d'actualité, parmi lesquelles :

- Où va l'économie mondiale?
- Inégalités, inclusion sociale et prospérité
- Infrastructures : investir pour la croissance, investir pour les citoyens
- Le développement et l'amélioration de l'accès aux services financiers
- Une éducation de qualité pour une croissance équitable
- Une conversation sur les changements climatiques
- Consolider les réussites : maintenir une croissance vigoureuse et équitable au Pérou
- Les possibilités de croissance solidaire en Amérique latine
- La gouvernance et l'intégrité individuelle dans le secteur public
- Les jeunes entrepreneurs, artisans d'une croissance durable

Nous voulons connaître votre avis. Rejoignez-nous à Lima, sur Twitter à **#wblive** et **#188together**, ou en ligne à **live.worldbank.org** et **imf.org/social**.

Jim Yong Kim,
Président,
Groupe de la Banque mondiale



Christine Lagarde,
Directrice générale,
FMI



Téléchargez notre application

Saisir «World Bank/IMF Annual Meetings» dans votre boutique d'applications.

<http://www.imf.org/external/am/2015>

Finances & Développement, septembre 2015

