

DU CHEMIN à parcourir

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

Rupa Duttagupta et Ceyla Pazarbasioglu



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

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

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

Un bon bilan économique

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



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

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

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

Des réactions contrastées

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

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

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

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

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

Qu'est-ce qu'un pays émergent ?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

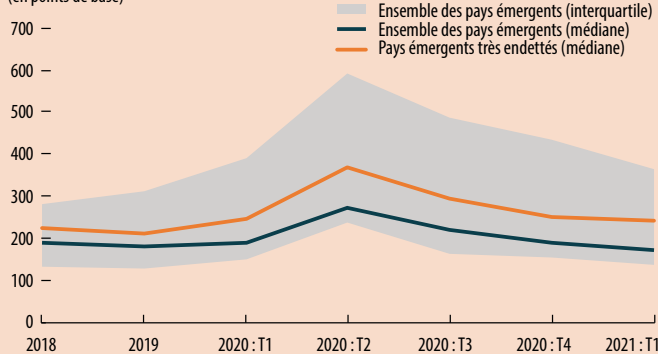
- d'introduire des réformes axées sur le marché, y compris portant sur les entreprises publiques (comme en Chine, en Inde et au Mexique) ;
- de renforcer les dispositifs de protection sociale (au Chili et en Chine, par exemple) ;
- de combler le déficit d'infrastructures (en Indonésie et aux Philippines,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

Graphique 1

Écarts de l'indice EMBIG

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

(en points de base)



Source : Bloomberg Finance L.P.

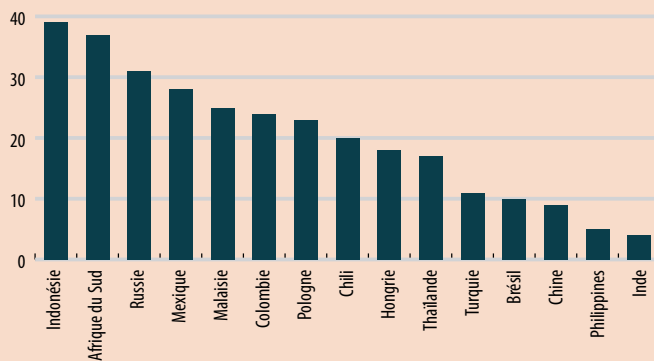
Note : L'échantillon ne comprend pas l'Iran et la Thaïlande faute de données. On ne dispose pas de données sur l'indice mondial des rendements des titres de dette des pays émergents (EMBIG) aux Émirats arabes unis et en Arabie saoudite en 2018. Les pays émergents très endettés sont les pays dont la dette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

Graphique 2

Qui possède la dette ?

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

Rétablir la résilience

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

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

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

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

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

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

Bibliographie :

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

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

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

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

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

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