

IMF Publication

DANS CE NUMÉRO

294 Calendrier

294 Données financières

295 Actualité

*Le Libéria réhabilité
Perspectives
au Moyen-orient
et en Asie centrale
Interview de M. Lipsky*

299 Panorama Chili, Islande

300 Gros plan Recherche de l'efficacité en Ukraine Épuisement du pétrole en Syrie

304 Études Risque souverain Inflation en Europe Surveillance du secteur financier

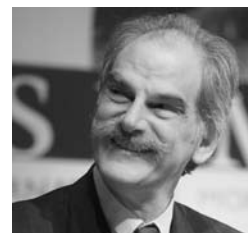
307 Livres Livres du FMI en ligne

308 Forum «Professeur Catastrophe»

Un nouveau rôle plus dynamique pour le FMI

page 296

John Lipsky, le nouveau numéro deux du FMI, estime que la possibilité offerte au FMI, lors de l'Assemblée de Singapour, de repenser ses opérations contribuera à un retour aux sources pour l'institution. Il défend la pertinence du FMI dans un monde caractérisé par un système financier et commercial planétaire et par l'ampleur des flux internationaux de capitaux privés, et explique ce que les principaux acteurs devront faire pour résorber les déséquilibres mondiaux croissants.



Stephen Jaffer/FMI

Ukraine : l'importance des réformes institutionnelles

page 300

Après la «Révolution orange» de 2004, le Président ukrainien Viktor Iouchtchenko a mis l'accent sur l'accélération de la transition institutionnelle du pays vers une économie de marché moderne, mais des dissensions politiques et personnelles au sein du gouvernement ont entravé l'exécution des réformes de marché. Une récente étude du FMI examine le rôle des déficiences institutionnelles dans les résultats de l'Ukraine et les retombées probables de réformes de marché. Une amélioration durable du niveau de vie dépendra d'une hausse de l'efficacité.



Gleb Garanich/Reuters

Baisse préoccupante des recettes pétrolières en Syrie

page 302

La Syrie finance 25 % de ses dépenses par ses recettes pétrolières, mais ses réserves s'épuisent et le déficit budgétaire sera insoutenable d'ici 2015 faute d'un ajustement de la politique budgétaire. Deux études menées pour le récent bilan économique du FMI explorent les stratégies budgétaires qui pourraient aider la Syrie. Elles proposent l'adoption d'un cadre transparent de politique budgétaire qui établit clairement la contrainte budgétaire, ainsi que l'élimination progressive des subventions aux prix du pétrole et la mise en place d'une TVA.



Index Stock Imagery

Le controversé Professeur Catastrophe

page 308

Ces derniers mois, Nouriel Roubini, de l'université de New York, s'est allégrement donné le surnom de «Professeur Catastrophe» pour son pessimisme quant aux perspectives économiques américaines et mondiales. M. Roubini a présenté les raisons de son pessimisme, avec en tête l'effondrement prévu du marché immobilier, lors d'un débat au FMI le mois dernier. Il a averti que les consommateurs américains sont presque à bout, du fait des cours élevés du pétrole et de la hausse des taux d'intérêt.



Eugene Salazar/FMI

OCTOBRE

18–20 Forum régional asiatique sur l'efficacité de l'aide, siège de la Banque asiatique de développement, Manille, Philippines

23–27 Séminaire de haut niveau du FMI sur les questions d'actualité en droit monétaire et financier, Washington

NOVEMBRE

6–7 Symposium du FMI sur le contrôle de l'intégrité des entreprises du secteur financier, Washington

6–7 OCDE, Dialogue avec les économies non membres sur

Conseil d'administration

On trouvera un calendrier à jour des réunions du Conseil d'administration du FMI à www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp.

l'aide au commerce : de la politique à la pratique, Doha, Qatar

9–10 Septième Conférence annuelle de recherche Jacques Polak, FMI, Washington

11–15 L'avenir de l'énergie dans un monde interdépendant, 20^e Congrès mondial de l'énergie, Rome, Italie

13–14 Deuxième conférence internationale sur les envois de fonds des travailleurs émigrés et l'accès au financement, Banque mondiale et DFID. Voir www.financelearning.org/remittances2006

17–18 Rio 6 : Événement mondial sur le climat et l'énergie, Rio de Janeiro, Brésil

18–19 Quatorzième réunion des responsables économiques de l'APEC, Hanoï, Vietnam

23–24 Forum économique mondial, «Connecting Regions—Creating New Opportunities», Istanbul, Turquie

26–28 Forum économique mondial, «India: Meeting New Expectations», New Delhi

DÉCEMBRE

7–8 Première réunion du Forum de l'OCDE sur la gestion de la dette publique africaine, Amsterdam, Pays-Bas

14 143^e réunion (extraordinaire) de la Conférence de l'OCDE, Abuja, Nigéria

JANVIER 2007

5–7 Assemblée annuelle, American Economic Association, Chicago, Illinois, États-Unis

24–28 Réunion annuelle du Forum économique mondial, Davos, Suisse

Nouvelles perspectives de la mondialisation financière

Demande de communications FMI, Washington, DC, 26–27 avril 2007

La conférence, organisée par le Département des études du FMI et l'université Cornell, sera un forum pour la présentation d'études théoriques et empiriques récentes sur l'impact macroéconomique de la mondialisation financière.

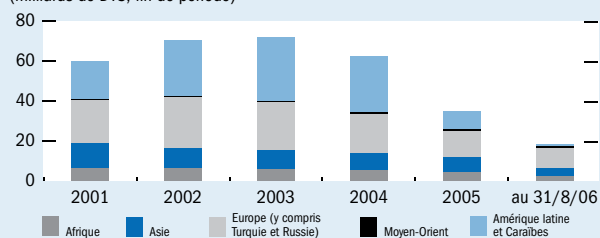
Les auteurs intéressés doivent soumettre, avant le 1^{er} décembre 2006, une ébauche ou un résumé détaillé de leurs travaux à globconf@imf.org.

Pour en savoir plus, voir www.imf.org/external/np/seminars/eng/2007/finflo/042607.htm.

Données financières du FMI

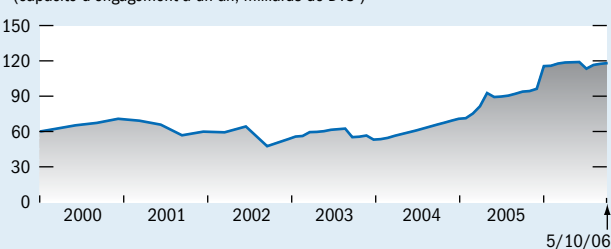
Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(milliards de DTS; fin de période)



Ressources disponibles du FMI

(capacité d'engagement à un an; milliards de DTS)



Note : Le droit de tirage spécial (DTS) est un avoir de réserve internationale créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves officielles existantes des États membres. Les DTS sont alloués à chaque État membre en proportion de sa

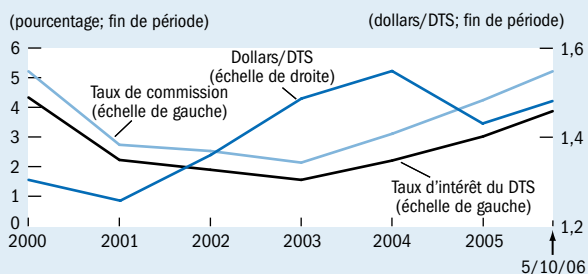
Encours des crédits les plus élevés

(milliards de DTS au 31/8/06)

Non concessionnels		Concessionnels	
Turquie	7,82	Pakistan	0,96
Indonésie	2,32	Congo, Rép. dém. du	0,55
Uruguay	0,73	Bangladesh	0,28
Ukraine	0,68	Yémen, Rép. du	0,16
Serbie, République de	0,49	Géorgie	0,15

Évolution des taux

Taux d'intérêt du DTS, taux de commission sur l'encours des prêts non concessionnels et taux dollar/DTS



quote-part. Le DTS sert aussi d'unité de compte au FMI et à plusieurs autres organisations internationales. Sa valeur est déterminée en fonction d'un panier des principales monnaies internationales.

Le FMI prend des mesures pour réhabiliter le Libéria

Pour envoyer un signal positif aux partenaires du développement du Libéria et encourager celui-ci à poursuivre les réformes, le Conseil d'administration du FMI a décidé le 2 octobre de lever la déclaration de non-coopération datant de 1990. Il a engagé aussi la désescalade des mesures correctives appliquées par le FMI en raison des arriérés de paiement du pays. Le Conseil pourrait envisager de lever la suspension des droits de vote et droits connexes du Libéria si celui-ci établit des antécédents satisfaisants en matière de politique économique et de paiement au FMI pendant une période d'évaluation d'environ 12 mois à compter de la décision. Le Libéria se redresse après une guerre civile prolongée et a tenu des élections l'an dernier.

Le Libéria a établi des antécédents encourageants en matière de coopération et de paiement dans le cadre du programme de référence qui a débuté en février 2006, a déclaré John Lipsky, Premier Directeur général adjoint du FMI. Le pays s'est engagé à continuer de renforcer la coopération avec le FMI en matière de politique économique et de paiement. Le FMI pourrait alors envisager la désescalade des mesures correctives et, avec des assurances de financement adéquates, un éventuel programme d'accumulation de droits qui viserait à régler les arriérés du pays envers l'institution, ce qui pourrait permettre au pays de bénéficier d'un allègement de la dette au titre de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés et de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale.

Le Libéria a accompli des progrès considérables dans l'exécution de son programme économique. Selon le FMI, l'évolution macroéconomique est globalement favorable : la croissance du PIB devrait continuer de se redresser pour avoisiner 8 % et l'inflation être inférieure à 10 % en 2006. Le nouveau



La Présidente, Ellen Johnson Sirleaf, salue des électeurs à Monrovia.

gouvernement a renforcé notablement la gestion financière, en s'en tenant rigoureusement à un système de maîtrise des engagements visant à assurer que les dépenses ne dépassent pas les recettes disponibles. La position financière de la banque centrale s'est améliorée, et un budget équilibré en base caisse a été approuvé pour l'exercice 2006/07 fin août. En outre, le Libéria a effectué des paiements symboliques mensuels au FMI.

Le processus de désescalade vise à encourager les pays membres ayant des arriérés prolongés à établir des antécédents solides en matière d'exécution de la politique économique et de paiement au FMI, l'objectif ultime étant de régler tous les arriérés et de retrouver l'accès aux ressources financières de l'institution. Le Libéria aura besoin d'une aide financière substantielle de la communauté internationale en vue du règlement de ses arriérés et de l'allègement de sa dette. ■

Moyen-Orient et Asie centrale : le pétrole soutient la croissance

Les résultats économiques au Moyen-Orient et en Asie centrale restent excellents, malgré les problèmes de sécurité dans certains pays et le retournement récent des prix des actifs, selon les perspectives régionales du FMI publiées en octobre. La croissance régionale reste supérieure à la croissance mondiale et devrait atteindre en moyenne 6–7 % en 2006 et en 2007 — des taux similaires à ceux des trois dernières années, selon Mohsin Khan, Directeur du Département Moyen-Orient et Asie centrale.

Les flux considérables de capitaux extérieurs qui résultent des cours élevés des produits pétroliers et non pétroliers, des investissements étrangers et des envois de fonds alimentent la croissance du crédit, et l'inflation continue de monter, bien qu'elle reste modérée dans la plupart des pays (7,1 % en moyenne).

Les excédents budgétaires et extérieurs augmentent encore, mais plus lentement que ces dernières années. Grâce à la réduction de la dette et à l'accumulation de réserves de change, la région est mieux à même d'absorber les chocs et de répondre aux besoins de développement.

Les politiques économiques sont bien engagées. Comme il est de plus en plus largement reconnu que la hausse des cours du pétrole, et donc des recettes pétrolières, va durer, de nombreux pays exportateurs de pétrole ont commencé à accroître leurs dépenses et mettent en place des programmes ambitieux de mise à niveau de leurs infrastructures sociales et physiques. Par exemple, les programmes d'investissement — dans le pétrole et le gaz, les infrastructures et l'immobilier — des pays du Conseil de coopération du Golfe pour 2006–10 dépassent 700 milliards de dollars.

Les apports massifs de capitaux extérieurs créent des problèmes pour la politique monétaire. Une appréciation des monnaies en valeur réelle finira par être nécessaire en réaction à ces entrées de plus en plus élevées. Pour les pays appliquant un taux de change flexible, la combinaison d'un durcissement monétaire et d'une appréciation nominale sera le meilleur moyen de limiter les tensions inflationnistes. Pour les pays ayant un taux de change fixe, des régimes de commerce ouverts et des marchés du travail souples limiteront les hausses des prix à la consommation. ■

Retour aux sources pour le FMI

Le 1^{er} septembre, John Lipsky, de nationalité américaine, est devenu Premier Directeur général adjoint du FMI — le premier à occuper ce poste après avoir été simple fonctionnaire de l'institution (1974–84) et travaillé dans le secteur financier privé. En effet, avant son retour au FMI, il a été vice-président de J. P. Morgan Investment Bank et économiste en chef de Chase Manhattan Bank et Salomon Brothers. Dans un entretien avec Laura Wallace, M. Lipsky parle du rôle que le FMI devrait jouer dans un monde caractérisé par un système financier et commercial vraiment planétaire et par l'ampleur des flux internationaux de capitaux privés.

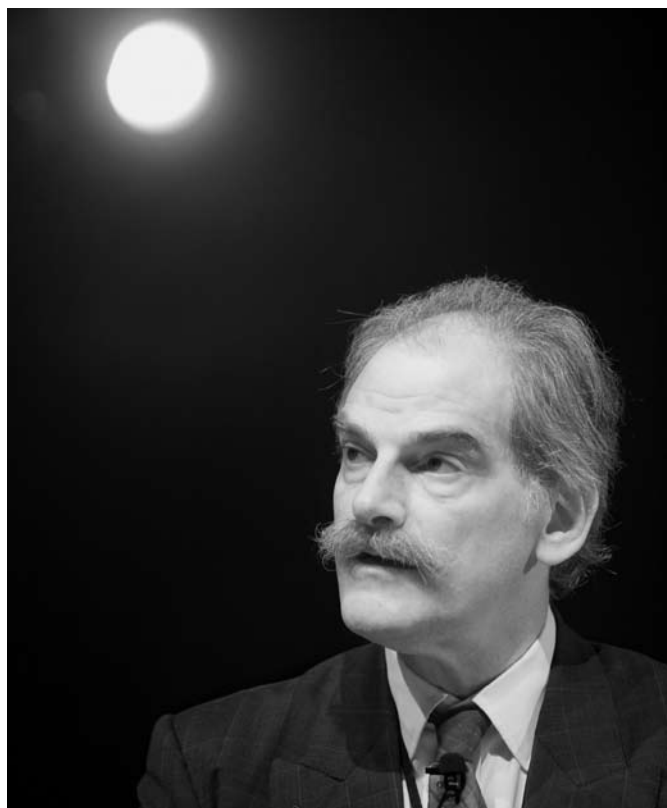
Bulletin du FMI : Face à la hausse phénoménale des flux de capitaux privés et à la baisse relative des ressources disponibles du FMI, l'institution est-elle en train de perdre sa raison d'être?

M. LIPSKY : Absolument pas! Le FMI a été créé pour établir les fondements juridiques d'un système monétaire et financier international non discriminatoire, multilatéral et basé sur l'État de droit. Ce rôle reste singulier et fort pertinent. Évidemment, l'économie mondiale a subi des mutations spectaculaires au cours des quinze dernières années, et le FMI doit s'adapter de façon décisive à ces nouvelles réalités pour bien accomplir sa mission.

Bulletin du FMI : Qu'en est-il de l'accumulation des réserves par les pays émergents, surtout en Asie? Ce phénomène diminue-t-il le rôle traditionnel du FMI?

M. LIPSKY : L'accumulation de réserves donne à penser que de nombreux pays ont décidé de s'assurer contre la volatilité extérieure — et si vous estimez que tel est le rôle traditionnel du FMI, alors la réponse à votre question est probablement oui. Mais la réalité sous-jacente est plus complexe. En particulier, il semble que cette accumulation reflète aussi à la fois l'atonie de l'investissement après 1997–98 dans bien des pays émergents et un choix délibéré des autorités. Cela dit, nous devons considérer cette accumulation comme un symptôme de l'incertitude quant à la stabilité future du système international et de l'efficacité des instruments et techniques de prévention et de résolution des crises. En somme, tout bien pesé, j'estime que l'essor des réserves tient davantage à un concours de circonstances à gérer qu'à une dilution du rôle du FMI.

Bulletin du FMI : La récente Assemblée annuelle de la Banque mondiale et du FMI a autorisé ce dernier à envisager un nouveau mécanisme financier destiné aux pays émergents susceptibles de faire face à une crise — en remplacement de la ligne de crédit préventive (LCP), qui n'a jamais été utilisée. Eu égard à la forte accumulation de réserves, pourquoi aurait-on besoin d'un nouveau mécanisme?



John Lipsky : «Il ne faut pas s'attendre à des miracles, encore que la résorption des déséquilibres mondiaux ne relève pas forcément du miracle.»

M. LIPSKY : Tout d'abord, il faudrait connaître les raisons pour lesquelles la LCP n'a jamais été utilisée, alors que le principe en était acquis. Nous devons nous demander si certains aspects de la LCP peuvent être transformés en un nouvel outil efficace. L'existence d'un tel outil pourrait amener les pays à juger moins souhaitable la forte accumulation de réserves internationales. Plus précisément, je considère le nouveau mécanisme proposé comme une garantie que l'on met en place en attendant que le FMI et ses membres examinent plus largement les moyens d'adapter les responsabilités en matière de prévention et de résolution des crises à un monde caractérisé par l'ampleur et la portée internationale des flux de capitaux privés. Après tout, c'est justement l'essor de ces flux qui a déréglé dans une certaine mesure nos méthodes classiques de prévention et de résolution des crises.

Bulletin du FMI : Cela signifie-t-il que le FMI serait peut-être dangereusement mal équipé en cas de crise majeure?

M. LIPSKY : Aujourd'hui, le FMI a un niveau de liquidité record; il n'y a donc pas de risque qu'il soit incapable de relever de nouveaux défis. Mais il serait bon de profiter de l'environnement favorable pour repenser de façon globale notre méthode

de prévention et de résolution des crises. Il est rare que l'on souffre gravement des dangers dont on s'est soulié. Les pires risques émanent des choses que l'on a négligées.

Bulletin du FMI : Vous avez dit que le FMI doit devenir un pôle d'excellence pour la compréhension du rôle des marchés financiers et leur impact sur l'économie mondiale. Que devrait-il faire exactement?

M. LIPSKY : Nous travaillons déjà dans ce sens. Nous avons créé le Département des marchés monétaires et de capitaux, en fusionnant nos activités concernant les marchés financiers nationaux et internationaux. Le message sous-jacent est qu'il ne faut plus envisager séparément les marchés intérieurs et extérieurs. Le nouveau département développera les connaissances directes du FMI sur l'évolution des marchés. En outre, le Département des études fera de nouvelles analyses sur l'interaction cruciale entre les flux commerciaux internationaux et le financement international, tout en examinant les grandes questions de stabilité systémique. On ne le reconnaît probablement pas assez, mais le FMI a déjà apporté une contribution substantielle en aidant le système international à s'adapter à l'expansion des flux de capitaux privés. Il a notamment élaboré les normes de diffusion des données, les programmes d'évaluation du secteur financier et les rapports sur l'observation des normes et codes. Nous devons veiller à ce que son expertise sur les questions financières soit mise à contribution dans l'évaluation de l'économie de chaque pays membre à travers les consultations au titre de l'article IV. À cet effet, nous sommes en train de concevoir un modèle financier qui développera et normalisera les informations de base fournies au titre de la surveillance classique des pays.

Bulletin du FMI : Compte tenu de la montée en puissance d'institutions financières relativement non réglementées telles que les fonds spéculatifs, comment améliorer les perspectives de stabilité financière mondiale?

M. LIPSKY : Avec l'évolution rapide du volume et de la typologie des transactions financières privées entre pays, il est à la fois naturel et responsable que les organismes de réglementation et de contrôle veillent à la pertinence de leurs connaissances et de leurs pratiques. Évidemment, une démarche globale et systémique est nécessaire. L'objectif fondamental est de contrôler autant que possible, mais pas plus.

Dans le cas des fonds spéculatifs, leur capital provient en principe d'investisseurs sophistiqués qui peuvent assumer des pertes, mais l'essentiel de leur pouvoir émane d'institutions réglementées comme les banques. Ainsi, il se peut que les leçons apprises suite à l'effondrement de Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998 aient déjà entraîné des mesures et pratiques suffisantes pour atténuer les risques systémiques.

Par exemple, on pense que les institutions qui ont accordé du crédit à LTCM pouvaient bien comprendre la complexité de la position de cette entreprise. J'ai l'impression qu'après cet incident pénible et éventuellement dangereux, il est peu probable que les prêteurs financent des montants semblables à ceux que LTCM a pu obtenir. Il est impressionnant de constater que les pertes spectaculaires enregistrées récemment par des fonds spéculatifs n'ont guère affecté les marchés sous-jacents. Le but de la réglementation n'est pas d'empêcher les particuliers ou les entreprises d'enregistrer des pertes, mais de protéger les investisseurs contre la fraude et d'éviter les risques systémiques. En tout cas, compte tenu de l'évolution des marchés, les organismes de réglementation doivent s'armer de vigilance pour bien faire leur travail.

Bulletin du FMI : Ces derniers mois, le FMI a tenu ses premières consultations multilatérales — avec la Chine, la zone euro, le Japon, l'Arabie Saoudite et les États-Unis — pour tenter de résorber de graves déséquilibres mondiaux. Les marchés financiers ont-ils des raisons de croire qu'un tel mécanisme permet de corriger harmonieusement ces déséquilibres des transactions courantes?

M. LIPSKY : J'espère que l'initiative sera utile. Le scénario de base des *Perspectives de l'économie mondiale* est favorable et, de façon générale, les marchés financiers semblent d'accord. Les indices boursiers avoisinent des niveaux record, les taux d'intérêt à long terme sont faibles et les marchés

monétaires sont relativement stables. De plus, les déséquilibres se sont accentués dans une période beaucoup plus positive que prévu, avec la plus forte croissance mondiale et la plus faible inflation depuis des décennies, et peu de volatilité.

Mais il y a de bonnes raisons d'imaginer que les prochaines années seront porteuses de défis et d'incertitudes croissantes — par exemple, l'atonie récente de l'économie américaine. C'est donc le moment idéal, pour les principaux acteurs économiques concernés par ces déséquilibres, de voir s'ils peuvent s'accorder sur une démarche pouvant rassurer les marchés privés que les problèmes macroéconomiques seront gérés de façon responsable et efficace. Il est étonnant que les consultations multilatérales représentent le premier forum des grandes économies dans ce domaine. Il ne faut pas s'attendre à des miracles, encore que la résorption des déséquilibres mondiaux ne relève pas forcément du miracle.

Bulletin du FMI : Quelle est, selon vous, la contribution relative de la politique budgétaire des États-Unis et de l'ajustement du taux de change en Chine à la correction des déséquilibres mondiaux?

M. LIPSKY : Il est vrai que le débat public sur cette question semble se résumer à la politique budgétaire américaine et à la politique de change chinoise. À mon avis, c'est loin d'être le cas. La cause profonde de l'aggravation des déséquilibres

«Les États-Unis et ses partenaires commerciaux devront miser sur d'autres sources de croissance.»

John Lipsky



Eugène Satazer/FMI

M. Lipsky, avec les Directeurs généraux adjoints, Takatoshi Kato (à gauche) et Agustín Carstens, et le Directeur général, Rodrigo de Rato.

mondiaux ces dernières années est la disparité soutenue des rythmes de croissance de la demande intérieure des grandes puissances économiques. Le déficit budgétaire fédéral des États-Unis est inférieur à 2 % du PIB, ce qui n'est pas du tout inhabituel d'après les normes historiques. Par contre, la faiblesse record du taux d'épargne des ménages américains est inusitée. Mais je suis convaincu que la tendance à long terme de ce taux est en train de s'infléchir et devrait se «normaliser» au cours des prochaines années, avec ou sans intervention des pouvoirs publics. La baisse soutenue de l'épargne des ménages aux États-Unis dans la dernière décennie tient surtout à la hausse vertigineuse et imprévue du patrimoine des ménages. Depuis le début des années 90, les familles américaines se sont enrichies plus vite que prévu et ont estimé qu'elles pouvaient épargner moins sur leurs revenus courants. Mais il se peut que le rythme d'appréciation du prix des actifs ralentisse, car l'inflation ne baisse plus et la productivité n'augmente plus.

Pour préserver la vigueur de la croissance mondiale, malgré le fléchissement escompté de la demande intérieure aux États-Unis, ce pays et ses partenaires commerciaux devront miser sur d'autres sources de croissance. En particulier, les États-Unis gagneront à privilégier relativement les exportations nettes et les investissements privés, tandis que ses partenaires commerciaux tableront plus sur la croissance de la demande intérieure et moins sur les exportations nettes. En Chine, l'objectif des autorités de stimuler la demande intérieure, et notamment la consommation, dépendra de bien d'autres facteurs que le simple ajustement du taux de change. Au Japon et dans la zone euro, il faudra aussi rechercher d'autres sources sectorielles de croissance que les exportations. Par ailleurs, les excédents courants des économies productrices d'énergie et de matières premières montent en puissance.

Bulletin du FMI : Comment le FMI a-t-il évolué depuis 1984, et quelle direction prendra-t-il après l'Assemblée annuelle 2006?

M. LIPSKY : À l'évidence, le FMI est beaucoup plus grand. Après tout, il regroupe désormais la quasi-totalité des pays du monde et ses effectifs ont augmenté en conséquence. De plus, il est devenu beaucoup plus transparent en raison du regain d'intérêt pour ses activités et parce qu'il a décidé lui-même, par souci d'efficacité, d'informer le public sur ce qu'il fait.

À l'avenir, il est largement convenu que nous devons jouer un rôle moteur pour adapter le système international aux réalités nouvelles. Notre stratégie à moyen terme est justement axée sur cet objectif. L'Assemblée annuelle a approuvé les grands axes de cette stratégie, ce qui est encourageant. Premièrement, la proposition du Conseil sur la réforme des voix et quotes-parts a été approuvée. Si cet effort est couronné de succès — et il requiert un travail considérable —, la gouvernance du FMI sera plus représentative de l'état actuel et futur de l'économie mondiale. Deuxièmement, l'initiative novatrice des consultations multilatérales a été validée. Celles-ci constituent éventuellement un forum approprié et efficace pour résoudre les grandes questions qui interpellent collectivement les pays membres — sans compter qu'elles replacent le FMI au cœur du débat, même parmi les plus grandes économies. Troisièmement, le FMI a reçu l'autorisation de revoir son mandat de consultation bilatérale avec chaque pays membre — y compris en ce qui concerne les taux de change — et, comme nous l'avons indiqué, d'envisager un nouvel outil de financement axé sur une meilleure prévention et résolution des crises. Enfin, nous renforçons notre présence auprès des pays à faible revenu.

Donc, nous avons du pain sur la planche, et l'issue de l'Assemblée de Singapour n'aurait pu être plus favorable — en fait, elle nous a offert la possibilité de jouer un nouveau rôle plus dynamique dans le système international. Il nous incombe maintenant de démontrer que nous méritons ce rôle et que nous pouvons l'accomplir. Cette mission m'enthousiasme d'autant plus qu'il s'agit pour le FMI d'un retour aux sources et à son rôle unique.

Bulletin du FMI : Dans quel sens?

M. LIPSKY : Dans ce sens que le FMI a le mandat de repenser fondamentalement ses opérations. Ses Statuts ont été élaborés sans véritable précédent. Ils ont établi les fondements d'un système de paiements multilatéral, non discriminatoire et international basé sur l'État de droit. Les services et le Conseil d'administration du FMI ont ensuite bâti le nouveau système financier pratiquement de toutes pièces, sans modèle de référence. Ce système représentait une contribution remarquable au développement économique parce qu'il étayait l'expansion escomptée des échanges internationaux. Ce n'est pas par hasard que les soixante dernières années ont connu la plus forte croissance économique dans l'histoire de l'humanité. Mais d'importantes évolutions récentes n'ont pas été pleinement intégrées au système de façon formelle ou cohérente. Nous avons le mandat et la responsabilité de le faire tout en consolidant les acquis. ■

Chili : les recettes du cuivre sont prometteuses, mais doivent être bien gérées

Au cours des quinze dernières années, des réformes structurelles et des politiques prudentes ont permis au Chili de consolider ses bons résultats économiques. Récemment, une règle budgétaire, le ciblage de l'inflation, la libéralisation des échanges et l'ouverture du compte de capital ont conduit à une croissance vigoureuse et à une inflation faible.

Selon la règle budgétaire, l'État central doit maintenir un excédent structurel de 1 % du PIB, après ajustement pour tenir compte de l'évolution conjoncturelle et de celle du cours du cuivre. Le cours élevé du cuivre a permis à l'État central d'enregistrer des excédents moyens de 3½ % du PIB en 2004–05, et un excédent de 6 % du PIB est prévu pour 2006. Le ratio de la dette nette du secteur public est tombé de 13 % du PIB en 2003 à 7½ % en 2005.

La banque centrale gère prudemment la politique monétaire. Depuis septembre 2004, elle a relevé progressivement son taux directeur face à la reprise économique et au rétrécissement de l'écart de production. Les anticipations inflationnistes restent bien ancrées, proches du milieu de la fourchette objectif de la banque centrale (2–4 %).

Selon le dernier bilan économique du FMI, les perspectives du Chili sont favorables, grâce à la bonne tenue du cuivre et à la vigueur de la demande intérieure. La croissance soutenue a encouragé les travailleurs à revenir sur le marché du travail et le chômage diminue progressivement.

Les administrateurs du FMI félicitent les autorités pour l'exécution d'une politique macroéconomique saine, dont les bienfaits sont substantiels : une inflation faible, une croissance soutenue, un recul notable

Chili	2003	2004	2005	Proj. 2006
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	3,9	6,2	6,3	5–5,5
Prix à la consommation (fin de période)	1,1	2,5	3,7	3,4
Taux de chômage (moyenne annuelle)	8,5	8,8	8,0	7,7
Demande intérieure totale	4,9	8,1	11,4	7,1
Exportations de cuivre				
Milliards de dollars	7,8	14,5	18,3	28,1
Pourcentage des exportations totales	36,1	45,0	45,1	53,8

Sources : Banque centrale du Chili et Ministère des finances; Haver Analytics; estimations des services du FMI.

de la pauvreté et une meilleure résistance aux chocs extérieurs. Ils notent avec satisfaction que les autorités s'en tiennent à la règle budgétaire et les félicitent d'avoir maîtrisé la croissance des dépenses. Ils soulignent aussi le succès du ciblage de l'inflation.

Les administrateurs se réjouissent de l'accent mis à long terme sur la promotion d'une croissance soutenue et la réduction de l'inégalité des revenus. Ils saluent les réformes visant à améliorer les services scolaires, à accroître le financement de l'éducation et à promouvoir la recherche et le développement, et ils encouragent les autorités à assouplir le marché du travail, à accroître les possibilités d'emploi et à s'attaquer au chômage, qui reste élevé, en particulier chez les jeunes. Des progrès dans ces domaines devraient permettre d'accroître la productivité et de faciliter la diversification de l'économie. ■

Islande : durcissement budgétaire et monétaire face à la surchauffe

L'Islande est en plein essor économique, grâce à l'aluminium, et des déséquilibres considérables en résultent, selon le récent bilan du FMI. La vigueur de la demande intérieure, sous l'effet de la rapide croissance de l'investissement et de la consommation privée, entraîne une surchauffe, ainsi qu'une inflation élevée et un déficit record des transactions courantes. La volatilité du marché financier a augmenté en réaction aux craintes des investisseurs institutionnels quant aux risques liés aux déséquilibres macroéconomiques et à la vulnérabilité du secteur financier.

Les administrateurs du FMI notent que, si les perspectives à moyen terme sont favorables, les déséquilibres élevés et croissants menacent la croissance réelle et la stabilité financière à court terme. Ils notent avec satisfaction les mesures prises pour atténuer la pression de la demande,

mais préconisent d'autres mesures décisives pour stabiliser la confiance, assurer un ajustement ordonné et maintenir la stabilité financière.

La dette publique est faible et en baisse, mais la rigueur budgétaire reste de mise pour réduire les déséquilibres et éviter les risques connexes. Les autorités pourraient remettre à plus tard des projets d'investissement public et freiner la croissance des dépenses de consommation publique. Pour réduire la volatilité, les administrateurs préconisent de renforcer le cadre budgétaire à moyen terme et conviennent qu'il sera peut-être nécessaire de relever davantage le taux directeur de la politique monétaire pour ancrer les anticipations et ramener l'inflation au niveau visé.

Si les bilans des institutions financières sont solides, les administrateurs notent que l'expansion rapide a accru le profil de risque des banques. Ils saluent les mesures prises par les banques pour rendre ces risques plus gérables, mais soulignent que le processus doit se poursuivre, avec les encouragements et la surveillance rigoureuse des autorités de contrôle.

Les administrateurs recommandent une réforme immédiate du Fonds public de financement du logement. L'intensification de la concurrence sur le marché hypothécaire a réduit l'efficacité de la politique monétaire, aggravé l'excès de la demande et accru les risques d'instabilité financière. Ils encouragent les autorités à créer une institution privée de financement de gros qui conserverait les caractéristiques positives du système actuel tout en permettant une saine concurrence sur le marché hypothécaire. ■

Islande	2003	2004	2005	Proj. 2006
PIB réel (variation en %)	3,0	8,2	5,5	4,0
Indice des prix à la consommation (variation en %)	2,1	3,2	4,0	6,1
Investissement intérieur brut (% du PIB)	19,7	23,4	28,6	26,3
Taux directeur (moyenne de la période, %)	5,4	6,1	9,4	...
Solde des transactions courantes (% du PIB)	-5,0	-10,1	-16,5	-12,5

Sources : Statistics Iceland, Banque centrale d'Islande, Ministère des finances; estimations des services du FMI.

Pour plus de renseignements, voir les notes d'information au public n° 06/97 (Chili) et 06/92 (Islande) sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Ukraine : des progrès institutionnels pour doper la croissance

Après les dramatiques événements de la « Révolution orange » de 2004 où plus d'un million de personnes ont bravé l'âpreté de l'hiver à Kiev pour faire annuler une élection présidentielle manipulée, le gouvernement du Président Viktor Iouchtchenko a rapidement présenté une nouvelle vision axée sur l'accélération de la transition institutionnelle vers une économie de marché moderne, une part importante de ce programme s'inscrivant dans une stratégie d'intégration accrue avec l'Union européenne (UE) et l'Organisation mondiale du commerce.

L'exécution de ce programme s'est toutefois révélée difficile et le gouvernement orange de coalition, déchiré par des dissensions personnelles et politiques, a subi un cuisant échec aux élections parlementaires de mars 2006. M. Iouchtchenko reste Président, mais on craint que le nouveau gouvernement, emmené par son vieux rival, Viktor Ianoukovitch, n'engage pas de véritables réformes de marché. Un récent document de travail du FMI situe ces événements dans leur contexte et pose deux questions : dans quelle mesure les déficiences institutionnelles ont-elles pesé sur les performances antérieures de l'Ukraine, et quels seraient les avantages probables d'un renforcement des réformes de marché ?

Ces interrogations renvoient bien sûr à des questions économiques assez complexes. Que savons-nous du rôle des institutions dans la croissance économique et la convergence des revenus ? On a constaté que les écarts internationaux de revenus



Après son élection en 2004, M. Iouchtchenko a mis l'accent sur les réformes de marché.

tiennent plus aux écarts de *productivité* qu'aux écarts dans l'*accumulation des facteurs*. Comment expliquer les écarts de productivité ? Pour commencer, la productivité peut être décomposée en *technologie*, la somme des connaissances disponibles sur la combinaison optimale des ressources, et en *efficacité*, l'efficacité de la mise en pratique de ces connaissances.

Les études sur l'importance relative de ces deux éléments dans un éventail de pays en développement ou émergents pointent toutes vers la même conclusion : sauf retards de technologie exceptionnels, l'écart observé entre les pays riches et pauvres tient principalement aux écarts d'efficacité, et non de technologie. C'est pourquoi de nombreux travaux sur la convergence ont récemment porté sur les déterminants de l'efficacité.

Le concept de « technologie » utilisé ici est distinct des techniques observées sur le lieu de travail. Même avec un accès égal à des connaissances identiques, des pays peuvent adopter des technologies différentes. Cela tient parfois à des ressources différentes ou à des avantages comparatifs, mais souvent à des obstacles institutionnels qui découragent l'emploi de techniques optimales et empêchent l'utilisation rentable des nouvelles technologies. Dans cette optique, la présence de technologies sous-optimales ne résulte peut-être donc pas de l'absence de connaissances, mais bien d'une efficacité médiocre.

Institutions et efficacité

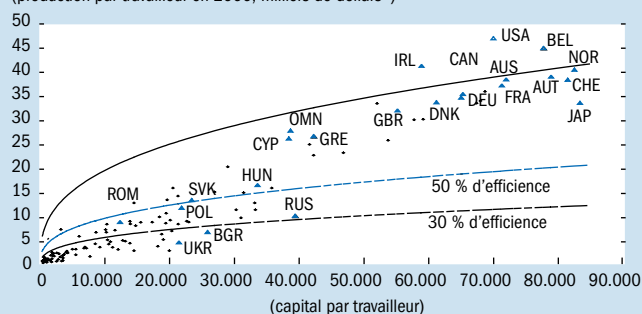
Les sources d'inefficacité sont diverses : activités improductives (vol, contrebande, recherche de rente ou activité visant à prévenir le vol ou l'expropriation), ressources inemployées et mauvaise allocation des facteurs entre les secteurs. Toutes ont joué un rôle significatif dans les pays en transition, où elles sont souvent héritées de la planification centralisée. L'étude analyse dans quelle mesure l'absence d'institutions de marché explique la faible efficacité observée en Ukraine et dans d'autres pays. Si la définition des institutions varie, une base institutionnelle de marché se caractérise généralement, par exemple, par l'État de droit, la sécurité des droits de propriété,

Graphique 1

Moins efficace

L'Ukraine est bien moins efficace que les pays industrialisés et que les autres anciennes économies à planification centrale.

(production par travailleur en 2000; milliers de dollars¹)



Note : AUS = Australie, AUT = Autriche, BEL = Belgique, BGR = Bulgarie, CAN = Canada, CHE = Suisse, CYP = Chypre, DNK = Danemark, DEU = Allemagne, FRA = France, GBR = Grande-Bretagne, GRE = Grèce, HUN = Hongrie, IRL = Irlande, JAP = Japon, NOR = Norvège, OMN = Oman, POL = Pologne, ROM = Roumanie, RUS = Russie, SVK = Slovaquie, UKR = Ukraine, USA = États-Unis.

¹Prix de 1985, taux de change sur la base de la parité de pouvoir d'achat.

Sources : «How Important Are Capital and Total Factor Productivity for Economic Growth?», Scott L. Baier, Gerald P. Dwyer, Jr., and Robert Tamura, Working Paper 2004-02 (Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, 2004); calculs des auteurs.

la force exécutoire des contrats, et l'impartialité et la transparence de l'État.

Pour mesurer l'efficacité, les auteurs utilisent un panel mondial pour calculer une *frontière d'efficacité*, à savoir ce qu'un pays *aurait* pu produire s'il avait utilisé au mieux toutes ses ressources, en employant des techniques optimales. La production effective de l'Ukraine est mesurée à l'aune de ce repère théorique. Le même procédé appliqué à d'autres pays permet d'examiner la relation entre l'efficacité et les institutions nationales. L'étude montre que l'Ukraine est très en-deçà de la frontière mondiale et que sa faible efficacité économique tient aux insuffisances de ses institutions (voir graphiques 1 et 2).

Effet de la réforme

L'efficacité s'est nettement dégradée en Ukraine dans les années 90, en raison notamment de l'évolution de la frontière d'efficacité. Avant 1990, lorsque la guerre froide pesait sur la capacité d'acquisition de technologies des pays du bloc de l'Est, la frontière de l'Ukraine était inférieure à celle des pays occidentaux, mais dans les années 90, les pays de l'Est ont été submergés par une vague d'idées et de techniques nouvelles, qui ont très vite repoussé cette frontière. La plupart des pays de l'ex-URSS n'ont pas réussi à exploiter cet afflux de nouvelles technologies et leur production s'est même nettement contractée sous l'effet du démantèlement de l'appareil de planification centralisé de l'État soviétique, mais aussi parce que, contrairement à des pays d'Europe de l'Est qui ont mieux réussi, les anciennes institutions n'ont pas été remplacées par des institutions viables. Si bien qu'au lieu d'aller vers un système plus axé sur le marché, les pays de l'ex-URSS se sont trouvés face à un vide institutionnel, marqué par la montée des incertitudes et la généralisation des comportements de recherche de rente.

Depuis 2000, la production de l'Ukraine connaît une forte croissance, due davantage à des gains d'efficacité qu'à une augmentation des investissements. Cette reprise résulte d'un ensemble complexe de facteurs, notamment le rebond de la Russie voisine, mais aussi la première génération de réformes institutionnelles, en 1999–2000. Ces réformes initialement axées sur le secteur de l'énergie ont fortement contribué à faire reculer le troc et les arriérés de paiement, ce qui a favorisé une allocation des ressources plus efficace et les débuts d'un système financier fonctionnel.

Capitaliser sur l'efficacité

Il ressort de cette étude qu'une amélioration durable du niveau de vie dépendra davantage des gains d'efficacité que d'une augmentation de l'investissement : il faudra donc que l'Ukraine s'emploie à améliorer ses institutions de marché. L'édition de septembre 2005 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI souligne l'importance des institutions pour la croissance et note que des points d'ancrage extérieurs ont souvent favorisé le changement institutionnel. Pour les pays en transition, la perspective de l'adhésion à l'UE est un exemple classique d'ancrage fructueux.

À cet égard, le programme de réforme initial de M. Iouchtchenko est arrivé au bon moment et allait dans le bon sens. Fondé essentiellement sur le Plan d'action Ukraine–UE, il visait, grâce à l'harmonisation des normes ukrainiennes avec celles de l'UE, à accélérer la transition vers une économie de marché intégrée dans la région. Si l'adhésion de l'Ukraine à l'UE est une perspective distante et est loin d'être garantie, l'étude indique qu'une harmonisation accrue avec les normes de l'UE pourrait apporter des avantages substantiels, et ce probablement bien avant l'adhésion.

L'étude permet aussi d'estimer l'effet de ces réformes sur l'efficacité (et sur la croissance) à partir de l'expérience d'autres pays candidats à l'UE. Dans leurs prévisions de référence pour l'Ukraine, les services du FMI tablent sur une amélioration institutionnelle modeste et supposent qu'en 2015 la qualité institutionnelle de l'Ukraine égalera celle de la Roumanie, actuellement candidate à l'UE. Sur une note plus optimiste, l'exécution intégrale d'un programme tourné vers l'UE pourrait doper l'efficacité de l'Ukraine et l'amener au niveau de nouveaux pays membres de l'UE comme la Pologne et la Hongrie. La croissance annuelle moyenne pourrait alors avoisiner 8,5 % sur les dix prochaines années. Une remarquable réussite qui permettrait à l'Ukraine de rejoindre les pays récemment touchés par le « miracle de la croissance ». ■

Andrew Tiffin

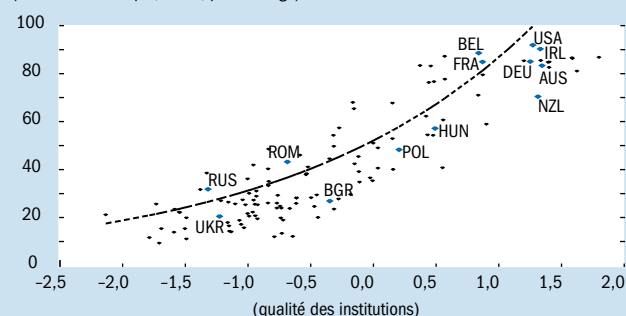
FMI, Département Europe

Graphique 2

La différence institutionnelle

L'efficacité d'un pays dépend de la qualité de ses institutions.

(efficacité technique, 2000; pourcentage)



Note : La qualité des institutions est mesurée à l'aide d'un indice allant de -2,5 à 2,5; plus le chiffre est petit, plus les institutions sont de faible qualité. Voir le graphique 1 pour les acronymes des pays; NZL = Nouvelle-Zélande.

Sources : Banque mondiale et calculs des auteurs.

Le présent article s'inspire du document de travail du FMI n° 06/167, «Ukraine: The Cost of Weak Institutions», d'Andrew Tiffin. Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 308. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

La baisse des recettes pétrolières préoccupe la Syrie

La Syrie, qui finance 25 % de ses dépenses publiques par des recettes pétrolières alors que son pétrole brut s'épuise, risque d'afficher un déficit budgétaire intenable d'ici 2015 faute d'un ajustement de sa politique budgétaire. Il n'est donc pas étonnant que le risque d'une action insuffisante et tardive ait été au cœur du dialogue entre le FMI et les autorités syriennes ces deux dernières années. Deux études de fond réalisées dans le cadre de l'évaluation récente de l'économie syrienne par le FMI examinent les stratégies budgétaires susceptibles d'aider la Syrie à relever ce défi.

Après avoir culminé à plus de 600.000 barils/jour en 1996, la production pétrolière du pays décline. Sans la hausse des cours mondiaux du pétrole à partir de la mi-1999, le maintien de la stabilité financière aurait été bien plus délicat. Pour trouver de nouvelles sources de croissance et de revenus avant l'épuisement de ses réserves pétrolières, la Syrie doit accélérer les réformes structurelles et le rééquilibrage budgétaire; sans quoi, elle pourrait s'enfermer dans un cycle de volatilité financière, de dégradation budgétaire, de faible croissance et de chômage galopant (voir partie supérieure du graphique, page suivante).

Selon une récente étude du FMI, la Syrie pourrait adopter un cadre transparent de politique budgétaire qui établit clairement la contrainte budgétaire pour les années à venir. Ce cadre devrait reposer sur une règle budgétaire visant à améliorer durablement le solde budgétaire hors pétrole. À cet effet, une seconde étude propose une stratégie centrée sur l'élimination progressive des subventions aux prix du pétrole et sur l'introduction d'une TVA.

Un carcan budgétaire

La politique budgétaire a tendance à produire des *déficits* plutôt que des *équilibres*. Ce biais tient généralement aux politiques budgétaires procycliques qui permettent aux dépenses discrétionnaires d'augmenter quand les recettes s'accroissent, mais pas de diminuer quand les recettes baissent. Pour contrer ce biais, de nombreux pays ont adopté des cadres budgétaires prospectifs visant à maîtriser les dépenses et à encourager la rigueur budgétaire. Les cadres efficaces ont deux garde-fous : la transparence, qui rend les pouvoirs publics comptables de leur action, et des règles budgétaires adaptées aux perspectives du pays.

Le choix d'une règle budgétaire revient à définir un objectif macroéconomique à moyen terme qui est toujours lié en fin de compte à un concept de viabilité, par exemple une politique compatible avec la baisse des recettes pétrolières. En Syrie, comme dans les autres pays producteurs de pétrole, les ressources pétrolières posent un problème particulier pour la viabilité budgétaire et soulèvent la question de l'équité entre



La Syrie pourrait devenir un importateur net de pétrole d'ici 2010.

les générations dans l'utilisation de la richesse pétrolière. Ses réserves pétrolières étant trop faibles pour assurer cette équité, la Syrie doit lisser l'ajustement vers une position budgétaire viable à long terme lorsque ses réserves pétrolières seront épuisées.

L'étude du FMI propose d'utiliser la variation annuelle du solde budgétaire hors pétrole pour estimer le coût de l'ajustement, qui donnera à son tour une bonne indication de l'effet de contraction sur l'économie pour une année donnée. La Syrie peut réduire au minimum le coût de l'ajustement en cherchant à améliorer durablement son solde budgétaire hors pétrole : l'étude propose que ce soit la règle budgétaire qui servira de point d'ancrage au cadre budgétaire. La Syrie réduira ainsi le risque d'un ajustement brusque et douloureux, qui pèserait probablement sur l'investissement public bien nécessaire dans les infrastructures et les domaines sociaux, ou exigerait de mobiliser des recettes au moyen de taxes induisant de fortes distorsions, étant donné la faiblesse de l'administration fiscale.

Aussi efficace que la règle traditionnelle d'un budget équilibré si les recettes pétrolières baissaient progressivement, la règle budgétaire proposée le serait plus si ces recettes se stabilisaient avant de baisser. En raison de l'incertitude inhérente à la trajectoire prospective des recettes pétrolières, la règle visant une amélioration durable du solde budgétaire hors pétrole sera préférable dans tous les cas. Le rythme optimal de l'ajustement devra être réévalué en permanence à l'aune de la valeur actualisée nette de la richesse pétrolière, et il faudra aussi tenir compte de la situation conjoncturelle.

Fini les subventions, vive la TVA

Selon la seconde étude, pour garantir la stabilité macroéconomique et maintenir sa dette à un niveau soutenable tandis que sa production pétrolière chute au cours de la prochaine décennie, la Syrie devra réduire son déficit budgétaire hors pétrole d'environ 11 points de pourcentage du PIB (soit en-

viron 1 point par an en moyenne). En 2015, le déficit hors pétrole tomberait donc à 2 % du PIB (contre 13 % actuellement) et la dette publique serait limitée à 40 % du PIB environ, ce qui laisserait une marge de manœuvre pour absorber d'éventuels chocs et autres engagements éventuels. Pour réaliser cet ajustement, une stratégie pro-croissance crédible doit reposer principalement sur l'élimination progressive des subventions aux prix du pétrole et la mise en place d'une TVA à assiette large (voir partie inférieure du graphique).

La plupart des postes de dépenses sont à des niveaux assez modérés, et certains (comme l'éducation et la santé) sont sous-financés. Il serait donc judicieux d'éliminer les subventions, qui sont inéquitables et coûteuses (14½ % du PIB). Il en résulterait des économies budgétaires et des gains d'efficacité considérables, et une amélioration de l'équité. En outre, comme la hausse des prix du pétrole réduit de façon disproportionnée la demande de produits pétroliers, elle entraîne une hausse de l'excédent de la balance commerciale pétrolière et contribue à l'ajustement de la balance des paiements. En protégeant les dépenses d'éducation, de

santé et d'infrastructures, elle stimule aussi la croissance à long terme.

Comme la Syrie ne dispose pas de mécanismes efficaces de ciblage des pauvres, il a été proposé, faute de mieux, d'octroyer une compensation forfaitaire en espèces à chaque individu. La réforme des subventions aux prix du pétrole implique donc deux choix fondamentaux et indissociables : le rythme de l'ajustement des prix et le montant de la compensation à offrir aux ménages. Les principaux arbitrages sont donc entre une hausse brutale des prix du pétrole qui risque de déstabiliser les anticipations inflationnistes et un ajustement plus lent qui risque de lasser, et entre des économies budgétaires plus faibles et des mesures plus facilement acceptables sur le plan politique.

Étant donné les cours mondiaux actuels, l'étude propose une combinaison qui produirait une économie budgétaire nette de 4½ % du PIB et profiterait à la majorité de la population. Une grande souplesse est nécessaire dans la conception de la réforme. En particulier, si les cours baissaient, les transferts aux ménages devraient être réduits, car les économies budgétaires seraient moindres tandis que les ménages souffriraient moins.

En fait, comme une baisse des cours améliorera la situation de la Syrie lorsqu'elle deviendra un importateur net de pétrole aux environs de 2010, une réduction de la compensation pourrait produire la même économie budgétaire tout en pesant moins sur les consommateurs en termes nets. Atténuer l'impact de l'élimination progressive des subventions par une augmentation des traitements des fonctionnaires pourrait se révéler très coûteux et est déconseillé.

Dans ses arguments en faveur d'une TVA, l'étude indique que le ratio impôts/PIB en Syrie (10½ % en 2005) est faible par rapport aux normes régionales et pourrait être relevé sans trop grever l'économie ni fausser notablement l'incitation à travailler, à épargner et à investir. L'absence d'une taxe à assiette large sur la consommation est notable et explique le faible ratio taxes indirectes/taxes totales. Pour optimiser les avantages de la TVA, il faudrait, entre autres, un taux unique (avec la possibilité d'appliquer des droits d'accise aux produits de luxe), un champ d'application large (les exemptions étant limitées aux secteurs difficiles à taxer comme les services financiers) et un seuil imposable initialement élevé pour assurer la rentabilité. Dans ces conditions, un taux de TVA de 15 % pourrait rapporter l'équivalent d'environ 5 % du PIB. ■

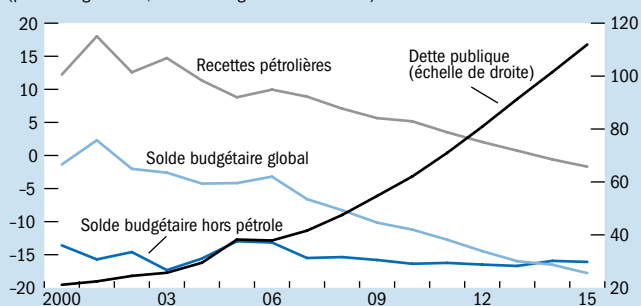
Jemma Dridi et Patrick Imam

FMI, Département Moyen-Orient et Asie centrale
et Institut du FMI

Le coût de l'inaction

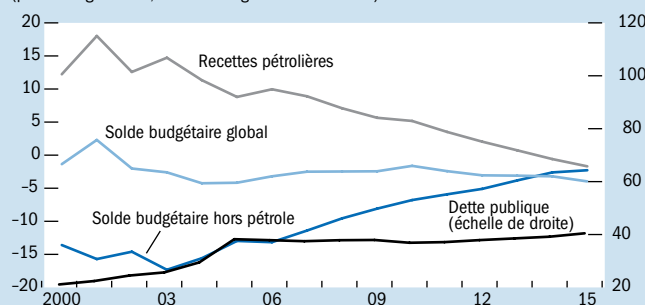
Si la Syrie ne fait rien face à la baisse imminente de ses recettes pétrolières, sa dette publique pourrait devenir insoutenable d'ici dix ans.

(pourcentage du PIB, échelles de gauche et de droite)



En améliorant progressivement son solde budgétaire hors pétrole, la Syrie pourrait surmonter les problèmes budgétaires qui s'annoncent.

(pourcentage du PIB, échelles de gauche et de droite)



Sources : autorités nationales; estimations des services du FMI.

Cet article s'inspire du rapport du FMI n° 06/295, *Syrian Arab Republic: Selected Issues*. Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 308. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Une nouvelle méthode pour identifier les risques de bilan

Les économies dépendent davantage des flux de capitaux privés et sont donc aussi devenues plus vulnérables aux crises du compte de capital, lorsque des retraits massifs et soudains de capitaux provoquent des ajustements brutaux des taux de change. Souvent, les sorties de capitaux sont causées par des déséquilibres dans les bilans, comme à la fin des années 90 en Corée et en Thaïlande. Dans ces cas-là, la hausse de l'endettement dans les bilans des entreprises et des banques, sans augmentation de la valeur des actifs en compensation, a ébranlé la confiance des investisseurs. Un récent document de travail du FMI présente une nouvelle méthode qui pourrait être utilisée pour mesurer le risque de bilan du secteur souverain, du secteur financier et du secteur des entreprises non financières.

Cette nouvelle méthode peut être particulièrement utile, parce qu'elle complète l'analyse traditionnelle des flux, qui met l'accent sur l'accumulation graduelle de positions insoutenables dans le budget et le compte des transactions courantes, mais qui ne suffit peut-être plus pour expliquer pleinement la dynamique des crises du compte de capital dans le monde d'aujourd'hui.

L'analyse à partir des créances conditionnelles est appliquée par un grand nombre d'opérateurs sur les marchés financiers, principalement par les grandes agences de notation du crédit pour évaluer le risque de crédit dans les entreprises. Les auteurs du document de travail du FMI amplifient le champ d'application pour mesurer le risque de bilan agrégé dans un cadre plurisectoriel et analyser le risque de crédit dans les secteurs individuels.

L'application de cette analyse à un cadre plurisectoriel permet d'examiner les liens entre le secteur des entreprises, le secteur financier et le secteur public, en particulier lorsqu'il est possible d'évaluer des effets de rétroaction peut-être importants entre les secteurs.

Les avantages d'une nouvelle méthode

En termes simples, l'analyse à partir des créances conditionnelles repose sur des données de bilan qu'elle combine aux prix en vigueur sur les marchés financiers pour établir divers indicateurs de risque. Cette méthode présente plusieurs avantages. Premièrement, en utilisant des données de bilan, le FMI peut identifier des déséquilibres de stocks qui, s'ils ne sont pas résorbés, pourraient rendre un pays vulnérable aux chocs. Il s'agit d'un complément utile — et essentiel — à l'analyse des flux, qui constitue le pilier de la surveillance exercée par le FMI.

Deuxièmement, comme les prix de marché représentent les vues et prévisions collectives de nombreux investisseurs, cette analyse est prospective, contrairement à celle qui repose uniquement sur un examen des états financiers antérieurs. Troisièmement, cette méthode tient compte de la volatilité du marché pour estimer le risque de crédit. Celle-ci est cruciale dès lors qu'il s'agit de faire apparaître les variations du risque, surtout en période de tension, lorsque des chocs de faible intensité peuvent rapidement prendre de l'ampleur et avoir des répercussions sur l'ensemble du système. Enfin, cette analyse condense l'évaluation de la vulnérabilité en une seule statistique qui est facile à interpréter, et permet donc de savoir à tout moment si le bilan s'améliore ou se détériore.



Illustration Works

Identifier les facteurs de vulnérabilité

Pour évaluer les facteurs de vulnérabilité au niveau des pays, les techniques traditionnelles de fixation des prix des

options sont utilisées pour calculer un indicateur qui mesure les écarts types entre les actifs souverains et un seuil d'endettement critique. Si les actifs tombent au-dessous du seuil, le pays est jugé en difficulté, et, faute de mesures correctives, risque de ne plus pouvoir respecter ses engagements. Plus les actifs sont volatiles ou plus leur valeur est proche du seuil, plus il est probable que le seuil sera dépassé et que le pays manquera à ses engagements.

Les auteurs ont appliqué cette méthode au risque de bilan de douze pays émergents. Les indicateurs de risque se sont avérés robustes et très corrélés avec les marges du marché. Étant donné son caractère plurisectoriel, cette méthode a permis aussi d'évaluer le transfert des risques entre les bilans interdépendants des entreprises, des secteurs financiers et des secteurs publics. Les résultats montrent que cette analyse promet en tant qu'outil d'évaluation et de gestion du risque dans les principaux secteurs d'une économie. ■

Cheng Hoon Lim

FMI, Département des marchés monétaires et de capitaux

Le présent article s'inspire du document de travail du FMI n° 05/155, «Measuring and Analyzing Sovereign Risk with Contingent Claims», de Michael T. Gapen, Dale F. Gray, Cheng Hoon Lim et Yingbin Xiao. Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 308. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

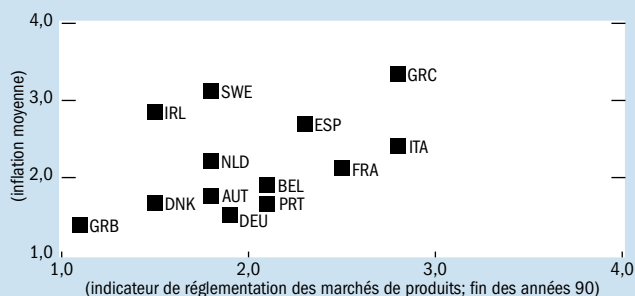
Critères de Maastricht : leçons à retenir

Le traité de Maastricht fixait trois critères aux pays qui souhaitaient former une union monétaire. Les candidats devaient notamment veiller à ce que pendant un an leur taux d'inflation ne dépasse pas de plus de 1½ point l'inflation moyenne des trois pays de l'Union européenne (UE) où les prix étaient les plus stables. Il s'agissait d'aligner les pays de l'UE à forte inflation sur ceux où elle était faible avant l'adoption de l'euro. Selon une nouvelle étude du FMI, la fixation de ce critère a atteint son but, à savoir celui de réduire l'écart d'inflation entre les pays de l'UE. Mais elle a aussi encouragé les pays à adopter des mesures arbitraires de court terme pour faire baisser l'inflation au lieu d'entreprendre des réformes structurelles de nature à produire des bienfaits économiques à long terme. L'étude du FMI examine les conséquences que cette logique pourrait avoir pour les dix nouveaux États membres de l'UE, qui espèrent tous rejoindre l'union monétaire à brève échéance.

Si l'on se contente d'observer les chiffres, le critère d'inflation imposé par le traité a pleinement atteint son but : l'écart entre les pays à faible et à forte inflation, qui était supérieur à 10 points entre le milieu des années 70 et le début des années 80, a commencé à s'amenuiser au début des années 90 pour tomber à 2 ou 3 points en 1997. En revanche, du point de vue de la politique économique, l'imposition de ce critère a eu des effets indésirables inattendus. Pour respecter le critère, les pays de l'UE avaient deux possibilités : adopter une politique monétaire et des réformes de marché crédibles de manière à réduire l'inflation de façon plus permanente ou opter pour des mesures de court terme, en agissant par exemple sur les prix réglementés et les impôts indirects ou en prenant d'autres mesures visant à freiner la demande, et en imposant la modération salariale.

Le coût de la protection

L'inflation est plus élevée dans les pays de l'Union européenne où les marchés sont les plus réglementés.



Note : AUT = Autriche, BEL = Belgique, DEU = Allemagne, DNK = Danemark, ESP = Espagne, FRA = France, GBR = Royaume-Uni, GRC = Grèce, IRL = Irlande, ITA = Italie, NLD = Pays-Bas, PRT = Portugal, SWE = Suède. L'indicateur rend compte de la compétitivité des marchés de produits : plus l'indicateur est faible, plus le marché est compétitif.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; Paul Conway, Véronique Janod et Giuseppe Nicoletti, «La réglementation des marchés de produits dans les pays de l'OCDE : 1998-2003», Document de travail WKP(2005)6 du Département des affaires économiques de l'OCDE (Paris, Organisation de coopération et de développement économiques, 2005); calculs des auteurs.

De ces deux stratégies de désinflation, laquelle est la plus efficace? Pour assurer une entrée rapide dans la zone euro avec un soutien politique maximal, la logique à court terme s'est révélée la meilleure. Pour faire baisser l'inflation par des réformes structurelles, il faut du temps et cela aurait pu retarder l'adhésion à l'union monétaire. Mais cette stratégie à long terme aurait permis aux pays d'y entrer avec une économie bien plus solide.

À la fin des années 90, dans leur hâte à adopter l'euro, tous les membres de l'UE ont opté pour des mesures de court terme, sans réformer leurs marchés de biens et de facteurs de production. Or, lorsque l'effet de ces mesures s'est estompé, l'inflation est repartie dans les pays très réglementés (voir graphique). La formule «l'inflation basse maintenant, les réformes plus tard» est certes peu coûteuse à court terme, mais elle peut avoir un coût très élevé à long terme. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire risque d'être moins efficace et les agents économiques continuent de fonder leurs décisions sur des anticipations d'inflation élevée. Cela rend d'autant plus coûteuse toute désinflation future. En revanche, les pays qui ont préféré des réformes structurelles de plus longue haleine jouissent aujourd'hui de marchés plus souples et d'anticipations d'inflation faible pour l'avenir.

Quelles leçons les nouveaux membres de l'UE (Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie et Slovénie) peuvent-ils tirer de l'expérience des anciens membres? D'après la simulation des auteurs, les pays qui n'ont pas réformé leur économie peuvent s'attendre à des coûts beaucoup plus lourds lorsqu'ils s'efforceront de réduire l'inflation à l'avenir. Cela est vrai tant pour les membres actuels de la zone euro que pour les nouveaux membres. Ces derniers auraient tout à gagner à se voir imposer un critère d'inflation qui rendrait moins séduisante une stratégie de désinflation à court terme. Actuellement, la période courte (douze mois) pendant laquelle le critère d'inflation est contrôlé pourrait inciter les candidats à l'entrée dans la zone euro à opter pour une stratégie à court terme. Une période de contrôle plus longue, couvrant par exemple tout le cycle économique, serait peut-être préférable. Par sa rigidité, le calcul du taux d'inflation de référence encourage aussi le recours aux mesures ponctuelles. Ce travers pourrait être atténué si l'on excluait du calcul les pays affichant un écart de production négatif. ■

Aleš Bulíř (Institut du FMI) et
Jaromír Hurník (Banque nationale tchèque)

Cet article s'inspire du document de travail du FMI n° 06/154, «The Maastricht Inflation Criterion: How Unpleasant is Purgatory?», disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 308. Le texte intégral de l'étude peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Un seul gendarme financier au lieu de trois?

Les secteurs de la banque, de la bourse et de l'assurance relèvent traditionnellement d'autorités de tutelles distinctes. Or, depuis une vingtaine d'années, les organismes intégrés chargés de contrôler l'ensemble du secteur financier se sont multipliés. Cette surveillance est-elle de meilleure qualité et moins onéreuse? Une nouvelle étude du FMI examine cette question à partir d'observations empiriques.

La multiplication de ces organismes depuis vingt ans tient en partie à la consolidation croissante du secteur financier. À la fin de 2004, on comptait 29 organismes de tutelle entièrement intégrés, définis pour les besoins de l'étude comme des organismes chargés au moins de la surveillance prudentielle des marchés bancaires, de l'assurance et boursiers.

Les raisons de l'intégration

L'intégration de la surveillance présente deux principaux avantages : elle permet de réaliser des gains d'efficacité et de mieux traiter les questions que soulève la création de conglomerats financiers. La fusion de plusieurs organismes renforce l'efficacité, ne serait-ce qu'en éliminant les fonctions de soutien redondantes. Il peut bien sûr y avoir aussi des synergies sur une plus grande échelle. Le fait que la distinction entre les composantes traditionnelles du secteur financier devient de plus en plus floue et que des conglomerats se créent dans de nombreux pays industriels milite aussi en faveur d'une surveillance intégrée pour assurer un contrôle uniforme en réduisant les possibilités d'arbitrage réglementaire.

Cela dit, l'intégration ne présente pas que des avantages. Premièrement, si les objectifs ne sont pas clairement définis, un organisme de contrôle intégré peut se révéler moins efficace que des organismes de tutelle sectoriels. Deuxièmement, les économies d'échelle pourront être difficiles à réaliser tant que les textes régissant les secteurs de la banque, de l'assurance et de la bourse ne sont pas harmonisés. Troisièmement, il peut même y avoir des déséconomies d'échelle si l'organisme intégré devient trop grand pour être bien géré. Quatrièmement, un organisme intégré risque d'étendre le problème de l'aléa moral à l'ensemble du secteur financier si les intervenants du marché acquièrent la conviction que tous les créanciers de toutes les institutions relevant d'un même organisme bénéficieront de la même protection.

Le pour et le contre

L'intégration garantit-elle une surveillance de meilleure qualité? Pour répondre à cette question, les auteurs de l'étude évaluent dans quelle mesure les organismes se conforment aux normes internationales en matière de régulation bancaire, d'assurance et boursière. Il s'agit des règles élaborées, respectivement, par

le Comité de Bâle (principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace), l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (principes de surveillance des sociétés d'assurance) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs — OICV (objectifs et principes de la régulation boursière).

Une simple comparaison des degrés de conformité entre les pays où la surveillance est intégrée et ceux où elle ne l'est pas, peut être trompeuse. En effet, les organismes intégrés se trouvent surtout dans les pays développés où le cadre réglementaire est aussi de meilleure qualité, ce qui favorise le respect des normes applicables au secteur financier. Cela dit, même si l'on tient compte de ce facteur, on constate en général chez les organismes de surveillance intégrés un degré élevé de conformité aux normes de contrôle bancaire — d'après

l'étude, c'est le cas de trois organismes sur quatre.

Les auteurs s'intéressent ensuite au degré de conformité aux normes du secteur financier, toujours en tenant compte de l'environnement réglementaire général. Pour ce faire, ils recourent à l'analyse par régression. Les modèles de régression comprennent une constante, une mesure du développement de l'économie, le niveau général de l'environnement réglementaire et un indicateur d'intégration d'un organisme de surveillance donné. Il apparaît que, en général, avec les organismes intégrés, le contrôle des banques et du secteur de l'assurance ainsi que la régulation boursière sont de meilleure qualité. Une analyse statistique de la variation des résultats entre les trois secteurs et entre différentes composantes de

la surveillance révèle aussi que, en général, les organismes intégrés exercent une surveillance de qualité relativement constante dans les secteurs qu'ils contrôlent.

Les données disponibles ne permettent pas de déterminer si l'intégration réduit les coûts. Les auteurs n'avaient pas accès aux données sur les coûts de la surveillance pour les institutions contrôlées. Cela dit, en observant le nombre d'agents de contrôle dans les organismes intégrés et les autres, ils ont constaté que ce nombre dépend de la population et du niveau de développement du pays. En revanche, le fait que le pays ait ou non un organisme intégré n'a aucun effet sensible sur les agents de contrôle. ■

Martin Čihák et Richard Podpiera

FMI, Département des marchés monétaires et de capitaux

Le présent article s'inspire du document de travail du FMI n° 06/57, «Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision», de Martin Čihák et Richard Podpiera. Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 308.

Certaines publications du FMI sont disponibles en ligne

Il est désormais possible de commander en ligne certains des titres les plus récents du FMI. À cet effet, le FMI a lancé en octobre une lettre d'information électronique aux abonnés, assortie d'un hyperlien : www.imfbookstore.org/srcpromo.asp?src=NL2006&mlc.

Selon Cathy Willis, du Département des relations extérieures, cette lettre est le premier outil de promotion par

courriel de l'institution. «Le FMI produit constamment de nouveaux ouvrages, mais il incombe aux clients d'y accéder», affirme M^{me} Willis. «Grâce à cette initiative, nous permettons aux clients actuels d'être à la page en ce qui concerne les publications nouvelles et courantes et nous ciblons de nouveaux clients.»

Voici certains des titres présentés dans l'édition courante.



China and India Learning from Each Other: Reforms and Policies for Sustained Growth
35 dollars

Les deux pays émergents qui affichent une croissance record et qui font partie des trois plus grandes économies d'Asie influencent de plus en plus l'économie mondiale. Ce livre rassemble des analyses de décideurs et conseillers de haut niveau des deux pays et offre des suggestions concrètes sur la façon d'assurer un développement durable.



India Goes Global: Its Expanding Role in the World Economy
22 dollars

L'Inde est devenue une puissance économique mondiale, principale destination des externalisations et favorite des investisseurs mondiaux. Ce pays est-il au seuil d'un «âge d'or» ou en période de croissance rapide, mais finalement insoutenable? Ce livre analyse les ressorts du miracle indien et les mesures nécessaires pour consolider les acquis à moyen terme.



Rapport annuel 2006 sur les régimes et les restrictions de change
149 dollars

Le FMI est la seule institution financière internationale officiellement chargée d'évaluer les régimes de change, les restrictions de change et autres entraves au commerce, et les mesures prudentielles indiquées pour chacun de ses 184 membres. Publié depuis 1950 et mis à jour chaque année, ce rapport exploite une base de données du FMI qui suit les mécanismes de change pour ses membres, y compris les données historiques.



Pacific Island Economies
25 dollars

Les îles du Pacifique ont un potentiel de développement considérable : tourisme, pêche, forêts, mines et agriculture. Mais elles sont confrontées à des problèmes tels que la petite taille des pays, l'éloignement des principaux marchés et la vulnérabilité aux catastrophes naturelles. Ce livre examine les problèmes régionaux et les facteurs influant sur chaque pays.



The Caribbean: From Vulnerability to Sustained Growth
28 dollars

Les pays de l'Union monétaire des Caraïbes orientales ont connu une longue période de stabilité des prix et des changes, mais ont subi des chocs négatifs. Pour stimuler leur croissance, ils doivent s'intégrer à l'économie mondiale, développer le tourisme et préserver la stabilité macroéconomique. Cet ouvrage examine les questions connexes.



Central America: Structural Foundations for Regional Financial Integration
28 dollars

L'activité financière a connu un vif essor en Amérique centrale durant la dernière décennie, favorisant le développement économique. Du coup, le regain d'activité des conglomérats régionaux interpelle davantage les autorités chargées d'atténuer les risques de contagion. Ce livre analyse les enjeux de la réforme du secteur financier au niveau des pays.

Pour vous abonner à la lettre d'information électronique ou si vous avez d'autres questions sur les publications du FMI, veuillez envoyer un courriel à l'équipe du Service des publications à publications@imf.org ou appeler le (202) 623-7430.

Le Professeur Catastrophe

Ces derniers mois, Nouriel Roubini, de l'université de New York, s'est allègrement donné le surnom de «Professeur Catastrophe» pour son pessimisme quant aux perspectives économiques américaines et mondiales. Il a énoncé les raisons de son pessimisme, à commencer par l'effondrement prévu du marché immobilier, lors d'un débat au FMI le mois dernier, mais il n'a pas convaincu l'autre participant, Anirvan Banerji, du Economic Cycle Research Institute.

Charles Collyns, Directeur adjoint du Département des études du FMI, qui animait le débat, a déclaré que le site Web et le blog de M. Roubini sont probablement les sites économiques les plus consultés parmi le personnel du FMI. En plaisantant, il a noté aussi que le nombre remarquablement élevé de membres du personnel assistant au séminaire (environ 300) tenait peut-être à un intérêt non seulement professionnel, mais aussi personnel, puisque «nous sommes nombreux à avoir une part substantielle de notre portefeuille personnel exposée au risque sur le marché immobilier de Washington».

Si l'économie américaine éternue...

Selon M. Roubini, un ralentissement du marché immobilier américain serait un facteur déterminant d'une récession aux États-Unis l'an prochain et d'un atterrissage brutal de l'économie mondiale. L'effondrement du marché immobilier américain est le plus important des trois facteurs baissiers, les autres étant les cours élevés du pétrole et la hausse des taux d'intérêt. Ces dernières années, les consommateurs américains ont dépensé à tout-va, profitant du faible niveau des cours du pétrole et des taux d'intérêt, et utilisant la valeur nette de leur logement comme un distributeur de billets. Aujourd'hui, ils sont au bout du rouleau.

M. Roubini a établi un parallèle entre la situation actuelle et le début de 2001, époque à laquelle a commencé la dernière récession américaine. Aujourd'hui, nous avons une surabondance non plus de produits liés aux technologies, mais bien de patrimoine immobilier et aussi de biens de consommation durables. Même si la Réserve fédérale abaisse les taux d'intérêt plus tard dans l'année, elle n'évitera pas une récession, pour la même raison que celle pour laquelle l'assouplissement n'a pas donné de résultat en 2001. S'il y a un excès, estime M. Roubini, il faut l'épuiser et les taux d'intérêt n'ont en fait pas d'importance.



M. Roubini : «Trois facteurs conduisent les États-Unis à la récession.»

D'aucuns maintiennent que, même si l'économie américaine ralentit ou entre en récession, le reste du monde pourrait s'en découpler parce que la demande intérieure est suffisamment vigoureuse en Asie et en Europe. M. Roubini en doute, notant que la dépendance à l'égard des exportations vers les États-Unis reste telle que si ceux-ci éternuent, le reste du monde attrape un rhume. En outre, bien des pays disposent aujourd'hui d'une marge de manœuvre limitée pour relâcher leur politique macroéconomique en cas de ralentissement, du fait de tensions inflationnistes ou de contraintes budgétaires, et certains doivent faire face au ralentissement de leur propre marché immobilier.

Choisir la bonne analogie

M. Banerji a présenté une évaluation plus mesurée des perspectives de l'économie américaine. S'il se réjouit de l'avertissement lancé par M. Roubini, qui met en doute un consensus empreint de suffisance, il critique néanmoins ce qu'il appelle une prévision par analogie. Il note une large variation dans la combinaison de facteurs qui a conduit à chaque récession américaine au cours des dernières décennies.

M. Banerji n'est pas persuadé que la comparaison de M. Roubini de la situation actuelle avec celle du début de 2001 est préférable à celle avec l'atterrissage en douceur du milieu des années 90. Il est tentant de prévoir par analogie, a noté M. Banerji, mais il est difficile de choisir la bonne analogie. ■

Prakash Loungani

FMI, Département des relations extérieures



Laura Wallace
Rédactrice en chef

Sheila Meehan
Rédactrice principale

Jeremy Clift
Directeur de production

Camilla Andersen

James Rowe

Elisa Diehl

Ina Kota
Rédacteurs

Maureen Burke
Lijun Li

Assistants de rédaction

Kelley McCollum
Assistante de production

Julio Prego
Graphiste

Édition française

Division française
Services linguistiques

Marc Servais
Traduction

Anne Rousseau
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est aussi publié en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*).

Aux 22 numéros qui paraissent chaque année s'ajoute un supplément annuel (*L'ABC du FMI*). Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, pas plus que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (6^e édition).

Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room 7-106, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-8585; e-mail : Imfsurvey@imf.org. Abonnement annuel : 120 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Demandes d'abonnement au *Bulletin du FMI* ou aux autres publications du FMI : Publication Services, Box X2006, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430; fax : (202) 623-7201; e-mail : publications@imf.org. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique, et par avion pour les autres pays.