

# IMF Publication

## DANS CE NUMÉRO

- 258** Calendrier
- 258** Données financières du FMI
- 259** Actualité  
*Assemblée annuelle*  
*Interview : David Burton*
- 263** Panorama  
*Bolivie, Indonésie*
- 264** Surveillance mondiale  
*Perspectives de l'économie mondiale*  
*Rapport sur la stabilité financière dans le monde*
- 264** Régions  
*Zone euro*
- 270** Études  
*Primes de risque aux États-Unis*
- 272** Forum  
*Assemblée annuelle à Singapour : faits et chiffres*

## Assemblée annuelle : cap sur la réforme du FMI

page 259

L'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, qui aura lieu à Singapour les 19 et 20 septembre, examinera l'évolution de l'économie mondiale et la mise en œuvre de la nouvelle stratégie à moyen terme du FMI. Figurent également à l'ordre du jour : la gouvernance du FMI, y compris la représentation et la voix des pays membres; l'adaptation de la surveillance; la création d'un nouvel instrument financier accessible aux pays émergents en cas de perturbation brusque des marchés financiers.



Singapore Tourism Board

## L'Asie et le FMI : des stratégies pour l'avenir

page 261

Le dynamisme de l'Asie retiendra l'attention des participants à l'Assemblée annuelle. Le choix de Singapour est fort pertinent, l'Asie jouant un rôle accru dans l'économie mondiale et le FMI étant déterminé à répondre aux besoins de ses membres. David Burton, Directeur du Département Asie et Pacifique et chef d'un comité interne qui a élaboré un projet d'amendement de la représentation des pays membres, souligne l'importance du dynamisme de l'Asie et du renforcement du FMI.



Steve Allen/Picture Arts

## Perspectives : essor de l'Asie et flambée des métaux

page 264

Que doit faire l'Asie émergente pour atteindre les niveaux de revenus des économies avancées? Les ressorts de la récente flambée des prix des matières premières non énergétiques — et surtout des métaux — sont-ils viables? Deux chapitres de la dernière livraison des *Perspectives de l'économie mondiale* analysent ces questions, soulignant que l'amélioration de la productivité est essentielle à la croissance future de l'Asie, et estimant que cet essor spectaculaire, dont la pérennité est incertaine, tient à la vigueur de la demande.



HALEY/SIPA

## Des marchés solides, mais gare aux risques

page 266

Les marchés de capitaux se sont vite remis des soubresauts de mai et juin. Selon le nouveau Rapport sur la stabilité financière dans le monde, la croissance se poursuit et l'inflation est maîtrisée. Mais ce tableau risque d'être perturbé, notamment par des fluctuations des prix du pétrole. Les décideurs doivent renforcer l'infrastructure du marché financier, et les pays émergents doivent étoffer leurs structures de gestion des risques pour faire face à l'essor rapide du crédit aux ménages.



Christien Charisus/Reuters

## SEPTEMBRE

- 12** Conférence de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole, Vienne, Autriche
- 12** Publication du Rapport sur la stabilité financière dans le monde de septembre 2006
- 14** Publication de l'édition de septembre 2006 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (chapitres 1 et 2)
- 14-15** Dialogue de haut niveau sur les migrations internationales et le développement, Assemblée générale des Nations Unies, New York
- 14-15** Forum Raffles sur la bonne gouvernance et la richesse des nations, Singapour
- 18** Forum 2006 des petits États, Singapour

- 19-20** Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, Singapour
- 19-20** Réunion de haut niveau sur l'examen du Programme d'action de Bruxelles en faveur des pays les moins avancés, Assemblée générale des Nations Unies, New York
- 21** Sortie du Rapport de la Banque mondiale sur le développement dans le monde 2007 : *Développement et générations futures*, Manille, Philippines
- 21** Sortie du *Report on Economic Development in Africa*, CNUCED, Genève
- 25-26** Forum public de l'Organisation mondiale du commerce, «Quelle OMC au XXI<sup>e</sup> siècle»? Genève

## OCTOBRE

- 11-12** Huitième table ronde au Japon, «Capital Market Reform in Asia», OCDE/Banque asiatique de développement, Tokyo, Japon
- 23-27** Séminaire de haut niveau du FMI sur les questions d'actualité en droit monétaire et financier, Washington

- 18-19** 14<sup>e</sup> réunion des responsables économiques de l'APEC, Hanôï, Vietnam

- 23-24** Forum économique mondial en Turquie, «Connecting Regions—Creating New Opportunities», Istanbul, Turquie
- 26-28** Forum économique mondial, «India: Meeting New Expectations», New Delhi

## NOVEMBRE

- 6-7** Symposium du FMI sur le contrôle de l'intégrité des entreprises du secteur financier, Washington
- 9-10** Septième Conférence annuelle de recherche Jacques Polak, FMI, Washington
- 17-18** Rio 6 : Événement mondial sur le climat et l'énergie, Rio de Janeiro, Brésil

## JANVIER 2007

- 24-28** Réunion annuelle du Forum économique mondial, Davos, Suisse

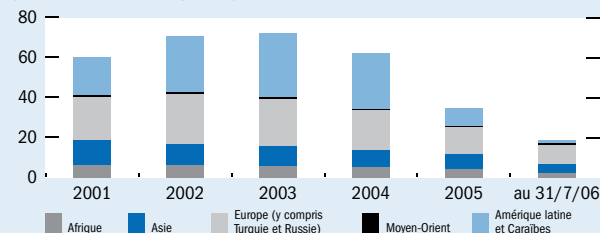
### Conseil d'administration

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](http://www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp).

# Données financières du FMI

## Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(milliards de DTS; fin de période)



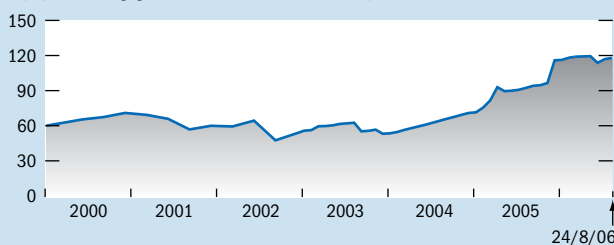
## Encours des crédits les plus élevés

(milliards de DTS au 31/7/06)

Non concessionnels		Concessionnels	
Turquie	7,59	Pakistan	0,96
Indonésie	2,43	Congo, Rép. dém. du	0,55
Uruguay	1,35	Bangladesh	0,28
Ukraine	0,68	Yémen, Rép. du	0,16
Serbie, République de	0,49	Géorgie	0,16

## Ressources disponibles du FMI

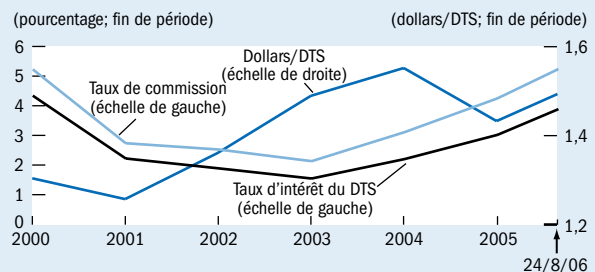
(capacité d'engagement à un an; milliards de DTS)



Note : Le droit de tirage spécial (DTS) est un avoir de réserve international 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

## 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.

## Assemblée annuelle FMI-Banque mondiale Réforme du FMI et mondialisation en vedette à Singapour

**R**esponsables économiques et financiers, banquiers et autres leaders d'opinion et des affaires du monde entier convergeront sur Singapour du 14 au 20 septembre pour des réunions formelles et informelles au titre de l'Assemblée annuelle des Conseils des gouverneurs du FMI et de la Banque mondiale. Ministres, gouverneurs de banques centrales et autorités des 184 pays membres examineront l'évolution de l'économie mondiale et la mise en œuvre de la nouvelle stratégie à moyen terme du FMI, approuvée en avril. Ils sont censés valider les propositions de réforme graduelle des structures de gestion de l'institution mondiale.

Pour la première fois depuis la crise asiatique de 1997-98, l'Assemblée se tient en Asie. Quelque 16.000 délégués et observateurs y sont attendus pour les réunions qui auront lieu au Suntec International Convention and Exhibition Center de Singapour. Depuis la crise, la région la plus peuplée du monde a connu un rebond spectaculaire. Elle devrait afficher une croissance de 7¼ % en 2006 et 7 % en 2007. Au niveau mondial, la croissance est aussi forte malgré le renchérissement du pétrole et l'encours des crédits envers le FMI est au plus bas depuis 25 ans — grâce en partie à l'environnement assez favorable.

Plaque tournante du commerce et des affaires dans la région, l'île-État de 4,5 millions d'habitants sera quadrillée par un imposant dispositif de sécurité. Les réunions commenceront le 12 septembre avec la publication du *Rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde*, évaluation semestrielle des marchés financiers et du financement des marchés émergents dans un contexte global, suivie le 14 septembre par la publication des *Perspectives de l'économie mondiale*, qui analyse les tendances de la croissance aux niveaux national et international.

Une série de rencontres et de séminaires sera couronnée par la session plénière de deux jours des Conseils des gouverneurs du FMI et de la Banque mondiale, qui sera ouverte le 19 septembre par M. Lee Hsien Loong, Premier Ministre de Singapour, précédée le 17 septembre par les réunions du Comité monétaire et financier international (CMFI), principal organe consultatif du FMI, et le 18 septembre par celles du Comité du développement, instance conjointe du FMI et de la Banque mondiale. Les Ministres et Gouverneurs de banques centrales du Groupe des Sept pays industrialisés se réuniront également à Singapour.

### Mise en œuvre de la stratégie

L'Assemblée de Singapour examinera les points saillants de la stratégie à moyen terme du FMI, proposée par le Directeur général, Rodrigo de Rato. Cette stratégie vise à réorienter l'activité du FMI pour en accroître l'efficacité. Il s'agit pour l'essentiel de réformer la gestion du FMI, et surtout la voix et la présentation des pays membres au sein de l'institution;



Merlion Park met en vedette une sculpture représentant une tête de lion sur un corps de poisson : l'emblème national de Singapour.

d'adapter la surveillance pour mieux parer aux risques qui menacent la stabilité financière et la croissance économique, en recentrant l'attention sur le secteur financier, les taux de change et les répercussions internationales; de créer un nouvel instrument financier auquel les pays émergents peuvent recourir si la situation du marché des capitaux se dégrade brusquement. S'agissant des pays à faible revenu, après la mise en œuvre, en janvier 2006, de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale pour 19 pays des plus pauvres, il faudra les aider à tirer le meilleur parti du surcroît d'aide.

### Réforme de la gouvernance

Le Conseil a recommandé aux gouverneurs d'approuver une série de réformes des quotes-parts et des voix attribuées pour mieux aligner la représentation des États membres sur leur poids relatif dans l'économie mondiale et pour mieux refléter les réalités économiques. La réforme vise par ailleurs à renforcer la participation et la représentation des pays à faible revenu. Les gouverneurs sont appelés à voter sur la réforme avant le 18 septembre, à l'occasion de l'Assemblée annuelle.

À cet égard, M. de Rato a déclaré : «la décision du Conseil d'administration représente l'approbation d'une réforme fondamentale qui permettra au FMI d'évoluer pour relever les défis d'une économie mondiale en mutation. Par conséquent, nous devons nous assurer que les pays membres soient bien représentés et que la structure de gouvernance soit aussi transparente que possible».

La réforme des quotes-parts et de la gouvernance est conçue comme un programme intégré de deux ans qui devrait être achevé à l'Assemblée annuelle de 2008. Elle prévoit les éléments suivants : une hausse ponctuelle initiale des quotes-parts d'un petit groupe de pays les plus sous-représentés : Chine, Corée, Mexique et Turquie; un programme de travail post-Singapour prévoyant un accord sur une nouvelle for-

mule qui permet de déterminer si les quotes-parts des pays membres sont adéquates; une deuxième série d'augmentations ponctuelles des quotes-parts selon la nouvelle formule; et une hausse du nombre de voix de base dont dispose chaque pays membre, afin d'assurer une représentation adéquate des pays à faible revenu au FMI.

La quote-part d'un pays membre détermine ses obligations financières envers le FMI, contribue largement à établir son pouvoir de vote et conditionne son accès au financement du FMI (voir encadré).

### Renforcement de la surveillance

Malgré le dynamisme de l'économie mondiale, le FMI a pris des mesures pour mieux suivre l'évolution économique et financière à l'échelle mondiale, régionale et nationale. Il renforce ses outils d'analyse et prévoit un nouveau mécanisme de consultation multilatérale pour résoudre les problèmes d'importance systémique ou régionale. M. de Rato devrait présenter aux gouverneurs l'état d'avancement des premières consultations, qui concernent la manière de résorber les déséquilibres des transactions courantes tout en préservant la vigueur de la croissance. Selon toute vraisemblance, ces déséquilibres se dénoueront en douceur sous l'impulsion du marché, mais ils présentent des risques pour l'économie mondiale.

Dans le cadre de ces consultations multilatérales, le FMI a d'abord eu des entretiens séparés avec la Chine, la zone euro, le Japon, l'Arabie Saoudite et les États-Unis sur la façon de résorber les déséquilibres sans entraver la croissance. Au cours des prochains mois, il organisera des consultations conjointes avec les cinq pays. M. de Rato a néanmoins prévenu que les déséquilibres mondiaux ne peuvent être résolus en un tournemain. «C'est un problème complexe qui

s'est noué sur plusieurs années; il serait irréaliste d'y chercher une solution miracle.»

L'Assemblée annuelle planchera en outre sur le financement conditionnel. Le FMI cherche le moyen d'adapter ses instruments financiers à l'évolution des besoins des pays émergents. Naguère gros débiteurs de l'institution, bon nombre de ces derniers ont cessé récemment d'emprunter ses ressources. Dans un discours prononcé à la Brookings Institution le 5 septembre, M. de Rato a souligné l'importance pour les pays émergents de solliciter le FMI si la situation du marché financier se détériore. «Pour cette raison, j'ai proposé la mise en place d'un nouveau mécanisme permettant de fournir des liquidités aux pays émergents ayant des fondamentaux solides, mais encore vulnérables à des chocs.»

### Relancer Doha?

En ce qui concerne la suspension du cycle de négociations commerciales de Doha — un autre thème qui retiendra sans doute l'attention des participants à l'Assemblée annuelle à Singapour —, M. de Rato a déclaré dans un discours prononcé à Calgary (Canada) : «Il est désormais nécessaire de veiller à ce que l'impasse actuelle constitue une petite pause et non un échec des négociations». Il a donc invité les partisans du commerce international à se faire entendre haut et fort. «Il est par exemple inacceptable que, dans les pays riches, les intérêts agricoles qui représentent moins de 4 % de l'emploi réussissent à bloquer un accord visant à libéraliser les marchés de services et de produits manufacturés qui regroupent plus de 90 % de la main-d'œuvre», a-t-il ajouté. ■

Jeremy Clift

FMI, Département des relations extérieures

### Importance de la quote-part d'un pays membre du FMI

La quote-part d'un pays membre du FMI détermine le montant qu'il doit déposer au FMI à titre de souscription au capital, et le montant qu'il peut emprunter dans le cadre des divers mécanismes de financement lorsqu'il est confronté à un besoin de balance des paiements. Elle permet aussi de fixer son pouvoir de vote dans la prise de décision.

- *Souscription.* Un pays doit payer entièrement sa souscription lors de son adhésion : jusqu'à 25 % de la quote-part en droits de tirage spéciaux (DTS), unité de compte du FMI, ou en monnaies largement acceptables (dollar des États-Unis, euro, yen ou livre sterling), et le reste dans sa propre monnaie.

- *Voix attribuées.* Chaque pays membre du FMI a 250 voix de base majorées d'une voix supplémentaire pour chaque 100.000 DTS de quote-part. Ainsi, les États-Unis ont 371.743 voix (17,1 % du total), et les Palaos en ont 281 (0,013 % du total).

- *Emprunt.* Le montant du financement qu'un pays membre peut obtenir du FMI (sa limite d'accès) dépend de sa quote-part. Pour un prêt non concessionnel, un pays peut emprunter jusqu'à 100 % de sa quote-part chaque année et 300 % cumulativement. Mais l'accès peut être supérieur dans des cas exceptionnels.

Les voix de base permettent de s'assurer que tous les pays membres, aussi petits soient-ils, ont un certain poids dans la définition des politiques et des opérations du FMI. Toutefois, les voix de base n'ayant pas changé depuis la création de l'institution et les voix fondées sur les quotes-parts ayant augmenté après plusieurs révisions générales des quotes-parts, la proportion des voix de base par rapport aux voix totales n'a cessé de diminuer. Les voix de base représentent désormais 2,1 % des voix totales, contre 11,3 % en 1945 et un record de 15,6 % en 1958.

La 13<sup>e</sup> révision générale des quotes-parts devrait se terminer en janvier 2008.

Entretien avec David Burton

## L'Asie et le monde ont beaucoup à gagner d'un FMI robuste

La prochaine Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale à Singapour se tiendra dans un contexte mondial où l'Asie joue un rôle plus dynamique et où le FMI réforme sa gestion, ses conseils et ses opérations pour faire face à la mondialisation et aux besoins changeants de ses membres. Dans un entretien avec le *Bulletin du FMI*, David Burton, Directeur du Département Asie et Pacifique et Président du groupe de travail interne qui a proposé des modifications aux quotes-parts des pays membres, souligne l'importance des progrès en matière de voix et de quotes-parts et évoque les possibilités et les défis que l'avenir réserve à la région Asie.

**BULLETIN DU FMI :** Quel sera l'impact d'un ajustement des quotes-parts et des voix des pays membres pour la Chine et la Corée, et finalement pour la région Asie? Que répondez-vous à ceux qui estiment que cela ne changera pas le statu quo au FMI?

**M. BURTON :** Le 31 août, le Conseil d'administration a approuvé une grande réforme des quotes-parts et des voix attribuées, qui a été soumise au Conseil des gouverneurs pour approbation (le vote aura lieu le 18 septembre). L'objectif est double : ajuster les quotes-parts des pays selon leur poids dans l'économie mondiale — mesure bénéfique à certains pays émergents, dont certains en Asie — et garantir une voix et une participation adéquates aux petites économies, y compris de nombreux pays à faible revenu.

Nous avons progressé sur ce plan parce que les pays considèrent ces réformes comme étant cruciales pour l'efficacité et la crédibilité futures du FMI. Les pays reconnaissent aussi que ce n'est pas un jeu à somme nulle. Les réformes renforceront le FMI, et tous les pays y gagneront, y compris ceux d'Asie. La Chine, la Corée, le Mexique et la Turquie obtiendront la première hausse ponctuelle des quotes-parts. Mais d'autres pays émergents dynamiques devraient tirer parti des autres réformes envisagées.

Aux critiques, je réponds que les réformes proposées susciteront des progrès sensibles dans l'ajustement des quotes-parts sur les deux prochaines années; elles seront sources de flexibilité à l'avenir. Elles consistent à accroître les voix de base pour la première fois depuis la création du FMI et à établir un mécanisme préservant la proportion de voix de base dans le total des voix attribuées. La structure des voix

attribuées ne changera pas du jour au lendemain : le FMI étant un organisme de coopération, le changement doit être mesuré et respectueux des intérêts de tous les pays.

**BULLETIN DU FMI :** Quel est le rôle stratégique du FMI en Asie?

**M. BURTON :** Le FMI salue le vif redressement de l'Asie après la crise de 1997–98 et sa croissance spectaculaire, un record parmi les marchés émergents ces dernières années. Le rôle du FMI redevient plus normal et plus enviable, car il se consacre désormais à sa mission classique : la surveillance.

Comme les autres régions, l'Asie jouit d'une surveillance effective du FMI, notamment à travers le nouvel instrument de consultation multilatérale. La région est très ouverte aux capitaux et aux échanges, et elle a beaucoup à gagner de la stabilité financière et de la croissance économique mondiale — deux objectifs que peut promouvoir un FMI solide.

Dans le cadre de sa stratégie à moyen terme, et à la demande des pays d'Asie, le FMI axe ses conseils sur la prévention des crises, le contrôle des systèmes financiers et le renforcement de la surveillance régionale et mondiale. De plus, bien des pays de la région peinent encore à maîtriser leurs déficits budgétaires et leur dette publiques; dans certains cas, d'autres progrès sont nécessaires dans les réformes structurelles, le renforcement des systèmes financiers et l'amélioration du climat d'investissement. Autant de domaines où les connaissances et l'expérience internationale du FMI peuvent être utiles.

Les économies émergentes d'Asie bénéficieraient aussi des ressources du FMI en cas de besoin. Certains pays ont amassé d'importantes réserves et renforcé leurs liens économiques régionaux, mais la détention de ces réserves coûte cher et les financements régionaux, qui complètent l'aide du FMI, ont des limites. Le FMI envisage un nouvel instrument de liquidité qui permettrait aux pays émergents ayant de bonnes politiques d'obtenir un surcroît de protection sans qu'il soit nécessaire de détenir de vastes réserves de précaution. À notre avis, un tel instrument conviendrait à l'Asie.

**BULLETIN DU FMI :** Quelles sont les perspectives d'une intégration financière accrue dans la région?

**M. BURTON :** Les économies asiatiques sont bien intégrées aux marchés financiers mondiaux. Mais l'intégration financière



M. Burton : «La consolidation des liens financiers intrarégionaux est vitale pour des autorités soucieuses de mieux utiliser l'épargne record de la région.»

régionale — mesurée notamment par les flux bancaires ou de portefeuille entre pays — est beaucoup moins avancée. La consolidation des liens financiers intrarégionaux est vitale pour des autorités soucieuses de mieux utiliser l'épargne record de la région, et peut contribuer à doper les échanges.

Le FMI appuie fermement les efforts visant à approfondir les marchés obligataires locaux, à développer les infrastructures du marché, à aligner la réglementation financière sur les meilleures pratiques internationales et à garantir le financement par l'Initiative de Chiang Mai. Les relations financières internationales s'inscrivent dans un processus ascendant tiré par le marché : les banques, les entreprises et les investisseurs d'Asie privilégient de plus en plus une approche continentale dans leurs décisions d'expansion, de financement et de portefeuille.

Il semble bien qu'une intégration tirée par le marché et appuyée par de bonnes institutions prendra de l'ampleur dans un avenir prévisible. L'enracinement des marchés nationaux et régionaux stimulera les flux financiers intrarégionaux et rehaussera la profondeur et l'ampleur des marchés. La solidification des liens financiers pourrait favoriser la coopération monétaire, mais l'avènement d'une monnaie unique est au mieux un objectif lointain. La convergence des structures économiques, juridiques et sociales de la région est loin d'être achevée, et il faudra attendre très longtemps pour réunir les conditions d'une union monétaire.

Pour l'heure, les pays asiatiques doivent adopter un cadre économique conciliant la stabilisation des taux de change — pour promouvoir le commerce intrarégional de biens et de capitaux — et la gestion des flux de capitaux résultant de l'intégration financière, y compris le risque d'un brusque revirement des investisseurs. À mon avis, la meilleure façon de réaliser cet équilibre est d'assouplir la gestion des systèmes de change.

**BULLETIN DU FMI : La suspension du cycle de Doha risque-t-elle d'intensifier la ruée vers les accords régionaux?**

**M. BURTON :** Cette suspension est déplorable : le monde rate ainsi une grande occasion de stimuler l'économie mondiale et d'améliorer les perspectives de croissance des pays pauvres. Il se peut en effet qu'elle incite à conclure et approfondir des accords régionaux ou bilatéraux.

Ces accords commerciaux ont certes des atouts — ils favorisent la coopération douanière, l'harmonisation des normes et l'intégration économique. Mais ils peuvent aussi fausser les échanges. Pour atténuer ces risques, les accords doivent viser plusieurs produits, mettre l'accent sur une libéralisation basée sur le statut de la nation la plus favorisée, et appliquer des règles d'origine transparentes, cohérentes et libérales. Toutefois, les accords régionaux ne sauraient se

substituer à une bonne réforme multilatérale. La relance du cycle de Doha revêt donc une importance capitale.

**BULLETIN DU FMI : Malgré sa croissance rapide, l'Asie compte une forte proportion de pauvres. Comment le FMI peut-il l'aider à réduire la pauvreté?**

**M. BURTON :** Le FMI entend poursuivre sa collaboration étroite avec les 17 pays à faible revenu d'Asie — un groupe divers avec des problèmes divers. Effectivement, la Chine et l'Inde ont encore des millions de pauvres en dépit de progrès notables dans la lutte anti-pauvreté. Le FMI aide de plusieurs façons. Dans certains pays, il finance les programmes d'ajustement et de réforme. Dans d'autres, il collabore avec les donateurs et d'autres organismes en matière de surveillance et d'assistance technique. Il a récemment allégé la dette du Cambodge.

Un aspect majeur de la stratégie à moyen terme du FMI est de rationaliser son assistance aux pays à faible revenu. Nous devons soutenir des mesures axées sur le marché et des institutions propices à une croissance soutenue, au commerce et à la réduction de la pauvreté. Avec les pays, nous tâchons d'orienter la politique macroéconomique sur la viabilité de la dette et la pérennité de la croissance et de maximiser la capacité de ces pays à absorber l'aide et réaliser les objectifs du Millénaire pour le développement. Tous les pays à faible revenu d'Asie ont progressé dans la lutte contre la pauvreté, mais beaucoup reste à faire.

**BULLETIN DU FMI : Y a-t-il des leçons que les pays en développement d'Asie et d'ailleurs peuvent tirer du succès économique de la Chine et de l'Inde?**

**M. BURTON :** Absolument. À l'évidence, les réformes soutenues et l'ouverture au commerce valent la peine, ainsi que la réforme réglementaire et la réduction des formalités administratives. Par exemple, le secteur manufacturier indien a souffert du poids de la réglementation et des formalités d'agrément, tandis que son secteur des services a prospéré dans un régime réglementaire beaucoup plus libéral.

Par ailleurs, les infrastructures sont essentielles, et les autorités ont besoin d'espace budgétaire pour bien les développer. Cela est particulièrement vrai en Inde. De plus, vous savez à quel point le capital humain est crucial : l'investissement dans l'enseignement supérieur a contribué au succès du pays en technologies de l'information et de pointe.

Enfin, pour survivre dans un village planétaire où la production et la technologie ne cessent d'évoluer, les économies doivent gagner en souplesse. Les entreprises doivent s'adapter rapidement, d'où l'impératif de minimiser les contraintes réglementaires et administratives. ■

## Bolivie : consolider les acquis macroéconomiques et stimuler la croissance

Depuis un an, la Bolivie connaît des mutations politiques profondes qui ont été couronnées par l'élection, en décembre 2005, de son premier chef d'État indigène. L'administration Evo Morales a hérité d'une situation macroéconomique favorable : en 2005, la croissance du PIB a dépassé 4 %, le déficit budgétaire s'est établi à 2,3 % du PIB et l'inflation a été inférieure à 5 %. La stabilité du secteur financier s'est améliorée, la balance des paiements a été solide et les réserves officielles en devises ont grimpé. La Bolivie a bénéficié de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM). Mais les principaux indicateurs sociaux restent insuffisants.

Les administrateurs reconnaissent que les perspectives à court terme de la Bolivie sont favorables, grâce en partie à la bonne

Bolivie	2003	2004	Prél. 2005	Proj. 2006 <sup>1</sup>
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	2,9	3,9	4,1	4,1
Prix à la consommation (fin de période)	3,9	4,6	4,9	4,0
	(en pourcentage du PIB)			
Dette publique totale	74,0	77,2	70,1	50,8
Solde global	-7,9	-5,6	-2,3	-0,1
Réserves internationales brutes <sup>1</sup>	1.266	1.474	2.019	2.564

<sup>1</sup>En dollars. Hormis les réserves provenant du fonds de réserve pour l'Amérique latine; y compris les besoins de liquidités extérieures.  
Sources : autorités boliviennes; estimations et projections des services du FMI.

tenue des exportations d'hydrocarbures, mais les défis à moyen terme demeurent. Ils encouragent donc les autorités à consolider les récents acquis macroéconomiques, à améliorer le climat des affaires et à promouvoir la croissance. Les administrateurs soulignent l'importance de la prudence budgétaire et de l'amélioration de la gestion des dépenses publiques et prônent le renforcement de la fiscalité intérieure.

Préoccupés par l'ampleur des subventions explicites et implicites, les administrateurs recommandent vivement d'aligner graduellement les prix intérieurs des produits pétroliers sur les cours internationaux et de consacrer une partie de l'épargne budgétaire subséquente à la protection des groupes vulnérables.

Les administrateurs observent que, dans le secteur des hydrocarbures, une grande incertitude entoure les modalités d'application du récent décret de nationalisation. Ils exhortent donc les autorités à œuvrer pour la conclusion d'ententes mutuellement acceptables avec les compagnies pétrolières concernées.

Les administrateurs se félicitent de l'importance que le gouvernement attache à l'équité, la transparence et la responsabilité. Toutefois, ils estiment que le renforcement concomitant du rôle de l'État n'est pas de nature à favoriser l'investissement privé. Ils recommandent donc aux autorités de maintenir le juste équilibre entre l'intervention de l'État dans l'économie et la préservation d'un climat propice à l'investissement privé pour stimuler la croissance et l'emploi et relever le niveau de vie. ■

## Indonésie : accélérer les réformes pour réduire la pauvreté et le chômage

Malgré les dégâts causés par le tremblement de terre et les tsunamis, déclare le FMI dans son récent bilan économique, l'Indonésie a progressé allègrement ces dernières années, affichant en 2005 une croissance record en neuf ans. Les carences macroéconomiques ont aussi diminué : la dette publique est en baisse, le secteur bancaire obtient de meilleurs résultats et les vulnérabilités s'ameublissent. La bonne gestion macroéconomique a rétabli la crédibilité des politiques, suscitant l'afflux des capitaux. En conséquence, les réserves ont atteint des sommets et permis le paiement partiel anticipé des créances du FMI en juin 2006.

La croissance a ralenti début 2006 en raison de la hausse du prix du carburant et des taux d'intérêt survenue l'automne dernier pour rétablir la confiance des marchés financiers. Toutefois, l'inflation étant orientée à la baisse, les taux d'intérêt devraient baisser et, grâce en partie à l'accélération prévue des dépenses publiques, la croissance du PIB réel devrait atteindre 5,2 % en 2006.

Indonésie	2003	2004	2005	Proj. 2006
PIB réel (variation en pourcentage)	4,8	5,1	5,6	5,2
Prix à la consommation (variation en %; fin de période)	5,2	6,4	17,1	7,0
Réserves brutes (milliards de dollars; fin de période)	36,3	36,3	34,7	40,8
Dette extérieure totale (en % du PIB; fin de période)	57,7	54,0	47,6	39,0

Sources : autorités indonésiennes et estimations des services du FMI.

Mais la situation pourrait encore se dégrader. La contraction des marchés financiers mondiaux pourrait empêcher la détente escomptée des taux d'intérêt intérieurs et le renchérissement du pétrole risque d'avoir un impact négatif sur le budget, la croissance et l'inflation.

Les administrateurs du FMI félicitent la Banque d'Indonésie pour sa prudence dans la baisse des taux d'intérêt et reconnaissent la nécessité de choisir le moment des réductions ultérieures en tenant compte de l'évolution des marchés financiers mondiaux. Ils saluent aussi l'intention des autorités de remédier aux lacunes du secteur bancaire et de renforcer l'intermédiation financière au titre des réformes annoncées dans le secteur financier. En particulier, ils soulignent l'importance de régler les problèmes des deux grandes banques d'État dont les prêts improductifs ont sensiblement augmenté depuis un an et dont la gouvernance reste déficiente.

Selon les administrateurs, le principal défi consiste à stimuler la croissance pour réduire la pauvreté et le chômage. Tout en félicitant les autorités d'avoir adopté un vaste programme de réformes structurelles, ils tiennent à préciser que celles-ci doivent être appliquées résolument en vue d'accroître la confiance des investisseurs et de promouvoir une croissance tirée par le secteur privé. ■

Pour plus de renseignements, voir les notes d'information au public n° 06/77 (Bolivie) et n° 06/91 (Indonésie) sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).



## L'Asie poursuit sa croissance, mais le plus dur reste à faire

**A**u cours des trente-cinq dernières années, l'Asie a connu une croissance éblouissante. La plupart des économies de la région s'acheminent progressivement vers des niveaux élevés de revenu par habitant. Pour parvenir à une convergence parfaite, toutefois, il leur faudra accroître leur productivité et abaisser les taux de pauvreté, tant que ceux-ci restent élevés dans certains pays. Les progrès accomplis à ce jour et les prochaines grandes étapes à franchir sont examinés au chapitre III de l'édition de septembre 2006 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Depuis 1970, la production par habitant a augmenté en moyenne de 4 % par an dans les 18 pays analysés dans les *Perspectives* (voir encadré). Dans la plupart de ces pays, la croissance résulte de l'accumulation rapide de capital physique et humain (voir graphique ci-dessous) et de la forte hausse de la productivité totale des facteurs. Cela témoigne de la qualité des politiques économiques mises en œuvre dans la région.

### Il reste beaucoup à faire

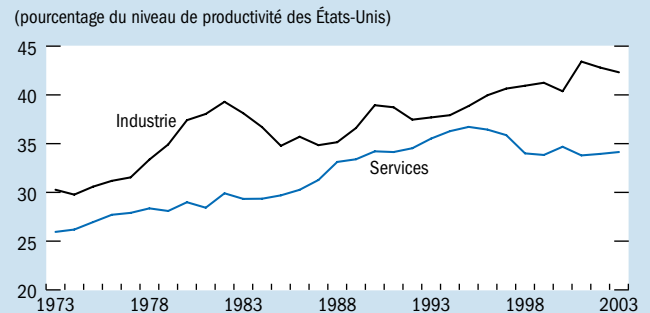
Les pays asiatiques devront progresser sur plusieurs fronts pour atteindre les niveaux de revenu par habitant des économies avancées. Selon les *Perspectives*, les mesures suivantes s'imposent à cet égard :

**Accroître la productivité.** S'il est vrai que les pays asiatiques continuent de se rapprocher des niveaux de productivité des économies avancées dans le secteur manufacturier, ce n'est plus le cas dans les services (graphique de droite). Pour stimuler la concurrence et la croissance de la productivité dans les services — dont l'importance ne cesse de croître —, ces pays doivent éliminer leurs barrières commerciales (intérieures et extérieures), simplifier leur réglementation et améliorer leur capital humain.

**Réduire l'excédent de main-d'œuvre rurale.** Dans nombre de pays asiatiques, une partie importante de l'excédent de main-d'œuvre agricole peut être transférée vers l'industrie et les

### Une marge de progrès

Les niveaux de productivité de l'Asie n'atteignent pas encore ceux des États-Unis.



Note : Les données sont exprimées en termes de parité de pouvoir d'achat.  
Source : estimations des services du FMI.

services. Depuis 1970, ce type de transfert représente environ le quart de la progression de l'Asie vers les niveaux de productivité des États-Unis. Pour autant, la part de l'agriculture dans l'emploi reste importante dans la plupart des pays en développement de la région. Heureusement, les mesures aptes à accroître la productivité dans l'industrie et les services aideront aussi les pays concernés à restructurer leur économie et à réduire la pauvreté rurale. Pour les mener à bien, il faudra poursuivre la libéralisation des échanges commerciaux, élargir et approfondir les systèmes financiers, renforcer le capital humain et consolider les infrastructures. L'assouplissement du marché du travail, assorti de la mise en place de dispositifs de protection sociale, sera aussi un élément essentiel de la réforme.

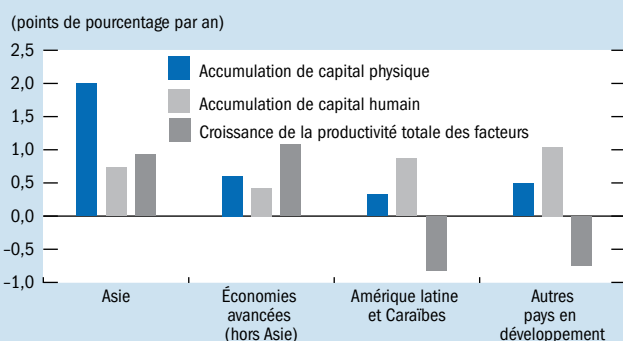
### Les ingrédients de la croissance

Par opposition à l'Asie, les autres pays en développement ont enregistré une croissance du PIB par habitant de 1 % par an seulement depuis 1970. Les pays qui ont pris du retard dans leur développement peuvent s'inspirer de l'expérience de l'Asie et d'autres régions. Selon l'étude des *Perspectives*, l'expérience asiatique montre combien la stabilité du cadre macroéconomique, l'ouverture du commerce, la solidité des institutions et le degré de sophistication des systèmes financiers sont des ingrédients essentiels d'une croissance forte et soutenue. ■

Florence Jaumotte et Nikola Spatafora  
FMI, Département des études

### Regain de productivité

L'expansion rapide de l'Asie a été stimulée par l'essor remarquable de la productivité du travail.



Source : calculs des services du FMI.

L'étude porte sur 18 pays d'Asie : Bangladesh, Cambodge, Chine, Corée, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Myanmar, Pakistan, Philippines, RDP lao, Singapour, Sri Lanka, Taiwan, Thaïlande et Vietnam. Le texte intégral de l'édition de septembre 2006 des chapitres analytiques des *Perspectives de l'économie mondiale* est disponible sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Le boom des produits primaires sera-t-il durable?

Les causes et la durabilité de la récente envolée des cours de nombreux produits primaires ont suscité des interrogations auxquelles le chapitre V de la dernière édition des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI répond que, en moyenne, les cours vont retomber.

Parmi les produits primaires non combustibles, la progression des cours des métaux a été particulièrement marquée. En juillet 2006, ils se situaient, en valeur réelle, à 180 % au-dessus de leurs niveaux moyens de 2002, éclipsant même les cours pétroliers, dont la hausse en valeur réelle a été de 157 % (graphique). Le boom ne fait aucun doute. Les avis sont, par contre, très partagés sur ses causes.

### La rançon de la hausse de la demande

D'après les *Perspectives de l'économie mondiale*, c'est la croissance rapide de la demande, émanant de la Chine surtout, qui pousse les cours des métaux à la hausse. La demande progresse beaucoup plus vite que la capacité d'expansion de l'offre. La consommation d'aluminium a par exemple augmenté de 7,6 % par an entre 2002 et 2005, contre 3,8 % au cours de la précédente décennie. Étant donné les longs délais de gestation des investissements, les cours de métaux peuvent monter rapidement en réponse à des hausses imprévues de la demande.

Dans quelle mesure la Chine est-elle la force motrice? D'après les *Perspectives de l'économie mondiale*, elle a contribué pour environ 50 % à l'augmentation de la consommation mondiale nette des principaux métaux (aluminium, cuivre et acier) au cours des quatre dernières années. Cependant, la demande chinoise n'est pas décalée par rapport aux fondamentaux : sa consommation de métaux par habitant est aujourd'hui similaire à celle du Japon et de la Corée durant leur phase initiale de développement. Étant donné son expansion rapide et la place croissante qu'elle occupe dans l'économie mondiale, il faut s'attendre à ce que la Chine demeure une des principales forces motrices sur les marchés des produits primaires.

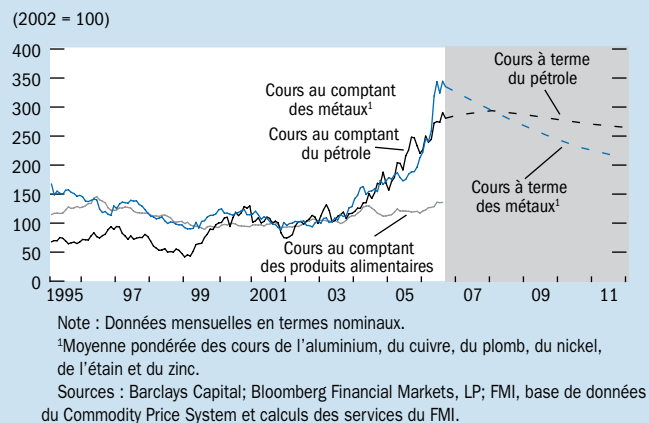
Les cours des produits alimentaires et des autres produits primaires non combustibles ont réagi de façon beaucoup moins marquée à la vive croissance mondiale. La consommation de produits agricoles a augmenté moins vite que l'utilisation de métaux et le secteur agricole réagit beaucoup plus vite aux mouvements des cours que l'industrie métallurgique.

Il ne semble pas que les investisseurs financiers aient eu une influence majeure sur les mouvements des cours des produits primaires non combustibles. Les investissements spéculatifs sur les marchés à terme ont beaucoup augmenté ces dernières années, mais les investisseurs ont établi à la fois des positions courtes et des positions longues, qui ont eu des effets opposés sur les mouvements des cours.

Il n'y a guère d'indications statistiques d'une corrélation entre les variations des positions spéculatives nettes et celles des cours au comptant. Globalement, les investisseurs semblent suivre les tendances des cours et non les créer. Il est intéressant de noter que les

### Grandeur et décadence

Les cours des métaux ont flambé récemment, mais ils devraient reperdre du terrain au cours des prochaines années.



positions spéculatives nettes sur le marché du cuivre ont diminué durant l'envolée des cours qui s'est produite plus tôt cette année.

### Perspectives

Pour l'avenir, il paraît peu probable que les cours des métaux se maintiennent à leurs niveaux actuels. Ils sont au-dessus de leurs niveaux tenables selon divers scénarios de croissance mondiale, d'augmentation des capacités de production et de réactivité de l'offre et de la demande aux prix. D'après le scénario de référence, il est à prévoir que les cours de l'aluminium et du cuivre diminueront en valeur réelle de 35 % et 57 %, respectivement, d'ici 2010.

Historiquement, les cours des métaux tendent à se rapprocher des coûts de production sur le moyen terme, or les cours sont actuellement très au-dessus de ces coûts de production. Les ratios prix du marché/coût de production se situent entre 1½ et 2¾ pour les principaux métaux. Les marchés à terme laissent aussi entrevoir une baisse graduelle des cours de la plupart des métaux durant les cinq prochaines années.

S'agissant des produits alimentaires et des autres produits agricoles, les cours réels vont sans doute suivre la tendance longue à la baisse, car les progrès technologiques continus compensent l'augmentation du coût des intrants. Les cours des produits étroitement liés à l'énergie, tels que le sucre et le maïs (du fait de la production d'éthanol pour les véhicules polycarburants) ou le caoutchouc naturel pourraient évoluer différemment.

Étant donné que le boom actuel des cours des produits primaires non combustibles a un caractère passager, il est essentiel pour leur prospérité à long terme que les décideurs des pays exportateurs veillent à épargner les revenus exceptionnels actuels ou à les utiliser de manière à promouvoir la croissance future des autres secteurs. ■

Martin Sommer

FMI, Département des études

## Des marchés de capitaux solides, mais gare aux risques

Le système financier mondial devrait bénéficier de la croissance continue et de la maîtrise de l'inflation au cours des prochains mois, mais il serait également confronté à des risques de dégradation, d'après le nouveau Rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde. Ce rapport semestriel prévient que la hausse de l'inflation, l'austérité monétaire, l'envolée des cours du pétrole, le repli plus net du marché du logement aux États-Unis, ou un dénouement désordonné des déséquilibres mondiaux pourraient entraîner des corrections sur le marché. Les caractéristiques du marché — «secteurs saturés», illiquidité des marchés secondaires de certains produits de crédit structuré — pourraient amplifier un ralentissement. Le rapport souligne aussi l'essor rapide du crédit aux ménages sur bien des marchés émergents et note que les bilans des ménages et des banques pourraient en pâtir, surtout en l'absence d'une bonne gestion du risque et d'une infrastructure prudentielle.

Les prix ont fléchi et la volatilité a grimpé sur les marchés financiers mondiaux en mai et juin, et la correction du marché a été éphémère. Les investisseurs ont semblé réajuster leurs positions de risque pour parer au resserrement monétaire, au lieu de réévaluer les fondamentaux économiques.

L'économie mondiale et les marchés financiers internationaux se portent bien depuis quelques années, grâce notamment à la faiblesse des taux d'intérêt dans les grands pays. Dans bien des pays, les entreprises et les institutions financières, qui affichent des bilans solides et d'imposants actifs liquides, ont été assez rentables. Nombre de pays émergents ont amélioré leur position budgétaire, accumulé des réserves et renforcé la structure de la dette publique.

### Faire face aux risques de dégradation de la situation

Selon le rapport, la turbulence récente vient à point nommé pour rappeler aux décideurs de renforcer la politique macroéconomique et poursuivre les réformes structurelles pour réduire les vulnérabilités. Dans la même veine, les acteurs du marché doivent intensifier leurs efforts de gestion du risque et les organismes de surveillance financière doivent améliorer les infrastructures de marché pour circonscrire les corrections. Les pays émergents tributaires des concours extérieurs doivent réduire les vulnérabilités et appliquer des réformes visant à soutenir la croissance actuelle.

Décideurs, acteurs du marché et organismes de tutelle doivent donc redoubler de vigilance. Le rapport évalue les risques éventuels :

**Ralentissement de la croissance.** Bien que l'on prévoie une croissance mondiale soutenue, la situation peut se dégrader, et une croissance inférieure aux prévisions peut avoir un impact

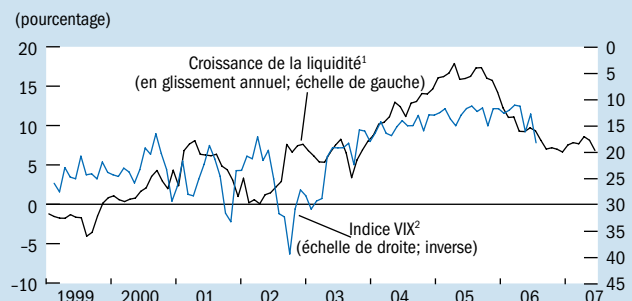
négalif sur les marchés financiers. En particulier, la décélération rapide des prix du logement peut accroître la charge financière des ménages très endettés dans bien des pays, réduisant la consommation privée et pesant sur les marchés des actifs.

**Taux d'intérêt et primes de risque.** La croissance mondiale forte et soutenue a absorbé l'excédent de capacité et accru les pressions inflationnistes, avec une légère hausse de l'inflation aux États-Unis et en Europe. La persistance à relever les taux directeurs pour contrer ces pressions — si elles s'intensifient — pourrait accroître les risques de dégradation (voir graphique, cette page). Ces dernières années, les attentes d'inflation se sont maintenues dans une marge étroite et, malgré la hausse des attentes d'inflation à long terme aux États-Unis, les primes à terme n'ont pas augmenté. Mais si les primes de risque de l'inflation future augmentent, les marchés des actifs pourraient connaître des tensions. Des chocs affectant l'offre et des tensions géopolitiques pourraient dissuader les investisseurs frileux, relevant les primes de risque et minant la confiance des entreprises et des consommateurs. Attribuable à l'instabilité, les écarts de rendement sur les obligations souveraines et des entreprises pourraient se creuser. La réévaluation du risque de crédit pourrait être amplifiée par l'illiquidité des marchés secondaires de certains produits structurés, devenus populaires et utiles dans la dispersion du risque de crédit. Les pratiques de gestion du risque dans les salles des opérations des banques et les fonds spéculatifs devraient être suivis de près, affirme le rapport.

**Ajustement désordonné du dollar.** Le marché estime que tout ajustement du dollar sera probablement limité et ordonné. À en juger par les taux de change bilatéraux à terme, le taux effectif réel du dollar restera assez stable, les monnaies asia-

### Raréfaction des liquidités

À en juger par les périodes d'austérité antérieures, l'instabilité pourrait s'accroître avec la baisse des liquidités.



<sup>1</sup>Y compris la base monétaire des États-Unis et les avoirs extérieurs officiels à la Banque fédérale de réserve de New York, projetés sur 12 mois.

<sup>2</sup>L'indice VIX est une mesure de la volatilité implicite des options sur indice boursier. Exprimé en point de pourcentage, il représente les attentes du marché concernant la volatilité sur les 30 prochains jours, sur une base annuelle.

Sources : Bloomberg L.P. et estimations des services du FMI.

tiques s'apprécieront à moyen terme et les autres monnaies s'affaibliront. L'ajustement graduel et ordonné dépendra d'un cadrage économique crédible pour résorber les déséquilibres mondiaux à moyen terme. Selon le rapport, bien que la profondeur, la liquidité et l'ampleur des marchés financiers américains aient beaucoup contribué à attirer des capitaux et à financer les déséquilibres, cet atout pourrait diminuer au fil du temps avec la hausse des actifs américains détenus à l'étranger et le développement continu des marchés mondiaux. En même temps, il existe une tendance générale à la libéralisation des sorties de capitaux privés et à la diversification des réserves officielles, surtout en Asie, qui devrait permettre de lisser l'ajustement.

**Points de pression sur les marchés émergents.** Les flux de capitaux privés — investissements directs étrangers compris — vers les marchés émergents ont conservé leur vigueur au premier semestre de 2006 malgré la turbulence récente. Selon le rapport, les flux de capitaux persisteront dans les prochains mois, mais leur composition a changé du fait de l'essor du crédit et de la hausse connexe des déficits courants dans plusieurs pays. Ainsi, la dette du secteur privé a augmenté et celle du secteur public a diminué.

### Forte expansion du crédit aux ménages

Dans bien des pays émergents, le crédit aux ménages connaît un vif essor, mais à partir d'un niveau faible. Cet essor est surtout bénéfique : le meilleur accès au crédit stabilise la consommation des ménages, accroît les possibilités d'investissement, allège les contraintes des PME et diversifie les actifs des ménages et du secteur financier. Mais en cas de déficience de la gestion du risque et de l'infrastructure prudentielle, l'envolée du crédit peut affaiblir le bilan des ménages, suscitant des bulles des prix des actifs et fragilisant les systèmes financiers.

D'après le rapport, le crédit aux ménages dans les pays émergents présente plusieurs caractéristiques :

**Niveau et taux de croissance.** Le ratio moyen du crédit aux ménages rapporté au PIB est d'environ 18 %, avec de fortes disparités entre les pays (voir graphique, ci-dessous). La croissance du crédit a été encouragée par la restructuration des portefeuilles d'actifs et des modèles de gestion des banques au lendemain des crises financières de la fin des années 90. Dans plusieurs pays d'Asie et Amérique latine, les banques ont privilégié le crédit aux ménages par rapport au crédit aux entreprises.

**Composition et structure.** La proportion moyenne des prêts hypothécaires dans le crédit total aux ménages est plus faible sur les marchés émergents que sur les marchés établis, reflétant le niveau élevé et la volatilité des taux d'intérêt ainsi que des obstacles comme la déficience du cadre juridique d'exécution des hypothèques. Le crédit à la consommation est souvent accordé à taux fixes, alors que le crédit au logement est assorti de taux fixes ou variables. Bien que les prêts hypothécaires à long terme soient de plus en plus courants, la tradition des prêts à court terme persiste dans bien des pays malgré les attentes d'inflation modérée.

**Fournisseurs.** Les banques sont les principaux fournisseurs de crédit aux ménages. Les banques étrangères contribuent largement à l'essor de ce type de crédit, mais, face à certaines restrictions, elles se concentrent sur le marché des cartes de crédit et des prêts aux particuliers. Les établissements publics de crédit (immobilier notamment) sont de plus en plus en concurrence avec les banques commerciales. Dans bien des pays, les sociétés financières non bancaires et, parfois, le secteur du crédit informel, mettent souvent des ressources à la disposition des ménages.

### Des politiques saines pour réduire les risques

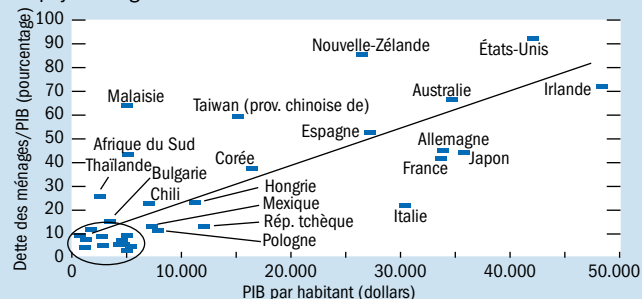
Dans les économies émergentes, le crédit aux ménages a grimpé à un moment où les taux d'intérêt étaient faibles sur les marchés établis et en baisse sur les marchés émergents. Si ces tendances s'inversent, la précarité des bilans des ménages peut miner les secteurs financiers, réduire le prix du logement et freiner les dépenses de consommation. Un crédit hypothécaire excessif peut aussi accroître la vulnérabilité sous-jacente des marchés hypothécaires aux cycles d'expansion et de récession et aux mouvements cycliques dans le système bancaire. Les décideurs peuvent minimiser les risques liés à l'essor rapide du crédit en assainissant l'environnement macroéconomique, en appliquant des règles prudentielles appropriées et en améliorant les capacités d'évaluation des vulnérabilités. Il est également crucial d'améliorer la disponibilité des données, notamment sur l'accumulation du risque de crédit et de change dans les portefeuilles de prêts des ménages, à tous les niveaux. ■

Ina Kota

FMI, Département des relations extérieures

### Rattrapage

L'amélioration du crédit bancaire et la restructuration des portefeuilles d'actifs ont stimulé l'essor du crédit aux ménages dans les pays émergents.



Note : Les pays encadrés sont : Argentine, Brésil, Chine, Colombie, Inde, Indonésie, Pérou, Philippines, Roumanie, Russie, Turquie et Venezuela.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (septembre 2006); calculs des services du FMI; CEIC.

Des exemplaires de l'édition de septembre 2006 de *Global Financial Stability Report* sont disponibles au prix de 54 dollars (51 dollars pour les enseignants et étudiants) auprès du Service des publications du FMI. Le texte intégral du rapport peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Zone euro : intensifier les réformes pour soutenir la reprise

Une reprise vigoureuse est enfin à l'œuvre dans la zone euro. Mais la croissance anémique de la productivité et le faible taux d'emploi augurent mal de la capacité de l'Europe à relever le défi du vieillissement de la population. Seul un effort concerté de réforme, visant expressément à redynamiser la productivité en panne, ouvrira durablement la voie à une croissance plus vive dans la zone euro.

Après plusieurs faux départs, la reprise tant attendue dans la zone euro est enfin là (voir graphique, cette page). La croissance du PIB réel devrait avoisiner 2½ % cette année et pourrait même être plus forte. Mais cette bonne nouvelle est tempérée par de médiocres perspectives sur le marché du travail et une croissance de la productivité encore terne, ce qui pourrait freiner la demande interne. De plus, les risques pesant sur la croissance — ralentissement de la demande mondiale, déséquilibres mondiaux persistants et potentiel concomitant d'appréciation de l'euro, maintien des prix élevés du pétrole et aversion au risque sur les marchés du capitaux — s'accroîtront en 2007.

L'expansion en cours a des incidences sur la politique monétaire. L'obstination de l'inflation globale à se maintenir au-dessus de l'objectif d'inflation que s'est fixé la Banque centrale européenne (BCE) — «proche de 2 %, mais inférieur à ce seuil» — a incité celle-ci, et c'est compréhensible, à relever ses taux d'intérêt officiels après les avoir laissés inchangés pendant deux ans et demi. Le taux directeur de la BCE est aujourd'hui à 3 % et les marchés anticipent une nouvelle hausse de 50 points de base avant la fin de l'année. Les prévisions tablent sur le maintien d'une inflation globale supérieure à l'objectif, un nouveau resserrement sera sans doute nécessaire si l'expansion se poursuit comme prévu. Une certaine prudence s'impose toutefois compte tenu des

risques qui pèsent sur la croissance et de la bonne maîtrise des pressions inflationnistes sous-jacentes.

### Les perspectives à long terme restent incertaines

Au-delà de l'expansion conjoncturelle en cours, la zone euro reste confrontée à un problème de croissance à long terme. La croissance molle, qui trouve son origine dans des gains de productivité poussifs et un taux d'emploi insuffisant, menacée en outre par le choc démographique imminent, laisse peu de marge au rattrapage des niveaux de vie aux États-Unis. Certes, la croissance de l'emploi est relativement forte depuis dix ans et comparable à celle observée aux États-Unis (et même supérieure dans le secteur privé), mais les gains de productivité ont brutalement ralenti tandis qu'ils ont bondi aux États-Unis au début de cette décennie (voir graphique, page suivante).

Pourquoi cette croissance terne de la productivité? Si la réussite de l'Europe en matière de modération salariale et de réformes stimulant la production à forte intensité de main-d'œuvre a indéniablement contribué au phénomène, les coûts élevés de rotation du personnel et l'absence de concurrence sur les marchés de produits et de services n'y sont pas non plus étrangers. De récentes recherches concluent à une corrélation positive de la déréglementation avec la croissance de la productivité. Cette corrélation est particulièrement évidente dans les télécommunications et le transport, deux secteurs ayant déjà fait l'objet d'une certaine libéralisation; mais la déréglementation est encore à la traîne dans les autres secteurs, notamment le commerce de gros et de détail et le secteur financier.

### Stratégie de croissance

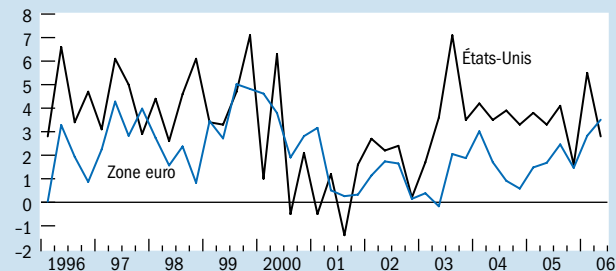
La zone euro a besoin de stimuler la productivité et l'emploi. Mais par où commencer? Les recherches du FMI indiquent qu'un rééquilibrage des finances publiques, associé à une plus grande flexibilité du marché du travail et de celui des produits permettrait de convertir la modération salariale en emplois et non plus en rentes (profits captés par les professionnels du fait de l'absence de concurrence).

Globalement, les programmes nationaux de réformes basés sur un Agenda de Lisbonne rajeuni (la feuille de route de l'Union européenne (UE) pour améliorer la compétitivité) offrent de nouveaux espoirs de réforme structurelle, mais les pays continuent d'éviter les décisions difficiles — en particulier celles qui pourraient être les plus fructueuses. Ils ont, par exemple, privilégié les politiques actives du marché du travail et la baisse des charges salariales aux dépens de la réforme de la législation de la protection de l'emploi, beaucoup plus controversée. De même, ils ont été bien plus enclins à accroître les budgets de recherche et de développement qu'à s'attaquer aux obstacles à des marchés plus ouverts et plus concurrentiels.

### Amorce d'une reprise

Après avoir été à la traîne des États-Unis pendant des années, la zone euro amorce enfin une reprise.

(variation en pourcentage d'un trimestre sur l'autre, annualisée)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2006.

## Faire plus de place à la concurrence

La réforme du secteur des services, où les rentes (découlant du manque de concurrence) restent omniprésentes, devrait être une priorité. En effet, alors que les services représentent environ deux tiers du PIB de l'UE, moins de 8 % font aujourd'hui l'objet de prestations transfrontalières. Après de nombreuses controverses, une nouvelle directive des services (établie par la Commission européenne pour libéraliser le commerce des services et validée par les États membres) a été finalement adoptée. Cette directive est un début prometteur en dépit de l'abandon du principe du pays d'origine, qui aurait autorisé un prestataire de services respectant les règles de son pays d'origine à travailler dans un autre pays sans avoir à en appliquer les règles, et de l'exclusion des services fournis par les architectes, les avocats, les notaires et d'autres professions.

Compte tenu de l'imminence d'un rapide vieillissement de la population en Europe, l'assainissement des finances publiques est plus important que jamais. De récentes estimations indiquent que les dépenses publiques augmenteront de 3/4 % du PIB jusqu'en 2025, et ce chiffre pourrait même être un peu bas. Les pays feraient donc bien de viser l'équilibre structurel de leur budget d'ici 2010. Réformé en 2005, le Pacte de stabilité et de croissance retrouve un peu d'influence sur les politiques budgétaires nationales, mais l'Europe doit encore vaincre la tentation d'assouplir la politique budgétaire en phase d'expansion. De meilleurs mécanismes de gouvernance pourraient être utiles en la matière, tels des commissions budgétaires indépendantes qui surveillent les évolutions sur l'ordre des parlements nationaux et dispensent des conseils non partisans.

## Les meilleures pratiques doivent prévaloir

Une réduction progressive des barrières résiduelles à l'intégration du secteur des services financiers pourrait favoriser

**Près de la moitié de la différence de productivité entre les pays émergents et les États-Unis est attribuable au secteur des services financiers.**

des gains de productivité. On estime en effet que près de la moitié de l'écart de croissance de la productivité entre la zone euro et les États-Unis est attribuable à ce secteur.

Si le Plan d'action de l'UE sur les services financiers a permis de réaliser des avancées en matière d'intégration, de nombreux facteurs freinent encore le développement de marchés de capitaux paneuropéens — systèmes de paiement, de compensation et de règlement hétérogènes, divergences des procédures fiscales, des règles de protection des consommateurs et des législations sur les contrats. Trop souvent, des intérêts catégoriels ont réussi à s'emparer des initiatives législatives et à transformer l'intégration en un collage de pratiques nationales aux dépens des meilleures pratiques.

La fragmentation du cadre de surveillance est de moins en moins adaptée à l'évolution du risque financier. Les problèmes de coordination entre les autorités de tutelle des pays d'origine et des pays d'accueil sont exacerbés par la diversité des législations, des réglementations et des incitations, ce qui complique la détection suffisamment précoce des risques et le choix des meilleures mesures correctives.

Les dernières mesures engagées pour améliorer la supervision du secteur financier méritent d'être soutenues et doivent être rapidement mises en œuvre. L'Europe devrait d'abord s'efforcer d'améliorer les flux d'information entre les autorités de tutelle, notamment en établissant une plateforme centrale disposant d'informations à jour sur les institutions financières ayant une importance systémique. Cette plateforme pourrait aussi servir de centre de coordination en cas de crise. Plus fondamentalement, le report des décisions politiques sur des questions cruciales, telles la nature et la taille des plans de sauvetage financier après une crise, continue de ralentir l'intégration.

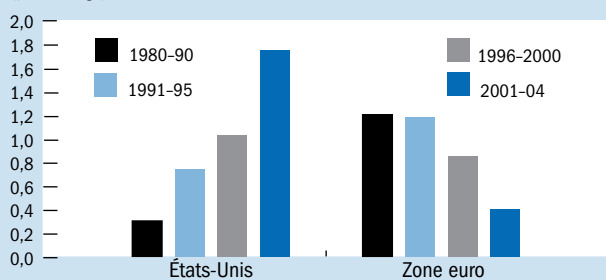
Les données économiques de la zone euro laissent à penser que celle-ci a franchi le cap. Mais une action dans des domaines allant de la politique budgétaire à la législation du marché du travail et à l'intégration des secteurs financiers est indispensable pour pérenniser la reprise. De réelles réformes dans les secteurs des produits et des services — notamment le crucial secteur financier — insuffleraient une nouvelle énergie à la zone euro, ce qui lui donnerait une chance de rattraper le niveau de vie des États-Unis. ■

Anthony Annett  
FMI, Département Europe

### Privilégier la croissance de la productivité

Dans la zone euro, la croissance de la productivité, mesurée par la productivité totale des facteurs, est encore inférieure à celle observée aux États-Unis.

(pourcentage)



<sup>1</sup>Zone euro : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal.

Source : Rapport des services du FMI sur les économies nationales n° 06/287, Zone euro : consultations de 2006 au titre de l'article IV.

Cet article s'inspire du rapport du FMI n° 06/287, *Euro Area: 2006 Article IV Consultation*. Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 272. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## États-Unis : des rendements faibles, mais non dissuasifs

Le niveau record du déficit courant américain suscite des préoccupations grandissantes quant à la durée des conditions de financement favorables et aux modalités de l'ajustement externe attendu à terme. La mondialisation croissante implique en effet que la tournure que prendra cet ajustement aura des conséquences sensibles non seulement pour les États-Unis, mais aussi pour le reste du monde. Un récent document de travail du FMI examine de plus près les raisons de l'attrait continu des actifs américains et leurs implications pour la résorption des déséquilibres mondiaux.

Suivant une progression régulière entamée au début des années 90, le déficit courant américain a atteint un niveau record de 6,5 % du PIB en 2005. Bien qu'il ait été financé sans pression conséquente sur les taux d'intérêt américains, de nombreux analystes et dirigeants politiques ont averti que l'actuelle trajectoire des engagements extérieurs nets des États-Unis n'est pas tenable, ce qui présage d'une substantielle dégradation du sentiment du marché vis-à-vis des actifs en dollars.

D'éminents économistes tels Olivier Blanchard et Paul Krugman ont avancé qu'une dépréciation réelle annuelle de 2–4 % du dollar sera nécessaire à moyen terme pour que le solde courant devienne tenable. Pourtant, les taux d'intérêt américains à long terme ne sont pas supérieurs de 2–4 points de pourcentage à ceux des autres grandes régions industrialisées, ce qui indique que les investisseurs acceptent des primes de risque faibles ou négatives sur les actifs en dollars. Est-ce irrationnel, et si oui, le dollar devra-t-il se déprécier plus vite que ne l'anticipent les marchés pour que la position extérieure nette des États-Unis devienne viable?

### Accepter un rendement plus bas

L'étude définit la prime de risque sur le dollar comme l'écart entre les taux d'intérêt à un ou deux ans sur les actifs libellés en dollars et les taux d'intérêt sur les actifs assortis d'une échéance correspondante libellés dans d'autres devises, corrigé des prévisions du consensus relatives au taux de change bilatéral du dollar face aux devises correspondantes. Une prime de risque négative implique que les investisseurs acceptent un rendement anticipé plus faible sur les actifs libellés en dollars que sur les actifs libellés dans d'autres devises. Les primes de risque estimatives appliquées aux actifs en dollars par rapport aux diverses devises sont également utilisées pour mesurer les primes de risque mondiales.

Les auteurs observent que, depuis quelques années, des primes de risque négatives sont généralement appliquées au dollar, ce qui pourrait tenir aux avantages offerts par les

marchés financiers américains tels leur profondeur, leur liquidité, leur caractère innovant et une solide protection des investisseurs. Les variations des primes de risque résultent généralement d'écarts par rapport à l'évolution attendue des taux de change, mais l'extraordinaire augmentation du stimulant monétaire intervenue ces dernières années aux États-Unis et sa suppression consécutive ont aussi joué un rôle non négligeable (voir graphique). Face au yen et à l'euro, les primes de risque attachées au dollar fluctuent fortement — face à l'euro, la prime de risque a chuté à –10 % environ en 2000 mais elle est aujourd'hui proche de zéro. Face au yen, elle a été généralement positive, mais elle est négative depuis quelques années, ce qui conforte les études observant que la préférence nationale japonaise (préférence apparente des investisseurs japonais pour les actifs nationaux sur les actifs étrangers), historiquement très élevée, est aujourd'hui en recul.

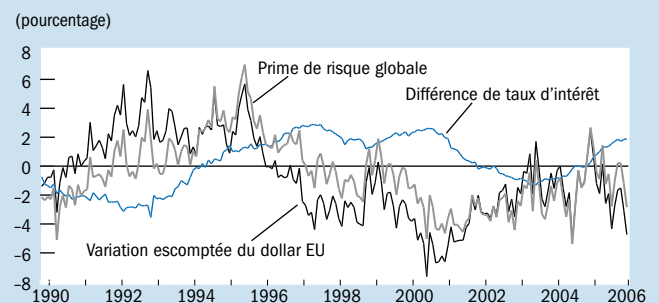
### Primes de risque négatives, flux de capitaux en hausse

Selon les données du Treasury International Capital System des États-Unis, une part croissante des flux de capitaux s'est orientée vers les instruments à taux fixe, achetés principalement par des investisseurs de la zone euro, du Japon et des économies émergentes d'Asie. Les investisseurs européens se sont surtout portés sur les obligations d'entreprises et les actions, tandis que le Japon et l'Asie émergente ont privilégié les obligations du Trésor américain.

Le fait qu'en dépit de primes de risque négatives, les flux de capitaux se soient maintenus et aient même atteint un niveau record (voir graphique, page 271) laisse à penser qu'ils n'ont pas

### Dans le négatif

Les anticipations de dépréciation du dollar depuis la fin des années 90 ont entraîné des primes de risque négatives.



Note : La prime de risque globale, le taux d'intérêt et les mesures d'appréciation escomptée sont des moyennes pondérées par le commerce de leurs mesures bilatérales par rapport à la livre sterling, au dollar canadien, à l'euro et au yen.  
Sources : prévisions communes et estimations des services du FMI.

été seulement nourris par les différentiels de taux d'intérêt sur les dettes souveraines et les anticipations de variations des taux de change. Poussant l'analyse, les auteurs constatent que les primes de risque semblent largement déconnectées des évolutions macroéconomiques, tels les indicateurs de viabilité de la dette et les écarts de croissance entre les États-Unis et les autres pays.

Il semble, en revanche, que les particularités régionales en matière d'appétit pour le risque et les répercussions de la crise asiatique aient eu une influence mesurable sur le sentiment vis-à-vis du dollar. L'augmentation de l'appétit pour le risque au Royaume-Uni et dans la zone euro — mesuré par les préférences révélées des investisseurs pour les obligations d'entreprises relativement aux actifs moins risqués du Trésor américain — s'est en particulier accompagnée d'une baisse des primes de risque sur le dollar.

Ce lien paraît plus valide avec l'euro qu'avec le yen, ce que constatent d'autres études menées sur le rôle des flux de capitaux dans les équations de taux de change. Cette différence pourrait résulter de la fragilité du système financier japonais, qui peut avoir incité les banques ou les compagnies d'assurances à s'intéresser davantage à leurs fonds propres qu'à la maximisation des taux de rentabilité. Ce phénomène a pu se doubler d'obstacles structurels aux sorties de capitaux de portefeuille — tels que les restrictions sur les avoirs en actifs étrangers détenus par les institutions financières publiques et le système de pensions — pour produire une forte préférence nationale. Il est rassurant de voir que ces obstacles ont été en partie éliminés et que la préférence nationale recule au Japon.

### Attrait continu des actifs américains

La conjugaison de primes de risque négatives sur le dollar et d'entrées de capitaux records pourrait indiquer que la préférence des investisseurs pour les actifs américains tient à des raisons structurelles, mais aussi à d'autres motifs. Évidemment, certains analystes et dirigeants politiques ont avancé qu'au vu des taux d'intérêt et des anticipations de taux de change, le fait que les marchés aient investi en actifs en dollars malgré une

rentabilité attendue négative était peut-être une simple manifestation de leur irrationalité. L'étude propose toutefois une autre explication : la crise financière asiatique a créé une importante réserve d'épargne à la recherche d'investissements relativement sans risque, besoin auquel ont répondu les marchés financiers américains profonds, liquides et innovants, offrant une solide protection aux investisseurs. Ces mêmes atouts pourraient également contribuer à expliquer l'attrait continu des marchés financiers américains pour les investisseurs européens qui, à l'inverse, recherchaient des investissements plus risqués.

**La crise financière asiatique a créé une importante réserve d'épargne à la recherche d'investissements relativement sans risque.**

### Ajustement extérieur ordonné ou désordonné?

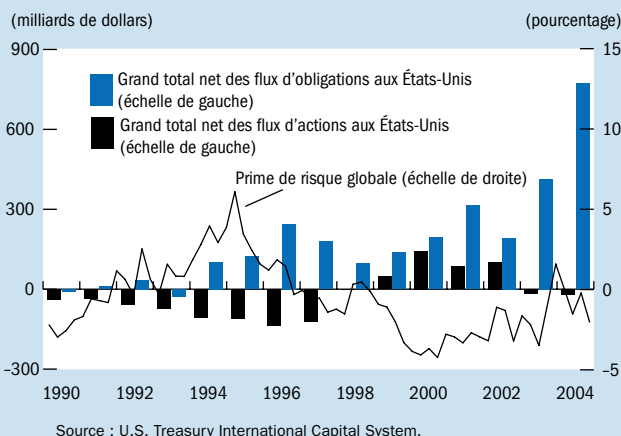
Pour l'avenir, à moins d'une forte hausse des primes de risque sur le dollar, les investisseurs étrangers pourraient acheter moins d'obligations du Trésor américain, ce qui entraînerait une dépréciation du billet vert et des hausses des taux d'intérêt relatifs. On pourrait en particulier assister à un déclin des flux officiels vers les obligations du Trésor lorsque les réserves des banques centrales de certains grands marchés émergents s'approcheront de leur niveau désiré.

Les risques de ce scénario défavorable devraient néanmoins être atténués par la fonction de monnaie de réserve du dollar et par l'attrait du système financier américain. Bien entendu, cela suppose que les marchés financiers continuent d'innover pour conserver leur avantage. Un scénario «ordonné» de résolution des déséquilibres mondiaux serait également favorisé par une amélioration des perspectives économiques et par l'augmentation résultante de l'appétit pour le risque dans d'autres régions, qui devrait conduire à une demande d'actifs américains plus risqués, ainsi que par une réduction continue de la préférence nationale au Japon, qui pourrait engendrer d'importants flux de portefeuille, notamment vers les États-Unis. ■

Ravi Balakrishnan et Volodymyr Tulin  
FMI, Département Hémisphère occidentale

### Déjouer les pronostics

Les entrées de capitaux ont atteint des niveaux records malgré les primes de risque négatives.



Le présent article s'inspire du document de travail du FMI n° 06/160, «U.S. Dollar Risk Premiums and Capital Flows.» Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 272. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).



## Singapour est fin prête pour l'Assemblée annuelle

L'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, qui se tiendra à Singapour du 14 au 20 septembre, sera la plus importante manifestation internationale que le pays ait jamais organisée. Pour assurer le succès des réunions, le gouvernement et les 4 millions d'habitants de la ville-État mettent les petits plats dans les grands. Il ne s'agit pas simplement de prévoir l'espace, l'accès à Internet, les lignes de téléphone et la climatisation pour les 16.000 participants attendus. Singapour veut aussi mettre en vedette ses restaurants renommés et les progrès accomplis dans la culture du service.

### Le service au client

Le Premier Ministre Lee Hsien Loong a pris sur lui de redorer la qualité des services à la clientèle, quelque peu ternie après une chute du 8<sup>e</sup> rang mondial en 1998 au 17<sup>e</sup> en 2005, selon le *Rapport sur la compétitivité* du Forum économique mondial de 2005. En janvier 2006, les autorités ont lancé un programme qui prévoyait de consacrer 2,8 millions de dollars EU à la formation de 28.000 travailleurs, notamment 18.000 employés de magasins, d'hôtels et de restaurants dans des grands centres commerçants, à l'aéroport de Changi et dans d'autres destinations touristiques.

Dans le cadre de cet effort, les autorités exhortent leurs citoyens à être courtois avec les hôtes étrangers. En juin, le Premier Ministre a lancé la campagne «Quatre millions de sourires». Les photos souriantes des habitants composent une fresque murale numérique qui souhaitera la bienvenue aux visiteurs.

### Préparatifs

Il sera peut-être moins aisé de garder le sourire lorsque Singapour sera envahie par les ministres des finances et les représentants de banque centrale et du secteur privé du monde entier et par les médias internationaux. Le pays (l'île de Singapour et 63 îles plus petites) a une superficie de 700 km<sup>2</sup> et une densité démographique de 6.333 habitants

au km<sup>2</sup>. Comment Singapour fera-t-elle face à ce déferlement?

Le Centre international de congrès et d'expositions de Suntec — surnommé Suntec Singapour — s'étend sur près de 93.000 m<sup>2</sup>, plus de place qu'il n'en faut pour les 1.000 bureaux, les 27 grandes salles de conférence, le centre de presse et la zone d'inscription que requièrent les réunions. Plus de 1.000 bureaux provisoires de deux niveaux sont également en cours d'installation dans Suntec Singapour, dans lesquels courent 960 kilomètres de câbles permettant un accès à Internet. Outre les 12.000 accès fixes au réseau, il y aura des zones actives sans fil «hot spots» dans le centre des visiteurs. Quatre cents limousines et 230 autobus

seront mis en service pour transporter les participants aux réunions.

### Singapour en vitrine

Tout le temps et le travail acharné qui ont présidé à la préparation de Singapour 2006 porteront leurs fruits pour tous. La manifestation donne l'occasion à l'Asie de mettre en vitrine son dynamisme économique et les importants changements qui sont intervenus dans la région depuis 1997, la dernière fois que l'Assemblée annuelle s'est tenue dans la région.

Les réunions devraient ajouter 100 millions de dollars EU dans les caisses de l'économie de Singapour. Pour le FMI et la Banque mondiale, tenir les réunions à l'étranger tous les trois ans présente des avantages. Le pays hôte, pour qui c'est une manifestation unique, souhaite promouvoir ses installations mais il est aussi prêt à y consacrer tout le temps nécessaire pour ne pas écarter les réunions. Depuis 2001, l'ampleur et la durée des réunions à Washington ont dû être réduites pour des raisons de sécurité et il est fort probable que cette version abrégée de l'Assemblée n'est pas près de disparaître. ■

Elisa Diehl

FMI, Département des relations extérieures



Fraîchement rénové, le Centre de congrès et d'expositions de Singapour compte 1.000 bureaux pour l'Assemblée annuelle.

Kimball Yongchil/Reuters



Laura Wallace  
Rédactrice en chef

Sheila Meehan  
Rédactrice principale

Elisa Diehl  
Directrice de production

Camilla Andersen  
Jeremy Clift

Christine Ebrahim-zadeh  
Ina Kota  
Rédactrices

Maureen Burke  
Lijun Li

Assistantes de rédaction

Kelley McCollum  
Assistante de production

Julio Prego  
Graphiste

Graham Hacche  
Conseiller principal

Édition française  
Division française  
Services linguistiques

Alfred Detchou  
Traduction

V. Andrianifahanana  
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<sup>e</sup> 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](mailto: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](mailto:publications@imf.org). Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique, et par avion pour les autres pays.