

# IMF Publication

## DANS CE NUMÉRO

- 82** Calendrier
- 82** Données financières
- 83** Actualité  
*Réunions de printemps*
- 84** Surveillance mondiale  
*Perspectives de l'économie mondiale*  
*Rapport sur la stabilité financière dans le monde*
- 88** Études  
*Mondialisation de la main-d'œuvre*  
*Déséquilibres mondiaux*
- 90** Politiques  
*Afrique : budgétisation efficace*  
*Instrument de soutien à la politique économique*  
*Cadre de surveillance*
- 96** Gros plan  
*Inde*  
*Bulgarie*
- 100** Forum  
*Réseau parlementaire*

## Réunions de printemps : réforme du FMI et croissance

page 83

Les 14 et 15 avril à Washington, les sommités mondiales de la finance et du développement participent aux réunions de printemps du Comité monétaire et financier international (CMFI) du FMI et du Comité du développement de la Banque mondiale. Alors que le CMFI planche sur les perspectives de l'économie mondiale et sur l'état d'avancement de la stratégie à moyen terme du FMI, le Comité du développement examine notamment la dernière édition du *Rapport de suivi mondial*.



Ponchai Kittiwongsakul/AFIP/Getty Images

## Une croissance mondiale de 4,9 % en 2007

page 84

Selon les *Perspectives de l'économie mondiale*, la croissance économique se repliera à 4,9 % en 2007 et 2008, contre 5,4 % en 2006. Malgré l'instabilité récente des marchés financiers et les soucis relatifs au marché immobilier des États-Unis, le rapport prévoit que cette forte croissance sera soutenue, fût-elle moins rapide. Bien que les risques de détérioration semblent moindres depuis le dernier rapport, plusieurs facteurs créent de l'incertitude.



Xu Jinghui/Imagine China Photos

## Une situation financière solide, mais gare aux risques

page 86

Malgré les récentes fluctuations des indices boursiers, l'instabilité des marchés financiers mondiaux reste remarquablement modérée sur une multitude d'actifs et les écarts de risques sont minces, tant sur la durée que par rapport au même point du cycle économique précédent, d'après le récent *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*. Publié le 10 avril, ce rapport prévient que les investisseurs négligent peut-être les risques de dégradation de la situation.



Jim West/ZUMA Press

## Des pays d'Afrique s'intéressent à l'ISPE

page 92

Plusieurs pays d'Afrique envisagent d'adopter l'instrument de soutien à la politique économique (ISPE), un nouveau mécanisme flexible qui leur permet d'obtenir l'appui et l'approbation du FMI en faveur de leurs politiques économiques sans pour autant contracter d'emprunt. Quatre pays — Nigéria, Ouganda, Cap-Vert et Tanzanie — ont déjà adopté l'ISPE, qui a été approuvé par le Conseil d'administration du FMI en octobre 2005.



Matt Brown/AFIP/Getty Images

## AVRIL

**14-15** Réunions de printemps 2007 de la Banque mondiale et du FMI, Washington

**16** Réunion spéciale de haut niveau du Conseil économique et social avec les institutions de Bretton Woods et la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement, New York

**25-26** Forum économique mondial sur l'Amérique latine, «The Power of a Positive Regional Agenda», Santiago, Chili

**25-27** Commission économique pour l'Europe, 62<sup>e</sup> session, Genève, 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).

## MAI

**2-3** Séminaire du Comité de Bretton Woods, «10 Years after the Asian Financial Crises, Asia's New Responsibilities in the International Monetary System», Séoul

**4-7** 40<sup>e</sup> Assemblée annuelle du Conseil des gouverneurs de la Banque asiatique de développement, Kyoto

**6-8** Réunion des Ministres du travail et de l'emploi du G-8, «Forger la dimension sociale de la mondialisation», Dresden, Allemagne

**9-14** Séminaire de haut niveau du FMI sur la gestion macroéconomique et le développement économique au Japon, Tokyo

**14-15** Forum 2007 de l'OCDE, «Innovation, croissance et équité», Paris

**14-23** Organisation mondiale de la santé, 60<sup>e</sup> Assemblée mondiale de la santé, Genève

**16-17** Assemblée annuelle des gouverneurs du Groupe de la Banque africaine de développement, Shanghai

**18-19** Réunion ministérielle du G-8, Schwielowsee, Allemagne

**20-21** Banque européenne pour la reconstruction et le développement, Assemblée annuelle et forum des affaires, Kazan, Russie

**30-15 juin** 96<sup>e</sup> Session de la Conférence internationale du travail, Genève

## JUIN

**6-8** Sommet du G-8, Heiligendamm, Allemagne

**18-21 juillet** Forum économique international des Amériques, «Réussir dans un monde incertain : de l'évaluation du risque à la décision stratégique», Montréal, Canada

## JUILLET

**6-8** Séminaire du Cercle des économistes, Aix-en-Provence, France

### Nouvelles perspectives sur la mondialisation financière FMI, Washington 26-27 avril 2007

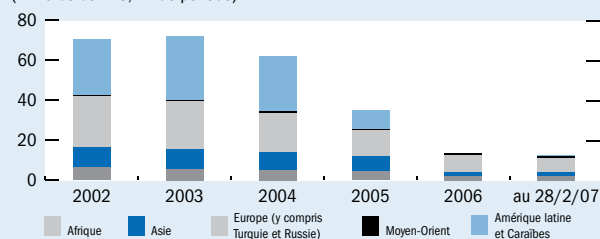
La conférence, organisée par le Département des études du FMI, présentera les récentes études théoriques et empiriques sur les répercussions macroéconomiques de la mondialisation financière.

Pour information, voir [www.imf.org/external/np/seminars/eng/2007/fin/042607.htm](http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2007/fin/042607.htm).

## Données financières du FMI

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

(milliards de DTS; fin de période)

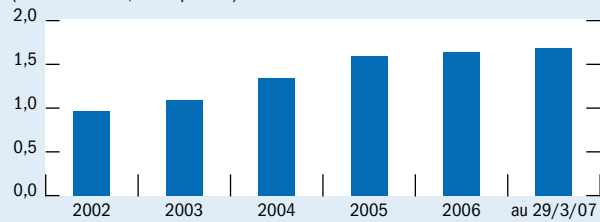


### Taux des principales monnaies en DTS

	2 avril 2007	Il y a un an (3 avril 2006)
Dollar EU	1,510	1,440
Euro	1,133	1,192
Livre sterling	0,767	0,832
Yen	178,590	169,760

### Allègement de la dette des pays pauvres très endettés<sup>1</sup>

(milliards de DTS; fin de période)

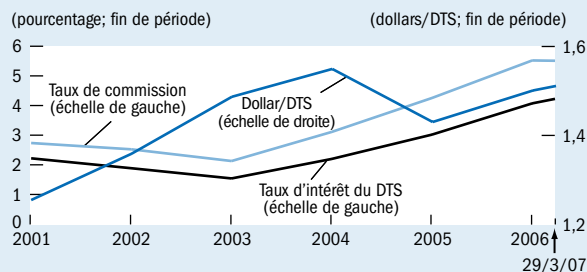


<sup>1</sup>Décassements cumulés dans le cadre de l'initiative en faveur des PPTE.

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

### Évolution des taux

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

## Réunions de printemps : économie mondiale et réforme du FMI

Les principaux responsables mondiaux des finances et du développement vont examiner les perspectives de l'économie mondiale et évaluer les progrès accomplis dans le cadre de la stratégie à moyen terme du FMI au cours des réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale, qui se tiendront à Washington, les 14 et 15 avril. Le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, présentera un rapport au Comité monétaire et financier international (CMFI) du FMI en indiquant les progrès accomplis sur une série de questions essentielles depuis l'Assemblée annuelle FMI-Banque mondiale, qui s'est tenue en septembre dernier à Singapour.

Le CMFI, présidé par M. Gordon Brown, Chancelier de l'Échiquier du Royaume-Uni, examinera les perspectives de l'économie mondiale. Malgré les récentes turbulences sur les marchés financiers et les préoccupations soulevées par le marché du logement aux États-Unis, les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI prédisent que la croissance mondiale restera vigoureuse, bien qu'à un rythme quelque peu réduit (voir pages 84–85). M. de Rato devrait informer le CMFI, principal comité consultatif des gouverneurs du FMI, des progrès accomplis dans la correction des déséquilibres des paiements mondiaux grâce aux consultations multilatérales. M. Pascal Lamy, Directeur de l'OMC, fera le point sur les négociations commerciales.

### Réforme du FMI

Le CMFI avait approuvé la stratégie à long terme de M. de Rato pour le FMI en mai dernier lors des réunions de printemps. Depuis, l'institution, qui compte 185 membres, s'est efforcée de réformer son fonctionnement dans plusieurs domaines, notamment sa surveillance des économies aux niveaux mondial, régional et national, l'assistance aux pays à faible revenu, la gouvernance du FMI et la position de son revenu.

**Surveillance.** Le FMI modernise le cadre de la surveillance et renforce le suivi et l'évaluation du secteur financier et des marchés de capitaux (voir pages 94–95). Il débat aussi avec les pays membres des révisions éventuelles à apporter à sa démarche de surveillance des taux de change. Toutefois, M. de Rato a déclaré le 9 avril dans un discours au Peterson Institute for International Economics à Washington qu'il y avait des limites aux possibilités d'action du FMI. Selon M. de Rato, «Le FMI peut donner des conseils, mais nous ne pouvons pas et ne devons pas dicter aux pays membres le choix de leur régime de change, leur politique d'intervention ou le niveau de leur taux de change. En fait, dans un monde de marchés financiers globalisés, il y a des limites à ce que les pays peuvent faire pour influencer le niveau des taux de change. L'époque où un groupe de ministres des finances pouvait se réunir dans une chambre d'hôtel pour décider de la valeur des monnaies est révolue.»

**Consultations multilatérales.** Le FMI a tenu au cours de l'année passée des réunions avec les représentants d'économies



Le Chancelier de l'Échiquier du Royaume-Uni, Gordon Brown (à gauche), Président du CMFI, et le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato.

importantes — Arabie Saoudite, Chine, États-Unis, Japon et zone euro — pour débattre des moyens de réduire progressivement les déséquilibres des paiements mondiaux tout en préservant la croissance économique mondiale. Dans son discours du 9 avril, M. de Rato a déclaré que le FMI cherchait à consolider l'accord sur une démarche de réduction graduelle de ces déséquilibres. Selon lui, le travail est «bien avancé», et il pourra donner plus de détails après les discussions avec le CMFI.

**Pays à faible revenu.** M. de Rato a déclaré que le FMI se concentrerait sur ce qu'il fait le mieux et qui aide le plus les pays à faible revenu. Selon lui, le rapport récemment paru du Comité Malan sur la collaboration entre le FMI et la Banque mondiale va dans la même direction. Il a ajouté qu'il espérait qu'un nombre croissant de pays allait s'intéresser de plus en plus à l'instrument de soutien à la politique économique du FMI (voir pages 92–93).

**Quotes-parts et participation aux décisions.** Le FMI mène actuellement un processus de réforme qui devrait durer deux ans afin de mettre à jour la représentation des pays membres et de moderniser la gouvernance de l'institution vieille de 62 ans (*Bulletin*, 5 mars 2007). Après une première série d'augmentations ponctuelles en septembre dernier pour quatre économies dynamiques qui étaient manifestement sous-représentées (Chine, Corée, Mexique et Turquie), le FMI a entamé la deuxième phase, plus ambitieuse, du processus de réforme. Le CMFI examinera les progrès déjà accomplis, mais on n'attend pas de propositions sur le calcul des quotes-parts avant la prochaine Assemblée annuelle.

**Revenu du FMI.** M. Andrew Crockett, président d'un comité qui a examiné d'autres moyens de financement pour le FMI, a été invité à informer les responsables des propositions qui ont été présentées à la fin de janvier. Elles concernent le placement d'une partie des ressources tirées des quotes-parts pour obtenir un revenu régulier et des ventes d'or limitées (environ un huitième des avoirs du FMI en or) pour établir un fonds de dotation générateur de revenus (*Bulletin*, 19 février 2007). ■

## La croissance mondiale restera vigoureuse, selon le FMI

Dans ses *Perspectives de l'économie mondiale*, le FMI prévoit un ralentissement de la croissance, de 5,4 % en 2006, à 4,9 % en 2007 et 2008 — un bon résultat malgré la récente volatilité sur les marchés financiers et les difficultés dans certains segments du marché du logement aux États-Unis. Selon les économistes, les risques sont moindres qu'à l'époque des dernières *Perspectives*, il y a six mois, mais ils restent orientés vers une dégradation de la situation. Cinq risques sont à noter :

- Les États-Unis pourraient connaître un ralentissement plus marqué si le marché du logement continuait de se dégrader.

- Les cours du pétrole pourraient remonter étant donné les limites de la capacité de production disponible et la persistance des incertitudes géopolitiques.

- Les tensions inflationnistes pourraient s'aggraver à mesure que les écarts de production continueront de se combler, surtout si l'on assiste à une nouvelle flambée des cours pétroliers.

- La persistance de la volatilité sur les marchés financiers pourrait pousser les investisseurs à se détourner des actifs à risque.

- On pourrait assister à une correction incontrôlée des déséquilibres mondiaux. Si la probabilité de cette évolution est faible, le coût pourrait être élevé.

Enfin, dans une perspective à plus long terme, plusieurs tendances — notamment le vieillissement des populations, la montée des résistances politiques contre l'accélération de la mondialisation et les conséquences de la croissance rapide sur l'environnement — pourraient entamer le dynamisme de la productivité qui a soutenu la forte croissance enregistrée récemment par l'économie mondiale.

### Les perspectives des grands pays

Selon les *Perspectives*, parmi les principaux pays avancés, ce sont les États-Unis qui connaîtront en 2007 le ralentissement le plus marqué sur douze mois. L'économie américaine devrait reprendre des forces au cours de l'année à mesure que le freinage dû au secteur du logement s'atténuera au second semestre, bien qu'on n'attende pas un retour à une croissance proche du potentiel avant le milieu de 2008. La Réserve fédérale maintient les taux d'intérêt inchangés depuis juin 2006, s'efforçant de trouver un juste équilibre entre les risques d'un ralentissement de l'économie et les préoccupations persistantes au sujet de l'inflation.

Selon les projections, la croissance devrait fléchir cette année dans la zone euro, après avoir atteint en 2006, son meilleur résultat depuis des années. Le ralentissement prévu reflète l'abandon progressif de l'accompagnement monétaire et le rééquilibrage budgétaire, ainsi que la disparition de certains facteurs ponctuels, comme l'accélération de la consommation en Allemagne, en prévision de l'augmentation annoncée de la taxe sur la valeur ajoutée, qui a stimulé la croissance en 2006.

Au Japon, l'inflation reste dangereusement proche de zéro et la banque centrale n'a augmenté son taux directeur que très progressivement depuis qu'elle a mis fin en juillet 2006 à sa politique de taux d'intérêt zéro. Pourtant, le FMI prévoit que l'expansion dans ce pays continuera à un rythme presque

identique à celui de l'an dernier, avec une croissance de 2,3 % en 2007.

Les pays émergents et les pays en développement devraient enregistrer encore une croissance solide, mais à un rythme moins fébrile qu'en 2006. En Chine, la croissance devrait se calmer, passant à 10 % environ en 2007, contre 10,7 % en 2006. L'économie de l'Inde connaîtrait elle aussi un ralentissement à mesure que la politique économique se durcira pour contrer la sur-

chauffe. Le FMI prévoit aussi que les pays riches en produits de base d'Afrique, de la Communauté des États indépendants, du Moyen-Orient et d'Amérique latine continueront de prospérer, la croissance en Afrique s'accéléralant pour atteindre 6,3 % en 2007.

### Quelle est l'importance des risques?

Selon le FMI, il y a une chance sur cinq que la croissance tombe au-dessous de 4 % en 2008. Le repli du marché du logement aux États-Unis constitue l'un des risques les plus importants qui pèsent sur les prévisions des *Perspectives*. Depuis quelques mois, on constate quelques signes timides de stabilisation, au moins du côté de la demande, étant donné que les ventes de logements existants et les demandes de crédit se maintiennent et même augmentent. Toutefois, la correction du marché est loin d'être terminée. Les mises en chantier et les permis de construire s'inscrivent toujours en baisse, tandis que les stocks de maisons invendues restent proches de leur niveau le plus élevé depuis quinze ans. Le marché des prêts hypothécaires avec surprime, qui représente environ 12 % du marché hypothécaire total, est en crise, avec une forte augmentation des impayés et des défaillances.

### L'économie mondiale reste en expansion

Même si l'économie américaine ralentit, d'autres pays continueront d'enregistrer une croissance vigoureuse, selon les *Perspectives*.

	2006	2007	2008
Production mondiale	5,4	4,9	4,9
États-Unis	3,3	2,2	2,8
Zone euro	2,6	2,3	2,3
Allemagne	2,7	1,8	1,9
Japon	2,2	2,3	1,9
Afrique	5,6	6,3	5,8
Chine	10,7	10,0	9,5
Inde	9,2	8,4	7,8

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007.



La question essentielle est de savoir si les problèmes sur ce marché auront un effet plus généralisé sur l'économie américaine. Si les prix des logements ont continué de fléchir à l'échelle du pays, avec de véritables baisses de prix dans beaucoup de zones métropolitaines, les finances des ménages semblent toujours solides. Par conséquent, le FMI ne prévoit pas de fortes retombées des difficultés actuelles dans le secteur du logement, à condition que l'emploi et le revenu restent dynamiques.

Cela dit, il y a toujours un risque qu'une chute plus forte que prévu du prix des logements ne déclenche un tassement plus prolongé, surtout si la consommation devait être affectée par l'effet de cette baisse sur les patrimoines et l'emploi.

Les tensions inflationnistes se sont généralement atténuées dans les pays avancés. Pourtant des préoccupations subsistent. Aux États-Unis, l'inflation hors énergie et alimentation reste un peu au-dessus de la zone de confort implicite de la Réserve fédérale et le ralentissement graduel de la croissance de la productivité s'ajoute à la pression sur les coûts. Dans la zone euro, les augmentations des prix et des salaires restent modérées, mais le chômage est tombé à son plus bas niveau conjoncturel, l'utilisation des capacités est élevée et des tensions inflationnistes pourraient surgir si les marchés du travail continuaient de se tendre. Les écarts de production se combleraient aussi dans les pays émergents avec pour conséquence que l'effet modérateur de la concurrence mondiale sur les salaires et les prix dans les économies avancées pourrait commencer à s'affaiblir. Enfin, l'inflation pourrait augmenter en raison de flambées des cours des produits de base, et principalement celui du pétrole.

Des menaces pèsent également sur la stabilité financière. Bien que les récentes turbulences sur les marchés financiers semblent maîtrisées, elles viennent opportunément rappeler les risques financiers sous-jacents. Les marchés ont connu une période inhabituelle ces dernières années, avec des taux d'intérêt réels relativement bas et une très faible volatilité

malgré le durcissement monétaire appliqué par les principales banques centrales. Le motif d'inquiétude tient à ce que la recherche du rendement a peut-être conduit les investisseurs à prendre plus de risques sur des marchés et des instruments qu'ils connaissaient moins bien. Si cette stratégie a réussi sur les marchés dynamiques, les baisses des cours, l'augmentation de la volatilité et les pertes sur prêts pourraient inciter

les investisseurs à liquider leurs positions vulnérables. Un tel dégageement pourrait avoir de graves conséquences macroéconomiques.

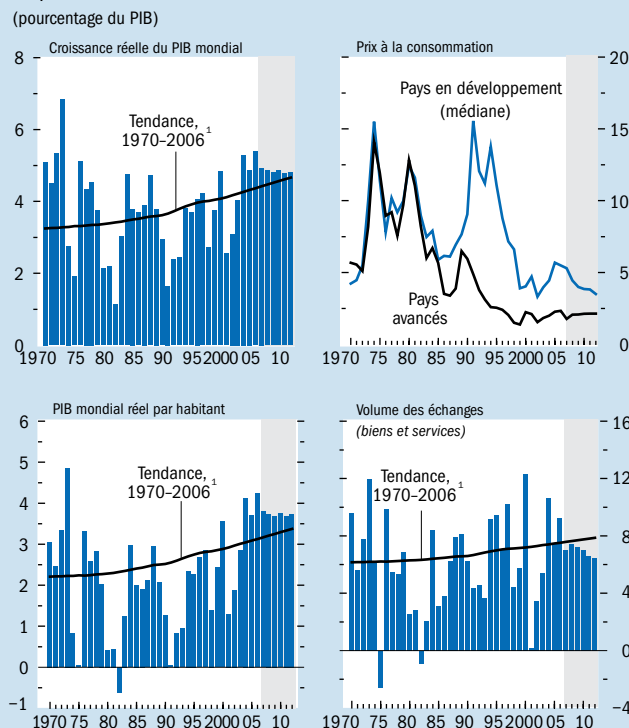
Enfin, certains risques sont dus aux déséquilibres économiques mondiaux. Depuis six mois, on constate une tendance souhaitable vers l'élimination de ces déséquilibres, qui a réduit le risque d'une correction incontrôlée, mais est loin de l'avoir éliminé. On a enregistré une nouvelle baisse de la valeur effective réelle du dollar et une certaine augmentation de la flexibilité pour les monnaies des pays d'Asie qui enregistrent un large excédent de leurs paiements courants. On constate également une diminution du cours du pétrole et l'apparition d'une structure un peu plus équilibrée de la demande mondiale.

### En conclusion

L'ensemble de ces facteurs n'a pas vraiment modifié les perspectives pour l'économie mondiale. Pourtant, le FMI met en garde contre une attitude complaisante. Les responsables politiques doivent rester vigilants face aux risques macroéconomiques à court terme, tout en profitant de la vigueur constante de l'économie mondiale pour mettre en œuvre des efforts plus ambitieux afin de s'attaquer aux problèmes structurels profonds. ■

### En forme

Le FMI table sur un bon rythme de croissance du PIB au cours des années à venir, une inflation modérée et la poursuite de l'expansion du commerce international.



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007.  
 Note : Les zones ombrées indiquent les projections du FMI. Les chiffres globaux sont obtenus sur la base de pondérations en fonction de la parité de pouvoir d'achat (PPA), sauf indication contraire.  
<sup>1</sup>Taux de croissance moyens pour les différents pays, agrégés sur la base de pondérations PPA; au fil du temps, les chiffres globaux évoluent en faveur des pays les plus dynamiques, ce qui donne une courbe ascendante.

malgré le durcissement monétaire appliqué par les principales banques centrales. Le motif d'inquiétude tient à ce que la recherche du rendement a peut-être conduit les investisseurs à prendre plus de risques sur des marchés et des instruments qu'ils connaissaient moins bien. Si cette stratégie a réussi sur les marchés dynamiques, les baisses des cours, l'augmentation de la volatilité et les pertes sur prêts pourraient inciter les investisseurs à liquider leurs positions vulnérables. Un tel dégageement pourrait avoir de graves conséquences macroéconomiques.

Voir pages 88 et 89 pour plus de renseignements sur les *Perspectives de l'économie mondiale*. Des exemplaires de l'édition d'avril 2007 des *Perspectives de l'économie mondiale* sont disponibles au prix de 57 dollars (54 dollars pour les enseignants et étudiants) auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 100. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Rapport sur la stabilité financière dans le monde

# Des marchés solides, mais des risques en hausse

La conjoncture économique mondiale soutient un environnement financier porteur, mais les conditions et risques sous-jacents ont quelque peu évolué depuis le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* de septembre 2006, et pourraient ébranler la stabilité financière (graphique 1). En effet, le rapport d'avril 2007 établit que, malgré les récentes fluctuations des marchés boursiers mondiaux, les marchés financiers demeurent remarquablement stables pour un large éventail d'actifs et les marges de risque restent minimales tant sur le plan historique que par rapport aux cycles antérieurs.

Il se peut toutefois que les investisseurs ne prêtent pas assez attention aux risques de correction, s'imaginant peut-être que le bas niveau actuel des primes de risque est devenu une caractéristique semi-permanente du paysage financier. Dans le premier chapitre du rapport, il est précisé que l'évaluation des risques de marché a été rehaussée, car les positions d'endettement et les incertitudes relatives à la concentration des risques dérivant de l'essor rapide de produits innovants et complexes, dont le marché secondaire est pour certains assez illiquide, pourraient amplifier une correction du marché éventuellement déclenchée par un « choc de volatilité ».

En soi, aucun de ces risques ne menace gravement la stabilité financière mondiale. Néanmoins, les investisseurs ne tiennent peut-être pas assez compte de ce que l'interdépendance accrue

des produits et des marchés pourrait amplifier un choc de volatilité.

Le rapport identifie quatre grands domaines où les risques à court terme ont augmenté :

- **Le marché américain des crédits hypothécaires à surprime.** Une dégradation de la qualité des prêts est apparue sur le segment du crédit immobilier à surprime aux États-Unis; si ses retombées sont pour l'instant limitées et diffuses, elles risquent de s'intensifier et de s'étendre aux autres marchés — éventuellement aux produits de crédit hypothécaire structurés détenus par divers investisseurs mondiaux (encadré).
- **Les rachats d'entreprises financés par l'emprunt.** La faiblesse des taux d'intérêt et la solidité des bilans des entreprises ont suscité une vague de prises de contrôle par des fonds de capital-investissement. Ce phénomène s'est traduit par une hausse substantielle de l'endettement des entreprises rachetées, ce qui risque d'accroître leur vulnérabilité aux chocs économiques. Et le rapport de préciser : « La situation mérite



Un panneau de confiscation à Detroit, Michigan : la qualité du crédit se détériore sur le marché des prêts à surprime.

la plus grande attention, surtout si une opération de grande envergure connaissant des difficultés, car cela pourrait donner lieu à une réévaluation plus ample des risques en jeu».

- **Apports de capitaux dans les pays émergents.** Les flux de capitaux à destination de certains pays émergents ont rapidement augmenté, ce qui tient en partie à l'amélioration des fondamentaux économiques, mais aussi à la quête de rendements étant donné la faiblesse des taux d'intérêt réels sur la plupart des marchés matures. En général, les apports massifs de capitaux privés résultent de la réaffectation des capitaux à des investissements plus productifs et sont bien accueillis. Néanmoins, l'importance prise par les créances du secteur privé (flux bancaires vers les pays européens émergents et flux d'investissements de portefeuille vers les autres régions, l'Afrique subsaharienne en particulier) montre que les investisseurs étrangers prennent davantage des risques.

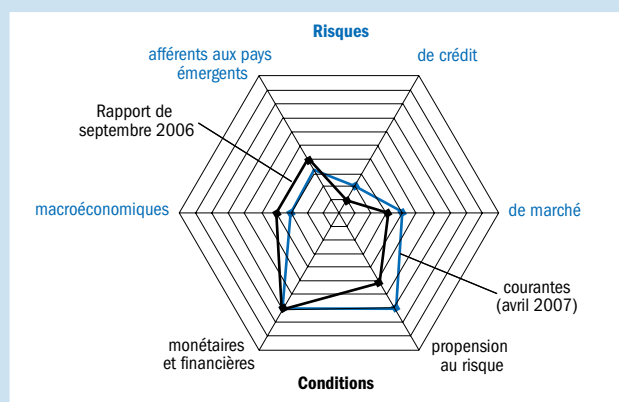
- **Déséquilibres mondiaux.** S'il s'est atténué, le risque d'une correction désordonnée des déséquilibres des paiements mondiaux demeure préoccupant. Le rôle accru des apports en titres à revenu fixe dans le financement du déficit courant américain révèle que ces apports sont devenus plus sensibles aux variations des écarts d'intérêt mondiaux.

Le FMI voit aussi dans la multiplication des opérations de *carry-trade* un signe que les participants au marché n'envisagent pas de renversement prochain des facteurs conjoncturels qui contribuent au climat de faible volatilité : abondance des liquidités bon marché, endettement peu élevé des entreprises et forte

Graphique 1

### Les risques de marché et de crédit s'accroissent

Cherchant de meilleurs rendements, les investisseurs acceptent davantage de risques.



Source : estimations des services du FMI.

Note : Plus le point est proche du centre, plus le risque est faible et plus les conditions sont strictes.

## Risques du marché des prêts hypothécaires à surprime

Le rapport établit que, malgré les signes de stabilisation observés sur le marché immobilier américain, le risque d'une dégradation ultérieure ne peut être écarté. Ce marché est resté dans l'ensemble robuste, mais le segment des prêts à surprime s'est détérioré plus rapidement que prévu à ce stade dans une phase de ralentissement de l'immobilier (graphique 2). Les retombées sont pour l'instant limitées aux établissements initiateurs et prêteurs de ce type de crédit, mais elles pourraient bien s'étendre à d'autres intervenants sur le marché.

Les prêts hypothécaires au logement aux États-Unis représentent l'un des principaux portefeuilles de valeurs mobilières à revenu fixe au monde (environ 5.800 milliards de dollars en janvier 2007). Les valeurs de cette nature détenues en dehors des États-Unis, estimées à 850 milliards de dollars à la mi-2006, constituent une part substantielle des avoirs étrangers de titres américains.

Si le risque de crédit est concentré sur les emprunteurs à surprime (ceux dont les antécédents en matière de crédit sont douteux ou limités), il se peut que d'autres garanties hypothécaires de meilleure qualité soient exposées à certaines des défaillances observées dans le secteur à surprime, ce qui nuirait à la rentabilité des banques qui investissent dans les hypothèques, les créent, les titrisent et les structurent; d'autres marchés du crédit, qui ont été favorisés par la hausse des prix immobiliers, pourraient également s'avérer vulnérables. Selon certains indices, les investisseurs et les fonds spéculatifs étrangers seraient aussi très vulnérables aux segments les plus hasardeux du marché des CDO exposé aux risques des prêts à surprime.

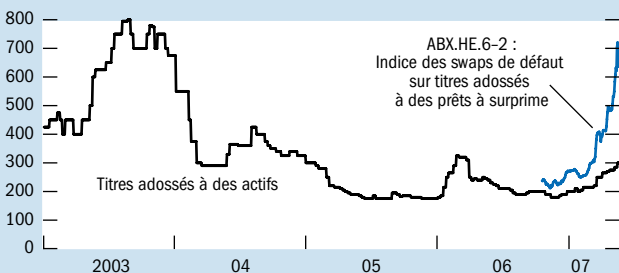
propension au risque. Le *carry-trade* consiste à acheter avec le produit de la vente d'une devise dont le taux d'intérêt est relativement faible une autre devise ou un titre offrant un meilleur rendement, ce qui présente des risques en cas de fluctuation rapide des taux de change ou des taux d'intérêt anticipés.

Graphique 2

### Hausse des marges des titres adossés aux prêts à surprime

La qualité des prêts hypothécaires à surprime s'étant dégradée, les titres qui y sont adossés ont vu leurs marges s'accroître.

(points de base)



Sources : JPMorgan Chase & Co.; Markit.

Les pressions concurrentielles et les modèles de risques encourageant peut-être la prise de risque qui est pour chaque institution une réponse rationnelle à la conjoncture, mais qui pourrait, collectivement, accroître les risques systémiques en amenant sur certains marchés une accumulation de positions d'investissement susceptible de donner lieu à une correction désordonnée si les circonstances changent.

## Hausse des risques de crédit

De manière générale, les profits des entreprises semblent solides et leurs bilans sains, les différentiels de taux se sont encore contractés et les taux de défaillance restent bas. Néanmoins, l'endettement des entreprises sur les marchés privés, qui était faible, augmente du fait de l'essor des rachats financés par l'emprunt. Les entreprises ciblées sont nettement plus importantes que celles rachetées dans les années 80 et à la fin des années 90 et le crédit est plus utilisé que les obligations à rendement élevé. Pour le moment, les entreprises visées sont surtout celles qui affichent une bonne trésorerie et un faible endettement. Toutefois, certaines entreprises ainsi acquises sont devenues très endettées et peuvent donc être fragiles en cas de ralentissement de l'activité. Parallèlement, il semble que les clauses des prêts étaient en général moins rigoureuses dans les opérations les plus récentes, où l'on n'a pas toujours fait preuve de la diligence voulue. Vu cette évolution et celle du marché immobilier américain, le FMI estime globalement que les *risques de crédit* ont augmenté depuis septembre dernier, encore qu'ils étaient alors peu élevés.

## Plus forte propension au risque

Les pays émergents poursuivent en général une politique macroéconomique avisée, leur position extérieure est dans l'ensemble robuste et une croissance vigoureuse a amélioré la position budgétaire de nombre d'entre eux. Malgré les baisses récemment enregistrées, les cours des produits de base demeurent élevés. Dans les cas où les émissions souveraines ont diminué sur les marchés financiers internationaux, celles des entreprises privées ont comblé le vide. La conjoncture extérieure favorable et la *propension croissante au risque* qui l'accompagne — dont témoigne la hausse rapide des apports de capitaux dans certains pays émergents — présentent des défis aux autorités de ces pays et pourraient menacer la stabilité financière et économique, surtout si les flux de capitaux devaient s'inverser. Dans certains pays, la position extérieure généralement solide de l'État peut masquer des vulnérabilités éventuellement grandissantes pour les entreprises et les banques. Le FMI encourage les autorités à gérer les risques qui menacent la stabilité en veillant à ce que les investisseurs comprennent et évaluent correctement les risques qu'ils prennent. ■

Ina Kota

FMI, Département des relations extérieures

Des exemplaires du *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues* sont disponibles au prix de 57 dollars (54 dollars pour les enseignants et étudiants) auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 100. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).



## Mondialisation de la main-d'œuvre : est-elle un bien ou un mal?

**D**urant les deux dernières décennies, le travail s'est considérablement mondialisé, en ce sens que les pays ont désormais accès à un vivier grandissant de main-d'œuvre mondiale par le biais de l'immigration, de la délocalisation de la production intermédiaire et des importations de produits finis. Selon les estimations du chapitre 5 de l'édition d'avril 2007 des *Perspectives de l'économie mondiale*, la croissance démographique et l'intégration de la Chine, de l'Inde et de l'ancien bloc de l'Est dans l'économie mondiale ont fait quadrupler la population active mondiale effective depuis 1980. Du reste, elle pourrait plus que doubler d'ici 2050.

La mondialisation de la main-d'œuvre a profité aux pays avancés. Elle a en effet multiplié les débouchés à l'exportation et dopé la productivité et la production en réduisant les coûts des intrants et en améliorant les processus de fabrication. Cela a abouti à une augmentation de la rémunération du travail dans tous les pays avancés depuis 1980. Les calculs montrent par exemple que la diminution du prix des produits échangeables durant ces vingt-cinq dernières années a entraîné en moyenne une augmentation de 6 % de la production et de la rémunération réelle du travail.

D'après les travaux dont rendent compte les Perspectives, durant ces deux dernières décennies la mondialisation de la main-d'œuvre, les progrès technologiques et les politiques du travail ont eu une incidence sur la part des revenus du travail (voir graphique). Les deux premiers facteurs — et surtout les percées technologiques — ont eu pour effet de réduire cette part. Celle-ci a perdu en moyenne 7 points de pourcentage

depuis le début des années 80 dans les pays avancés, les replis ayant été les plus marqués en Europe, au Japon et dans les secteurs à main-d'œuvre non qualifiée. En revanche, dans les pays qui ont réduit les coins fiscaux — et, partant, les coûts de main-d'œuvre —, et ont fait en sorte que les prestations d'assurance-chômage n'aient pas d'effets dissuasifs sur la recherche d'un emploi, la part des revenus du travail a moins diminué.

L'effet des technologies s'est particulièrement fait sentir dans les secteurs à main-d'œuvre non qualifiée, où la progression des rémunérations réelles a été lente. Aux États-Unis, les emplois non qualifiés ont tenu bon, mais l'écart de rémunération entre travailleurs qualifiés et non qualifiés s'est creusé de 25 %. En Europe, la progression a été *grosso modo* la même dans les deux secteurs, mais les emplois non qualifiés ont perdu du terrain.

### Les enjeux

Les pays avancés doivent tirer le plus grand parti de la mondialisation du travail et des progrès technologiques. Ils doivent donc poursuivre la libéralisation des échanges tout en veillant à ce que les économies nationales soient suffisamment souples pour s'adapter aux pressions issues du changement. Les dirigeants doivent être conscients des coûts de l'ajustement et prendre des mesures pour protéger les populations qui pourraient en subir les conséquences. Ils doivent viser trois grands objectifs :

- **Améliorer le fonctionnement des marchés du travail.**

Les politiques susceptibles de réduire les coûts de main-d'œuvre (notamment en réduisant le coin fiscal) et d'aider les travailleurs à passer des secteurs en perte de vitesse aux secteurs en expansion faciliteront l'ajustement. Dans certains pays, rendre l'assurance-maladie moins dépendante de la permanence de l'emploi et accroître la transférabilité des régimes de retraite devraient également y contribuer.

- **Faciliter l'accès à l'enseignement et à la formation.**

Les employés dans les secteurs à main-d'œuvre qualifiée ont été mieux à même de s'adapter aux changements issus de la révolution des technologies de l'information et de la communication que les travailleurs des secteurs à main-d'œuvre non qualifiée.

- **Assurer des dispositifs adéquats de protection sociale.**

Un soutien adéquat en matière de revenu devrait exister pour amortir les effets du processus de changement sans pour autant lui faire obstacle. ■

**Question :** La mondialisation entraîne-t-elle une diminution de la part des revenus du travail?

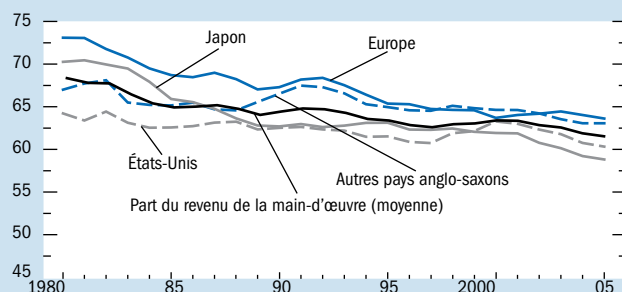
**Constat :** La population active mondiale a connu une forte croissance durant ces deux dernières décennies, mais elle a contribué à une augmentation des rémunérations dans les pays avancés.

**Problématique :** La mondialisation est un des facteurs qui contribuent à réduire la part des revenus du travail dans les pays avancés.

### Le gâteau s'accroît, mais la part rétrécit

La rémunération de la main-d'œuvre a progressé dans les pays avancés, mais elle diminue en proportion du PIB.

(pourcentage du PIB)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007.

Florence Jaumotte et Irina Tytell  
FMI, Département des études

## La quête d'un meilleur équilibre mondial

Selon certains analystes, les déséquilibres mondiaux considérables qu'on observe actuellement, à savoir le déficit commercial des États-Unis et les excédents de certains pays avancés, émergents et exportateurs de pétrole, peuvent se maintenir pendant assez longtemps, car ils reflètent les changements séculaires de l'économie mondiale, tels que l'intégration aux marchés internationaux de pays disposant d'une main-d'œuvre abondante et sous-utilisée, et le vieillissement relativement moins rapide de la population américaine. Dès lors, la réduction des déséquilibres suppose un rééquilibrage de l'épargne et de l'investissement entre les États-Unis et les pays excédentaires, l'ajustement des taux de change ne jouant qu'un rôle mineur.

Or, faisant valoir que l'intégration mondiale des marchés de biens et de services est imparfaite et que la réorientation des ressources vers les secteurs des biens échangeables se heurte à des rigidités, d'autres experts estiment que la réduction des déséquilibres demandera certes un rééquilibrage international de la demande, *mais aussi* un ajustement considérable des taux de change réels pour éviter une récession prolongée aux États-Unis.

### Les leçons de l'histoire

Le chapitre 3 de l'édition d'avril 2007 des *Perspectives de l'économie mondiale* examine l'expérience d'un large éventail de pays de

puis 40 ans pour recenser les épisodes de déséquilibres extérieurs élevés. Les auteurs considèrent ensuite la durée de ces épisodes ainsi que le rôle joué par l'évolution des taux de change réels et des écarts de croissance dans la résorption des déséquilibres.

Il ressort de cette analyse que l'évolution de taux de change réels a facilité le rééquilibrage en douceur de la demande dont s'est accompagnée la réduction des déséquilibres. Dans les pays avancés qui ont connu une correction prononcée et soutenue de leur déficit extérieur, le taux de croissance a moins diminué lorsque la monnaie s'est fortement dépréciée (graphique). Les politiques intérieures ont beaucoup joué. En particulier, la hausse des taux d'épargne et un assainissement vigoureux des finances publiques dans les pays déficitaires ont aidé à soutenir l'investissement et la croissance. Dans les pays avancés et dans les pays émergents, une correction prononcée et soutenue de l'excédent extérieur a tendance à être associée à une appréciation réelle de la monnaie. De plus, là où les excédents ont baissé, on constate en général une reprise de la demande intérieure et une orientation plus expansionniste des politiques monétaire et budgétaire.

**Question :** Comment réduire les importants déséquilibres extérieurs, considérés comme posant des risques?

**Constat :** L'expérience de nombreux pays porte à penser qu'un réajustement des taux de change réels induit par le marché, conjugué à un rééquilibrage de la demande entre pays, peut faciliter la résorption des déséquilibres extérieurs.

**Débat :** Combien de temps ces déséquilibres peuvent-ils être maintenus et par quelles voies l'ajustement doit-il avoir lieu?

### La balance commerciale des États-Unis

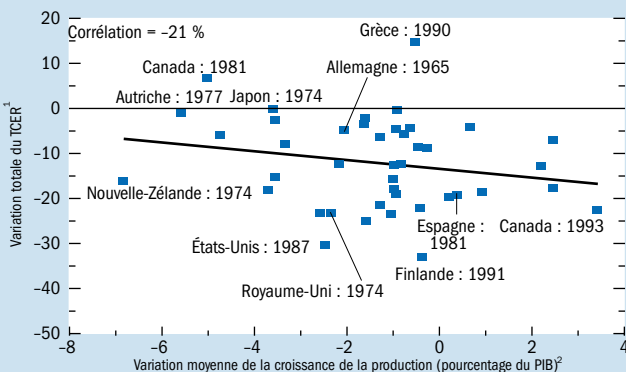
Il semblerait ainsi que le volume des échanges commerciaux des États-Unis soit plus sensible à l'évolution de la valeur réelle du dollar qu'on ne le pense. Les modèles classiques du commerce international ont tendance à sous-estimer cette sensibilité, car ils font abstraction de la grande diversité des réactions d'un secteur à l'autre et de la part relative des intrants intermédiaires d'origine locale dans les importations. En outre, l'élasticité-prix à long terme des importations et exportations américaines a augmenté au fil du temps, sous l'effet de l'intensification de la concurrence entre entreprises dans une économie en voie de mondialisation. En tenant compte de ces facteurs, les auteurs constatent qu'une dépréciation réelle de 5 % à 10 % du dollar, et non de 10 % à 20 % comme on l'entend souvent affirmer, pourrait réduire de 1 % du PIB le déficit commercial des États-Unis, qui atteint aujourd'hui 6½ % du PIB.

En résumé, la résorption des déséquilibres mondiaux nécessitera sans doute un ajustement des taux de change réels et un rééquilibrage de la demande intérieure (hausse des taux d'absorption dans les pays excédentaires et freinage de la demande aux États-Unis). Un assainissement des finances publiques américaines serait aussi utile pour que l'économie affronte dans de bonnes conditions le vieillissement de la population. ■

Roberto Cardarelli et Alessandro Rebucci  
FMI, Département des études

### La dépréciation est utile

Pendant la correction des déficits, la croissance du PIB a moins ralenti dans les pays avancés dont la monnaie s'est fortement dépréciée.



Sources : calculs des services du FMI.

<sup>1</sup>Variation maximale du taux de change effectif réel au cours de la période entourant la correction (-T...T). Une diminution représente une dépréciation réelle de la monnaie d'un pays par rapport à ses partenaires commerciaux.

<sup>2</sup>Croissance moyenne du PIB réel après la correction (1...T) moins croissance moyenne du PIB réel après la correction (-T...-1).

## Le FMI et l'Afrique

### Établir des budgets efficaces pour lutter contre la pauvreté

Pour continuer à progresser vers les objectifs mondiaux en matière de pauvreté à l'horizon 2015, une hausse des dépenses consacrées aux services publics essentiels s'imposera. Cela supposera une augmentation des dépenses de salaires pour le personnel infirmier, les médecins et les autres professionnels indispensables à la prestation de ces services. Mais si les programmes financés par le FMI limitent les dépenses en fixant des objectifs de déficit rigoureux et en plafonnant la masse salariale, freinant ainsi l'embauche et la hausse des salaires, de nouveaux progrès seront-ils réalisables dans la lutte contre la pauvreté?

En raison de la pénurie de ressources, la réponse réside dans une budgétisation efficace. Les devises ne suffisent pas à payer les importations cruciales; l'aide, qui représente une part considérable du PIB dans certains pays bénéficiaires, demeure nettement inférieure aux besoins et aux engagements des pays bailleurs de fonds. Les pays manquent en outre de personnel qualifié pour enseigner, soigner, gérer les programmes de dépenses, et même diriger des entreprises privées.

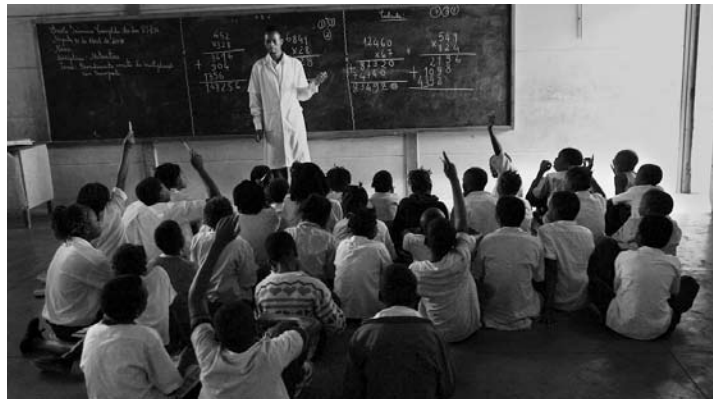
Dans ce contexte difficile, le FMI a pour responsabilité première d'améliorer les paramètres macroéconomiques fondamentaux — inflation, viabilité de la dette, gestion des finances publiques et solidité des systèmes financiers. Ces éléments sont des préalables à une croissance soutenue et au recul de la pauvreté : ils stimulent le secteur privé, qui crée des emplois et augmente les revenus, et fournissent l'assiette nécessaire à la hausse des recettes pour financer durablement le développement de l'éducation et l'amélioration des soins de santé.

En outre, le FMI ajuste ses politiques et ses opérations de manière à aider ses pays membres à effectuer les choix les plus propices à la croissance et à la lutte contre la pauvreté. Voyons comment cela se passe en Afrique subsaharienne.

#### Utiliser l'aide de manière efficace

Bien que l'Afrique soit à la traîne de la plupart des autres régions, des progrès ont été réalisés vers l'atteinte des OMD. Avec de bonnes politiques macroéconomiques — souvent étayées par les conseils, l'appui aux programmes et l'assistance technique du FMI, et financées par les ressources tirées de l'allègement de la dette —, la croissance au cours des trois dernières années avoisine les 5–6 %, l'inflation est inférieure à 10 %, et les entrées de capitaux sont en hausse, de même que les dépenses anti-pauvreté. Pour se rapprocher des OMD, les pays africains doivent accélérer leur croissance.

Le FMI aide les pays à trouver les moyens d'améliorer leur capacité à absorber l'aide avec prudence et efficacité. Il appuie des programmes d'utilisation de ces ressources. Les programmes qu'il soutient en Afrique ont été conçus de sorte que les dons financent des déficits plus lourds dans les pays qui ont atteint



Une salle de classe à Maputo, Mozambique. Le FMI aide les pays à accroître leurs dépenses d'éducation et de santé.

un degré minimal de stabilité macroéconomique. Le FMI aide aussi les pays à gérer la volatilité de l'aide, qui gêne parfois considérablement la bonne gestion des dépenses publiques; il les aide à constituer des réserves suffisantes pour amortir les chocs.

Le FMI veille à ce que les pays disposent de l'espace budgétaire dont ils ont besoin pour augmenter les dépenses sociales prioritaires et amplifier les programmes d'investissement public.

- **Accroître les recettes.** Les recettes fiscales sont l'une des sources de financement les plus stables et les plus durables des dépenses publiques. Le FMI apporte donc aux pays des conseils et une assistance technique afin de les aider à augmenter leurs recettes de manière efficace et durable. Dans l'ensemble, les programmes soutenus par le FMI dans le cadre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC) en Afrique prévoyaient une hausse des recettes de 2 % en pourcentage du PIB sur quatre ans. Le résultat a été légèrement supérieur, la part moyenne des recettes s'établissant à 20 % du PIB à l'issue du programme.

- **Recourir à des dons et à des prêts concessionnels.** Les emprunts étrangers peuvent fournir des ressources complémentaires. Mais si les investissements connexes ne sont pas rentables, une crise ultérieure de la dette annulera les effets positifs initiaux. Il importe donc que les pays aient recours, autant que possible, à des prêts concessionnels afin de minimiser ce risque. Le FMI et la Banque mondiale ont établi un cadre renforcé de viabilité de la dette pour aider les pays à élaborer des stratégies de gestion de la dette visant à prévenir tout nouvel endettement insoutenable.

- **Éviter le piège de la dette.** L'emprunt public intérieur est un moyen de se procurer des recettes supplémentaires, mais il risque d'absorber des ressources que le système financier pourrait prêter au secteur privé. Qui plus est, les taux d'intérêt appliqués à ce type d'emprunt sont souvent très élevés, de sorte que même un endettement relativement mineur peut

entraîner l'affectation d'une part appréciable des dépenses publiques au service de la dette intérieure. En Zambie, par exemple, les intérêts sur la dette intérieure ont atteint 2,9 % du PIB en 2004, mais devraient reculer à 1,1 % environ du PIB en 2007, libérant ainsi des sommes substantielles pour les dépenses anti-pauvreté. Le FMI aide les pays à rétablir l'équilibre dans ce domaine.

Le FMI encourage l'orientation des budgets sur les dépenses en faveur des pauvres. Les rapports de ses services rendent compte de ces dépenses — définies dans les documents de stratégie pour la réduction de la pauvreté (DSRP) comme étant celles consacrées à l'enseignement primaire, aux soins de santé de base, et aux priorités nationales telles que les routes rurales, l'agriculture, l'eau ou les programmes de lutte contre le VIH/sida. Celles-ci sont en hausse dans les pays bénéficiant d'un programme FRPC. En Afrique subsaharienne, elles ont ainsi progressé d'un point de pourcentage en 2006 et atteint 11 % du PIB. Il est parfois utile que les programmes financés par le FMI fixent un plancher aux dépenses critiques de manière à les préserver en cas de diminution de l'aide, par exemple. Tel a été le cas récemment pour certains programmes du FMI (en faveur de l'Ouganda et du Rwanda notamment).

#### Limitier le plafonnement de la masse salariale

Un récent rapport du Bureau indépendant d'évaluation (BIE) du FMI a exprimé des préoccupations sur les aspects clés de la politique et des pratiques d'aide à l'Afrique, y compris le plafonnement de la masse salariale dans les programmes appuyés par le FMI (voir *Bulletin*, 26 mars 2007), alors même que le FMI envisage de supprimer ces plafonds dans bien des cas. Parfois, ces plafonds seront conservés si les autorités les jugent essentiels pour endiguer les fortes pressions exercées sur la masse salariale.

Étant donné la vive controverse dont ces plafonnements ont fait l'objet ces dernières années, il est utile d'en expliquer le bien-fondé (notamment à l'appui des réformes du secteur public) et les raisons d'en limiter l'utilisation.

Quelle peut être l'utilité du plafonnement de la masse salariale? Dans de nombreux pays, la masse salariale du secteur public a été à l'origine de déséquilibres macroéconomiques qui ont entraîné des dépenses excédentaires imprévues et une mauvaise affectation des ressources. Si la procédure budgétaire courante fonctionne correctement, le plafonnement est inutile; l'augmentation des salaires et des effectifs est prévue au budget et donc convenablement programmée et financée. Néanmoins, dans les cas où la politique salariale ne correspond pas aux priorités sectorielles et aux ressources disponibles, il peut constituer une deuxième ligne de défense utile. Dans de telles circonstances, il a pour objectif de faciliter l'exécution d'un budget qui consomme toutes les ressources disponibles (sans plus) et finance aussi bien les livres et les médicaments que les enseignants et les infirmiers.

Les plafonds de la masse salariale n'ont pas limité l'emploi des concours extérieurs. Ils sont fixés dans le cadre du cycle

budgétaire annuel et peuvent être révisés lors des revues des programmes pour prendre en compte les nouvelles informations sur les apports d'aide escomptés et les effectifs souhaités. Par exemple, le repère quantitatif concernant le plafond de la masse salariale du programme pour le Sénégal autorisait une hausse de 20 % des effectifs de la fonction publique en 2003–05, conformément aux prévisions du DSRP national. Dans de nombreux cas, des ajustements ponctuels sont en outre prévus pour relever les effectifs ou les salaires quand les concours financiers sont supérieurs aux prévisions. En Zambie, le plafond permet ainsi l'embauche de personnel supplémentaire dans les secteurs de la santé et de l'éducation, celui du Malawi s'ajustant automatiquement en fonction des dépenses de santé financées par les bailleurs de fonds.

C'est en partie pour ces raisons qu'une étude indépendante sur les professionnels de la santé dans les pays à faible revenu a conclu que les contraintes imputables à la conditionnalité du FMI étaient peu nombreuses. À la question du Center for Global Development et de l'International AIDS Economics Network, qui leur demandait pour quelles raisons principales les fonds n'étaient pas dépensés, 1 % seulement des économistes de la santé ont évoqué les restrictions du FMI ou de la Banque mondiale. Les obstacles critiques cités dans l'étude sont l'absence de volonté politique (29 % des personnes interrogées), une mauvaise coordination nationale (28 %), les failles du système de prestation des soins de santé (14 %) et la faible capacité d'absorption nationale (8 %). Ces deux dernières catégories sont sans doute en partie liées à la pénurie de personnel et de responsables qualifiés dans le domaine de la santé.

En tout cas, le plafonnement de la masse salariale n'est pas le meilleur moyen de résorber les déséquilibres macroéconomiques connexes, car il n'élimine pas les problèmes sous-jacents qui doivent être réglés par une réforme de la fonction publique et une meilleure gestion de la solde. En outre, il n'est souvent pas exécutoire, mais engendre ses propres problèmes, en créant par exemple des incitations à augmenter la rémunération non salariale, ce qui réduit la transparence des dépenses globales au titre des salaires.

Par conséquent, le plafonnement doit servir sélectivement à appuyer la réforme structurelle vigoureuse de l'emploi et des salaires dans le secteur public. Quand la procédure budgétaire fonctionne bien, il convient de le supprimer, comme cela s'est produit récemment dans le programme financé par le FMI au Mozambique. ■

Andrew Berg  
FMI, Département Afrique

Pour plus de renseignements sur le plafonnement de la masse salariale et le Kenya, voir [http://www-int.imf.org/depts/exr/exrsite/resources/resources\\_KenyaHealth.pdf](http://www-int.imf.org/depts/exr/exrsite/resources/resources_KenyaHealth.pdf); pour le Mozambique, voir <http://www.imf.org/external/np/vc/2006/020706.htm>; pour le Ghana, la Zambie, l'Ouganda, le Kenya et le Malawi, voir [http://www-int.imf.org/depts/exr/exrsite/resources/resources\\_BritishMedicalAssociation%20.pdf](http://www-int.imf.org/depts/exr/exrsite/resources/resources_BritishMedicalAssociation%20.pdf).



## Promouvoir un dialogue étroit grâce à l'ISPE

Plusieurs pays africains envisagent d'adopter un nouveau cadre flexible de politique proposé par le FMI, qui leur permet d'obtenir le soutien et l'approbation du Fonds pour leur politique économique sans nécessiter un accord d'emprunt. Depuis que l'instrument de soutien à la politique économique (ISPE) a été créé par le Conseil d'administration du FMI en octobre 2005, quatre pays d'Afrique — Nigéria, Ouganda, Cap-Vert et tout récemment Tanzanie — l'ont adopté.

L'ISPE fournit un appui aux pays à faible revenu qui n'ont plus besoin de l'assistance financière du FMI mais souhaitent qu'il approuve leur politique économique. L'ISPE, qui est facultatif et doit être demandé par les pays, convient bien à ceux qui ont dépassé la Facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC). Ces pays en phase de stabilisation avancée ont beaucoup progressé vers la stabilité macroéconomique, la viabilité de la dette et les réformes structurelles, et ils ont accumulé une quantité suffisante de réserves internationales. Néanmoins, ils peuvent toujours souhaiter bénéficier des conseils et du soutien du FMI à mesure qu'ils renforcent leurs perspectives de croissance, ainsi que leur cadre de politique macroéconomique, leurs institutions et leurs structures de gouvernance. Un ISPE bien engagé peut aussi assurer un accès rapide à la Facilité de protection contre les chocs exogènes du FMI, à décaissement rapide, dans le cas où une aide d'urgence serait nécessaire.

### Soutien à la stabilisation

L'ISPE encourage les pays à approfondir et à élargir l'internalisation de leur programme de politique économique. Dans la mesure du possible, les stratégies et les objectifs s'inspirent de documents rédigés par le pays, notamment les textes budgétaires et les documents de stratégie pour la réduction de la pauvreté. L'ISPE du Nigéria, par exemple, est fondé sur la Stratégie nationale d'autonomisation et de développement économiques, programme de réduction de la pauvreté conçu par le pays. Les autorités ont choisi de présenter leur politique au FMI dans une déclaration rédigée par elles plutôt que sous la forme de la lettre d'intention habituelle. L'ISPE initial et le nouvel IPSE triennal de l'Ouganda comportent des objectifs macroéconomiques fondés sur le cadre de dépenses à moyen terme et reflètent les priorités et les stratégies définies dans le Plan d'éradication et d'atténuation de la pauvreté de ce pays.

De même, les ISPE du Cap-Vert et de la Tanzanie ont été élaborés en coordination avec les stratégies globales de développement et de réduction de la pauvreté de ces pays. Pour appuyer l'internalisation de la politique, les pays bénéficiaires de l'ISPE appliquent généralement une gamme de mesures en vue de renforcer les compétences et les capacités locales. Par exemple, les mesures visant à accroître les capacités dans des

domaines comme la gestion financière du secteur public, la fourniture de services publics et la mobilisation des ressources figurent au premier plan des ISPE en cours.

### Des stratégies adaptées

Dans le cadre de leur ISPE, les pays disposent d'une flexibilité suffisante pour définir des objectifs et des stratégies de réforme adaptés à leurs conditions économiques. En général, les politiques visent à consolider la stabilité macroéconomique et faire avancer les réformes structurelles en s'attaquant en particulier aux goulets d'étranglement qui empêchent le secteur privé d'agir pour tirer la croissance et faciliter l'atténuation de la pauvreté. Le programme de réforme comporte souvent des mesures en vue d'améliorer la gestion du secteur public, de renforcer le secteur financier et de progresser dans d'autres domaines, conformément à la stratégie à moyen terme du FMI. Dans certains programmes actuels soutenus par un ISPE, les pays peuvent emprunter à des conditions moins concessionnelles pour des projets de haute qualité, ce qui élargit leurs possibilités de financement et leur permet d'échapper à la dépendance vis-à-vis de l'aide. Toutefois, tous les programmes comportent une importante flexibilité en ce qui concerne les domaines jugés prioritaires :

- L'Ouganda a commencé avec un ISPE de 16 mois centré sur la préservation de son long palmarès de stabilité macroéconomique. Le pays a ensuite choisi un nouvel ISPE triennal visant à soutenir ses progrès économiques et à privilégier le développement du marché financier — financement à plus long terme des entreprises et accès aux services financiers dans les zones rurales —, la sécurité énergétique et l'infrastructure de transport qui sont les clés de la prospérité future. L'ISPE de l'Ouganda contient aussi des dispositions spéciales pour le financement non concessionnel de la construction d'un barrage hydroélectrique, élément vital pour remédier à la crise d'électricité que connaît le pays.
- L'ISPE pour le Cap-Vert vise à soutenir les solides résultats économiques du pays et ses bonnes perspectives, que démontrent, par exemple, les entrées élevées et croissantes d'investissement direct étranger. Il prête une attention particulière à la réduction des risques macroéconomiques et à la création d'une marge de sécurité contre les chocs exogènes, notamment par la diminution de la dette publique et la constitution de réserves de change.
- Au Nigéria, l'ISPE prend en compte la grave insuffisance des infrastructures qui constitue un obstacle majeur au développement du secteur privé, tout en insistant sur la nécessité d'efforts soutenus pour préserver la richesse pétrolière et la stabilité macroéconomique du pays.
- L'ISPE récemment approuvé pour la Tanzanie cherche à appuyer la croissance durable et la réduction de la pauvreté en





Lors d'une récente mission du FMI, Nils Maehle (premier rang, à droite) a examiné les problèmes macroéconomiques avec les autorités du Cap-Vert.

améliorant la mobilisation des ressources publiques et l'efficacité des dépenses, en augmentant la contribution du secteur financier à la croissance et l'efficacité de la politique monétaire et en améliorant le climat des affaires.

#### Un signal aux donateurs

L'ISPE donne aussi un signal important, notamment aux donateurs bilatéraux, aux banques multilatérales de développement et aux marchés financiers, en montrant que les poli-

tiques économiques du pays ont été débattues avec le FMI et approuvées par lui. Ainsi les bons résultats obtenus dans le cadre de l'ISPE ont permis au Nigéria de conclure un accord avec les créanciers du Club de Paris, entraînant une réduction substantielle de sa dette extérieure. Ce signal a été aussi considéré comme particulièrement important par le Cap-Vert, qui a toujours besoin d'une forte assistance extérieure pour soutenir le développement de son infrastructure et ses autres efforts en vue de stimuler la croissance et de réduire la pauvreté. Le signal donné par l'ISPE est renforcé par le cycle d'examen semestriels réguliers des programmes soutenus par un ISPE, et par le fait que le rapport des services du FMI et les autres documents du programme seront publiés après chaque examen.

En résumé, l'ISPE offre aux pays à faible revenu un outil flexible pour définir les priorités de leur politique grâce au soutien d'un dialogue étroit et permanent avec le FMI et pour démontrer leurs engagements à la communauté internationale. L'expérience des ISPE a été jusqu'à présent positive, que ce soit dans les pays eux-mêmes ou parmi leurs partenaires du développement. Ces réactions favorables ont des chances de continuer dans les années qui viennent, à mesure que les pays ayant dépassé le stade de la FRPC constateront que l'ISPE leur offre un cadre attractif pour se concentrer sur les grands objectifs de leur programme et pour explorer des démarches alternatives afin d'atteindre ces objectifs. ■

Maitland MacFarlan et John Green  
FMI, Département Afrique

## Les banques africaines manquent de courage

Les banques africaines ont de l'argent, mais «elles ne prêtent pas beaucoup. Le plus gros problème est de les inciter à prêter davantage. Ce n'est pas une question de liquidité. Elles ont de l'argent... Les banques manquent de courage», si l'on en croit Patrick Honohan qui, avec son collègue de la Banque mondiale, Thorsten Beck, est l'auteur d'un nouveau livre de la Banque mondiale sur la finance en Afrique.

Lors d'un débat qui s'est tenu le 13 mars à la Banque mondiale à propos du livre *Making Finance Work for Africa*, M. Honohan, conseiller principal à la Banque mondiale, a déclaré que les pays d'Afrique subsaharienne avaient fait au cours de la décennie précédente quelques progrès dans l'approfondissement de leur système financier. Le crédit au secteur privé, les dépôts bancaires et les engagements à court terme ont tous augmenté depuis 1996. De plus, on constate une certaine remontée des marchés boursiers. Toutefois, les systèmes financiers dans la plupart de ces pays sont dominés par les banques; or les systèmes bancaires africains sont peu développés, en termes absolus et relatifs. Ils hésitent aussi à prêter au secteur privé et les rares prêts qu'ils leur consentent coûtent cher.

Selon M. Honohan, les marges bancaires sont élevées, beaucoup plus que dans la plupart des autres pays, peut-être parce que les

banques perçoivent les prêts comme risqués. Elles ne prêtent qu'environ 30 % de leurs ressources au secteur privé. Dans la plupart des autres régions, la proportion est de 60 % ou davantage (en Amérique latine et dans les pays à revenu élevé, elle est de 70 %).

En conséquence, ce sont les systèmes financiers d'Afrique subsaharienne qui sont le plus souvent cités comme un obstacle à la croissance dans une enquête auprès d'entreprises. M. Honohan et M. Beck, économiste financier principal, proposent un certain nombre de réformes pour augmenter la finance pour la croissance, notamment rassurer les banques quant aux risques en améliorant les systèmes d'information et les infrastructures juridiques (y compris les droits de propriété), en éliminant les réglementations inutiles et en cherchant d'autres sources de financement, comme les caisses de retraite et de sécurité sociale.

En plus des améliorations destinées à stimuler la croissance économique, M. Honohan et Beck ont mentionné des progrès technologiques comme l'Internet et la téléphonie mobile, qui peuvent rompre l'isolement et remplacer les services de guichet coûteux pour permettre aux ménages et aux petites entreprises d'accéder plus facilement aux services bancaires, objectif que les auteurs appellent *la finance pour tous*. ■

## Modernisation

# Le FMI réforme son dispositif de surveillance

Le FMI s'emploie actuellement à moderniser le cadre dans lequel il accompagne et conseille ses 185 États membres en matière de politique économique et financière, en vertu de son mandat traditionnel dit de «surveillance». La surveillance a pour objectif de promouvoir la santé des économies nationales et la stabilité du système financier international. Dans le cadre de sa stratégie de réforme à moyen terme, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, a mis l'accent sur le rôle vital de la surveillance dans la capacité d'adaptation de l'institution aux nouveaux défis de la mondialisation.

Cette mission, pour être efficace, doit répondre à plusieurs critères : elle doit être pertinente, impartiale, transparente, équitable et responsable, et de surcroît prendre en compte les retombées régionales et mondiales des actions menées — un domaine dans lequel le FMI, de par sa composition quasi-universelle, se pose en interlocuteur idéal. En accord avec cette stratégie, le FMI a lancé une série d'initiatives visant à rehausser l'efficacité de sa mission de surveillance. Certaines d'entre elles ont vocation à améliorer les outils d'analyse utilisés par l'institution, tandis que d'autres se focalisent sur l'amélioration des

Encadré 1

### Améliorer la surveillance

En complément du travail mené sur la mise à jour du cadre légal, le FMI examine actuellement un certain nombre d'évolutions visant à améliorer l'exécution de son mandat de surveillance. Parmi les mesures encore au stade expérimental, les consultations multilatérales constituent un nouveau véhicule permettant au FMI de discuter de manière simultanée avec plusieurs pays de problématiques partagées et de promouvoir une politique de solutions élaborées en commun. La première consultation de ce type porte sur la manière de résoudre les déséquilibres des paiements tout en préservant la croissance.

Parmi ces initiatives figure également la volonté d'accroître la pertinence du dialogue entretenu entre le FMI et les autres pays afin de focaliser le débat sur les questions les plus importantes, notamment par la mise en place d'une procédure simplifiée de consultation portant sur une sélection de pays. Le FMI travaille également à renforcer la perspective mondiale et régionale de sa mission de surveillance et à améliorer sa capacité d'analyse des taux de change ainsi que des places financières et des marchés des capitaux. Dans le cadre de ce processus, l'institution a récemment affiné la méthodologie utilisée jusqu'ici pour l'évaluation des taux de change à moyen terme réels et en a étendu la portée à d'autres pays. Enfin, de nouveaux outils sont en cours de développement avec pour objectif d'améliorer l'intégration de l'analyse du secteur financier et des marchés des capitaux dans les évaluations macroéconomiques.



Le marché des changes à Copenhague.

procédures (encadré 1). Un autre bloc — moins concret mais tout aussi important — de mesures vise à réexaminer et, si nécessaire, moderniser le cadre dans lequel s'exerce le mandat de surveillance du Fonds. Ces réformes sont examinées dans les lignes suivantes.

La surveillance couvre plusieurs fonctions importantes. Elle permet au FMI d'offrir à la communauté internationale une évaluation impartiale et experte des politiques économiques et financières de chacun de ses pays membres (encadré 2). Elle repose sur un dialogue ouvert, au sein duquel le FMI, en tant que conseiller pleinement agréé, apporte son soutien à ses États membres. La surveillance apporte également l'appareil nécessaire à la coopération économique internationale en offrant à ses membres le forum au sein duquel ils peuvent discuter de questions relatives aux évolutions macroéconomiques tant au niveau national que mondial, et notamment des conséquences des mesures prises par un État donné sur les autres pays. Cette coopération est un pré-requis vital dans le contexte dominant d'économie mondialisée, où les mesures économiques et financières prises par un pays donné peuvent affecter le bien-être économique de nombreux autres. Enfin, la surveillance, par son rôle en matière d'apport d'information, contribue à la qualité du débat sur les politiques économiques et financières et au bon fonctionnement des marchés.

### Un peu d'histoire

La surveillance telle qu'elle est pratiquée aujourd'hui a été mise en place à la fin des années 70. En 1977, le Conseil d'administration élaborait une déclaration de politique générale visant à doter le FMI et ses pays membres d'un outil d'aide à la mise en œuvre de la nouvelle version de l'article IV des Statuts, introduite après l'effondrement du système de taux de change fixes mis en place lors de la conférence de Bretton

Woods. Cette déclaration — «Décision de 1977 sur la surveillance des politiques de change» — reste au cœur du mandat du Fonds en matière de surveillance.

Depuis cette époque cependant, la pratique du FMI en matière de surveillance a évolué pour s'adapter aux mutations du paysage économique et financier, avec comme étape probablement la plus marquante la nécessité de prendre en compte l'extraordinaire développement des places financières et des marchés des capitaux et son corollaire, à savoir l'augmentation des flux transfrontaliers de capitaux privés. Cette expansion a amené le FMI à focaliser son action sur la surveillance du secteur financier et à accorder un degré d'attention beaucoup plus élevé aux conséquences mondiales, notamment sur les taux de change. Le FMI a commencé à s'intéresser de près aux politiques structurelles en tant qu'outils de relance de la croissance au lendemain des chocs pétroliers des années 70, de la crise de la dette des pays en développement dans les années 80 et de l'émergence des économies de transition durant les années 90. Les questions institutionnelles — comme l'indépendance de la banque centrale et la réglementation du secteur financier — relèvent désormais de la surveillance, sur la foi de récentes études montrant que la conjugaison d'institutions faibles et de politiques macroéconomiques médiocres est susceptible de ralentir la croissance. Enfin, depuis les crises des marchés émergents de la fin des années 90, le FMI évalue aussi le degré de vulnérabilité des pays aux crises.

Pour résumer, le FMI n'a eu de cesse d'affiner ses outils d'analyse afin de s'adapter aux évolutions de l'économie mondiale. En effet, ce que l'on entend aujourd'hui par «meilleures pratiques» diffère considérablement de la perception que l'on avait de ce concept ne serait-ce que cinq ans auparavant, au point que le FMI étudie en ce moment la question de savoir s'il doit également réformer le cadre légal de sa mission de surveillance.

### Réformer le cadre de la surveillance

Un réexamen du fondement de la surveillance — adopté il y a 30 ans — est important en ce sens qu'il permettra d'améliorer la gouvernance, la transparence et le degré de responsabilité du FMI. Une telle démarche permet également aux États membres de s'assurer qu'ils sont en accord avec le rôle et la mission de surveillance de leur institution au 21<sup>e</sup> siècle, et de formuler clairement leurs attentes. C'est ainsi que les 24 membres du Conseil d'administration du FMI ont lancé en 2006 un audit de la décision de 1977. Les initiateurs de cette démarche, dont les grandes lignes ont déjà recueilli une large adhésion, s'emploient maintenant à établir un consensus dans d'autres domaines.

Bien que la revue soit en cours, certaines choses sont déjà claires. Premièrement, s'il faut réviser la décision, cela n'imposera aucune obligation nouvelle aux pays membres; de surcroît, le dialogue et la persuasion resteront des piliers de la surveillance. Deuxièmement, on continuera à mettre l'accent sur la nécessité de prendre en compte la situation particulière de chaque pays et de traiter équitablement tous les pays. Troisièmement, la surveillance restera souple pour s'adapter aux mutations de l'économie mondiale

Encadré 2

### Les consultations au titre de l'article IV — De quoi s'agit-il? À quoi servent-elles?

À intervalles réguliers, en général une fois par an, les économistes du FMI se rendent dans les 185 pays membres de l'institution pour recueillir des informations et discuter des développements, perspectives et politiques économiques avec les représentants des gouvernements et des banques centrales. Dans le cadre de ce processus, les experts du FMI rencontrent également des dirigeants d'entreprises, des représentants des syndicats, des députés et des organisations représentatives de la société civile.

La mission du FMI, une fois sa visite achevée — une étape qui comprend la remise d'un rapport préliminaire aux autorités — regagne son siège pour y rédiger un rapport final, lequel est à son tour soumis au Conseil d'administration pour discussion. Ce document présente un certain nombre d'informations relatives au contexte, un résumé de la discussion avec les autorités (y compris leur point de vue) et l'appréciation globale des experts du FMI en charge du dossier. Dans le cadre de ce processus, l'administrateur représentant le pays concerné a la possibilité de communiquer le point de vue des autorités aux autres membres du Conseil.

Chacun des 185 pays membres du FMI est représenté au Conseil d'administration par les 24 administrateurs qui sont habilités à soumettre des déclarations avant les réunions du Conseil et à participer à la discussion pendant les réunions. Les opinions émises par le Conseil sont synthétisées à la fin de la session dans ce qu'il est convenu d'appeler le «Résumé du Président». Ce document, qui constitue la conclusion formelle de la consultation au titre de l'article IV, est alors communiqué aux autorités du pays concerné. C'est ensuite avec l'accord de ces dernières que le rapport et la note d'information au public sont publiés sur le site Internet du FMI.

Le FMI examine également les méthodes utilisées pour évaluer l'efficacité de sa mission de suivi et de consultation et pour établir les priorités, le but étant de s'assurer de la solidité des méthodologies que l'institution utilise pour savoir si la surveillance atteint ses objectifs et aide effectivement les pays membres à rehausser le niveau de leur performance économique. Le fait de disposer d'objectifs clairement définis est crucial pour fixer de bons repères de réalisation. Dans ce contexte, un des outils envisagés porte sur l'établissement d'une liste de priorités (note de surveillance) devant faire l'objet d'un suivi dans un délai prédéterminé. Un tel outil orienterait la mise en œuvre de la surveillance et faciliterait l'évaluation de l'efficacité des conseils dispensés par le FMI. ■

Lynn Aylward

FMI, Département de l'élaboration et de l'examen des politiques

## L'économie indienne menacée de surchauffe

L'économie indienne continue d'enregistrer des résultats impressionnants. Sa croissance est plus rapide et, à condition de lancer les bonnes réformes, l'Inde peut réellement tirer parti d'une démographie favorable pour poursuivre sur sa lancée, ce qui se traduira par une élévation du niveau de vie et un recul de la pauvreté. Dans l'immédiat, toutefois, le pays doit veiller à éviter la surchauffe, dans un contexte d'accélération de l'inflation, de surexpansion du crédit et d'envolée des prix des actifs.

Avec un PIB qui s'est accru en moyenne de 8,5 % pendant quatre ans d'affilée, l'Inde est l'un des pays qui connaît la croissance la plus rapide. Elle était déjà connue pour les solides résultats de son secteur des services, mais son industrie manufacturière progresse également. Par rapport à la majorité des pays est-asiatiques, qui s'évertuent à diminuer leur dépendance vis-à-vis des exportations, l'Inde bénéficie d'une forte demande intérieure. En outre, sa croissance diversifiée lui permet d'atténuer les effets néfastes de la volatilité des cours pétroliers mondiaux et du ralentissement de l'économie américaine.

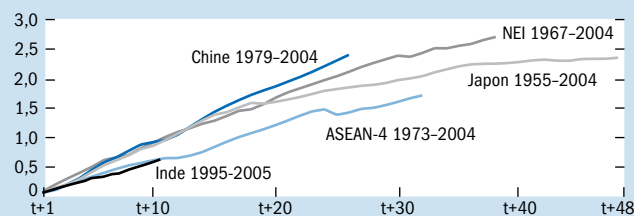
La croissance indienne semble amorcer un décollage qu'avaient initialement favorisé les réformes structurelles du milieu des années 90 (graphique). Progressivement, ce décollage se traduira par une hausse significative du niveau de vie : d'après les estimations de croissance tendancielle établies par le FMI, le revenu réel par habitant doublera tous les treize ans. L'Inde peut même faire encore mieux en s'appuyant sur la croissance rapide de sa population d'âge actif, qui devrait augmenter de 140 millions durant la prochaine décennie. Pour s'assurer une croissance durable, elle devra néanmoins trouver le juste équilibre, en dosant judicieusement ses politiques macroéconomiques, en poursuivant les réformes et en créant des emplois. Dans cette optique, il lui faut impérativement combiner quatre grandes mesures :

- gérer la stabilité des prix et la stabilité financière en limitant le risque d'emballement de la demande à court terme et en continuant de renforcer la réglementation financière;

### Décollage

La croissance du PIB se maintient autour de 8 % depuis 2002 et l'avenir est prometteur.

Croissance en production (log, indice à la période t)



Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007; estimations des services du FMI.  
NEI = nouvelles économies industrielles; ASEAN-4 = Indonésie, Malaisie, Singapour et Thaïlande.

### L'Inde en bref

**Capitale :** New Delhi

**Superficie :** 2.973.190 km<sup>2</sup>

**Population :** 1,11 milliard (2005/06)

**Espérance de vie :** 64,71 ans

**PIB par habitant :** 716 dollars (2005/06)

**Principales exportations :** logiciels et services informatiques, textiles, joaillerie, agriculture, construction mécanique et produits chimiques

- garantir la viabilité des finances publiques mais financer le développement en réduisant la dette et conserver une marge budgétaire pour couvrir les dépenses sociales et les dépenses d'infrastructure;
- diversifier le marché des capitaux pour développer les circuits de l'épargne, de l'investissement et de la gestion des risques;
- promouvoir une croissance à plus forte intensité de main-d'œuvre et un meilleur partage des fruits de cette croissance en procédant à des réformes structurelles pour créer un cadre dans lequel la croissance bénéficiera davantage aux plus défavorisés.

### Relâcher la pression sur l'accélérateur monétaire

Le risque de surchauffe augmente. L'inflation progresse, avec une hausse récente de plus de 6 % de l'indice annuel des prix de gros, contre environ 4 % il y a un an (tableau). Les taux d'intérêt réels sont bas, tandis que le taux de l'argent, le crédit et les prix des actifs s'envolent. Autant de signes annonciateurs d'une surchauffe.

Consciente du danger, la Reserve Bank of India a resserré sa politique monétaire la semaine dernière en relevant son principal taux prêteur de 175 points de base au lieu de 150 et son coefficient de trésorerie de 150 points au lieu de 100. Pour accroître la solidité du système bancaire, la banque centrale indienne a durci la réglementation prudentielle et indiqué aux banques comment réaliser des simulations de crise. En poursuivant dans cette voie, elle peut limiter les risques de dérapage de l'inflation et s'assurer que les banques sauront procéder à un dépistage précoce de toute baisse de la qualité des actifs.

### Réduire la dette pour financer le développement

Les comptes budgétaires de l'Inde n'ont jamais été aussi sains depuis dix ans. Le déficit des administrations publiques devrait revenir à environ 6 % du PIB pour l'exercice 2006-07 (clos en mars), contre un peu plus de 10 % en 2001-02. La vigueur de la croissance économique a joué un rôle non négligeable, notamment en dopant les recettes fiscales. Mais une partie du mérite revient aussi au cadre de réforme budgétaire indien, qui repose sur deux piliers. Le premier, la Loi sur la responsabilité et la ges-



tion budgétaires, fixe des objectifs en matière de déficit de l'administration centrale; l'autre, à savoir la Douzième Commission des finances, propose des allègements de dette et autres mesures incitatives aux États de la fédération s'ils adoptent des lois de responsabilité budgétaire, ce que la plupart ont fait.

Pour autant, la remise en ordre des comptes budgétaires indiens n'est pas terminée. La dette publique représente encore 80 % du PIB et il faut trouver une marge de manœuvre budgétaire pour financer les dépenses sociales prioritaires. Réduire le déficit permettrait également aux autorités d'accélérer la libéralisation des opérations en capital. Pour y parvenir, quantité d'options sont envisageables : supprimer certaines exonérations; créer une taxe fédérale sur les biens et les services; éliminer les subventions non essentielles et revoir le ciblage des subventions sur les produits alimentaires, le pétrole et les engrais; et abaisser les plafonds d'emprunt fixés aux États. À court terme, la rigueur budgétaire peut aussi contribuer à limiter le risque d'emballement en accompagnant l'orientation plus stricte de la politique monétaire.

### Densifier les circuits financiers

En Inde, comme dans de nombreux pays asiatiques, des marchés de capitaux plus développés faciliteraient la croissance en augmentant l'efficacité de l'intermédiation financière et en offrant aux opérateurs du marché un plus grand choix d'outils de gestion des risques. Des circuits financiers plus étoffés et plus denses permettraient également à l'État indien d'atteindre deux objectifs clés, à savoir le financement de ses besoins considérables en infrastructures et la libéralisation des opérations en capital.

La priorité est de créer le cadre indispensable à l'émergence de marchés très actifs. Les instruments du marché monétaire et les obligations d'État constituent des titres de référence qu'il faut rendre plus liquides, par exemple en concentrant les émissions de référence et en augmentant les possibilités de vente à découvert et de participation des investisseurs étrangers. Le développement du marché des obligations d'entreprises, aujourd'hui embryonnaire, pourrait passer par une rationalisation des émissions et par l'ouverture à un plus large éventail de souscripteurs (via une réforme du système de retraite, par exemple).

### Risques d'inflation

Bien que la dette publique ait diminué, l'inflation repart.

	2004/05	Prov. 2005/06	Est. 2006/07
	(variation en pourcentage)		
PIB réel	7,5	9,0	8,9
Prix de gros	6,5	4,4	6,4 <sup>1</sup>
	(en pourcentage du PIB)		
Dette des administrations publiques	85,7	81,9	79,3
Solde courant (milliards de dollars)	-2,5	-9,1	-22,7
Dette extérieure	17,7	15,7	18,1
	(millions de dollars)		
Réserves brutes	141,5	151,6	198,6

Sources : autorités indiennes; estimations et projections des services du FMI.

<sup>1</sup>À la fin de la semaine qui se termine le 24 mars 2007.



Une inspection de nouvelles voitures sur une grande chaîne de montage à Pune, Inde.

### Promouvoir la croissance de l'emploi et renforcer l'infrastructure

Les résultats en termes de création d'emplois ont été décevants. Dans le secteur formel, le niveau de l'emploi n'a pratiquement pas varié depuis le début des années 90. Près de 60 % de la population active travaille encore dans l'agriculture, ce qui explique en grande partie que plus de 800 millions d'Indiens vivent avec moins de 2 dollars par jour. Conscient des défis à relever, le gouvernement se concentre sur la suppression des goulets d'étranglement qui freinent la croissance (insuffisance des infrastructures, etc.). Il se tourne, par exemple, vers des partenariats public-privé pour essayer de satisfaire les immenses besoins en infrastructure, qui sont chiffrés à plus de 300 milliards de dollars à moyen terme. L'India Infrastructure Finance Company (IIFC) a été spécialement créée pour offrir des facilités de (re-)financement à des projets de longue haleine concernant des infrastructures commerciales.

En prenant des mesures de ce type et en lançant des réformes complémentaires dans des secteurs comme l'éducation, l'Inde espère révéler son potentiel inexploité et profiter de sa courbe démographique pour atteindre et maintenir un rythme de croissance soutenu et relever le niveau de vie de chaque citoyen. ■

Charles Kramer

FMI, Département Asie et Pacifique

# FMI Bulletin

Nouvelles, opinions et analyses  
du FMI

Lisez-le en ligne

@

[www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey)



## L'adhésion à l'UE aidera la Bulgarie à pérenniser sa croissance

Une étape importante dans le long redressement de la Bulgarie après la crise d'il y a dix ans a été l'approbation le 16 mars par le Conseil d'administration du FMI de la quatrième et dernière revue de l'accord de précaution approuvé en 2004. Ce pays, l'un des derniers à entrer dans l'UE, est désormais prêt à relever les défis de l'adhésion, mais il doit, s'il veut en récolter les fruits, appliquer avec constance des politiques macroéconomiques prudentes assurant la stabilité financière et l'exécution des réformes structurelles nécessaires au maintien de la croissance.

### Quelle différence en une décennie!

Il y a dix ans, l'avenir était sombre pour les Bulgares. L'incapacité à réformer les entreprises publiques et à briser leur dangereuse association avec l'État et les banques privées a conduit à l'effondrement financier et économique de 1996–97. En prenant en charge les pertes de ces entreprises, les banques, dont la banque centrale, ont alimenté une inflation galopante et sapé la confiance des citoyens dans le système bancaire. En 1997, l'inflation excédait 1000 %, le PIB s'était effondré (baisse cumulée de la production de 17 points en 1996–97) et le chômage dépassait 18 %, malgré les importants moyens budgétaires mis en œuvre pour rétablir la stabilité.

En 2006, le paysage économique bulgare avait radicalement changé grâce aux programmes soutenus par le FMI. Le revenu réel était en forte progression, le taux de chômage avait été divisé par deux et l'inflation était tombée en deçà de 10 %. Le contexte économique international favorable et, récemment, l'optimisme lié à la perspective d'adhésion à l'UE n'étaient pas étrangers à cette amélioration, mais les progrès réalisés étaient en grande partie dus aux politiques macroéconomiques et aux réformes structurelles solides nécessaires pour soutenir le dispositif de caisse d'émission arrimant la lev d'abord au deutsche mark, puis, à un taux équivalent, à l'euro.

### De bons résultats

D'après nombre d'indicateurs, les résultats économiques sont globalement satisfaisants. Le PIB réel a progressé de 5,8 % en moyenne en 2004–06 grâce à une demande intérieure privée soutenue, le chômage est tombé nettement en deçà de 10 % en décembre 2006 et, bien qu'elle dépasse le chiffre prévu dans le programme et les objectifs à moyen terme des autorités, l'inflation est restée dans l'ensemble modérée.

L'application de politiques rigoureuses a joué un rôle clé. Parmi les pays dépourvus de produits de base, la Bulgarie est celui qui a suivi la politique budgétaire la plus prudente. Les excédents budgétaires successifs (plus de 3½ % du PIB en 2006) ont permis de réduire de moitié la dette publique brute (elle a été ramenée à 25 % du PIB) et d'accumuler des réserves budgétaires (environ 10 % du PIB à la fin de 2006) pour soutenir la caisse d'émission. Si le dynamisme de l'ac-

### La Bulgarie en bref

Capitale : Sofia

Superficie, zones aquatiques incluses : 110.900 km<sup>2</sup>

Population : 7.667.022 (est. de juillet 2006)

Espérance de vie : 72,3 ans

PIB par habitant : 9.793 dollars (est. de 2006)

Principales exportations : textiles, chaussures, fer et acier, machines et équipements, carburants



tivité a dopé les recettes, les compressions de dépenses ont aussi joué un rôle. Le durcissement des règles prudentielles et du contrôle bancaire a ramené la confiance dans le système bancaire. Comme dans le reste de la région, la croissance du crédit bancaire s'est accélérée, atteignant un taux de 50 % en 2004. Ce résultat tient à l'ouverture du compte de capital et à la libéralisation du secteur financier, ainsi qu'au fait que rares étaient ceux qui avaient accès au crédit à l'époque du régime communiste. Si elle a ralenti récemment, à cause en partie de restrictions temporaires, cette croissance reste dynamique.

La réforme structurelle a aussi apporté sa contribution. Les autorités ont commencé à accroître la flexibilité du marché du travail en supprimant la transférabilité des primes d'ancienneté statutaires et en réduisant les cotisations sociales. Le secteur public et, entre autres, la santé et l'éducation, ont été réorganisés. Les autorités ont plafonné les hausses salariales pour les principales entreprises publiques déficitaires tout en poursuivant la privatisation. Toutefois, davantage aurait pu être fait pour améliorer le climat des affaires, notamment, comme l'UE le souligne dans ses rapports de suivi successifs, en luttant plus vigoureusement contre la corruption et en finissant de moderniser le système d'agrément et d'immatriculation des entreprises, réforme prévue au programme mais longtemps laissée de côté.

Du fait du degré élevé d'ouverture commerciale et du compte de capital, de l'optimisme motivé par l'adhésion à l'UE et de la forte expansion du crédit, le déficit courant a presque triplé entre 2004 et 2006, atteignant près de 16 % du PIB. Bien qu'il ait été régulièrement financé par les apports nets massifs d'investissement direct étranger, la dette extérieure privée a elle aussi connu une forte progression, supérieure à la réduction de la dette publique. Entre 2003 et fin 2006, où elle dépassait 80 % du PIB, la dette extérieure totale

a augmenté de 20 points, rendant la Bulgarie plus vulnérable aux chocs extérieurs.

Pour résumer, les progrès réalisés par la Bulgarie ont permis de créer un climat propice à la réussite de son intégration à l'UE. Les perspectives pour 2007 sont favorables : la croissance devrait avoisiner les 6 % et l'inflation tomber progressivement à environ 4 % à la fin de l'année (voir tableau). Cependant, les facteurs de vulnérabilité structurels s'amplifiant (encore que de nombreux indicateurs soient dans une certaine mesure rassurants), les autorités seraient bien inspirées de poursuivre les politiques macroéconomiques prudentes qui leur ont jusqu'à présent bien réussi.

### Les défis de l'adhésion

L'accession de la Bulgarie à l'UE est une étape cruciale dans la réintégration de ce pays dans le concert des nations. Elle offre bel et bien de bonnes perspectives de soutien de la croissance. Premièrement, le pays pourrait, par des projets adéquatement classés par ordre de priorité et ciblés, améliorer ses résultats à moyen terme en renforçant et en complétant ses infrastructures. Deuxièmement, l'intégration complète à la zone de libre échange européenne devrait stimuler le commerce et la concurrence, et par conséquent la productivité. Troisièmement, toute réduction du risque attribué à la Bulgarie encouragera l'investissement privé et aidera à renouveler et à accroître le stock de capital. À plus court terme, les flux financiers nets en provenance de l'UE (fonds structurels servant à financer des projets, aides au titre de la politique agricole commune et paiements compensatoires, par exemple) devraient stimuler l'activité intérieure.

L'adhésion à l'UE ne résoudra pas tous les problèmes. Les résultats économiques ne pourront être satisfaisants que si les autorités continuent de mettre en œuvre des politiques macroéconomiques saines et des réformes structurelles pérennes. Grâce au large consensus en faveur du cadre macroéconomique en place depuis 1997, le dialogue entre les partenaires sociaux s'est amélioré, ce qui a facilité la poursuite des réformes structurelles. Quoiqu'il en soit, compte-tenu de la longueur de la pé-

riode de rattrapage, il faudra beaucoup de volonté politique et de patience pour éviter que la réforme ne finisse par lasser.

Une politique budgétaire prudente demeure la clef de voûte du cadre macroéconomique. La politique monétaire ne peut être indépendante, car la Bulgarie s'est engagée à sortir du système de caisse d'émission et à adopter l'euro (ce qui nécessite de participer avec succès au mécanisme de change européen II pendant au moins deux ans). Compte tenu du dynamisme de la demande intérieure privée, il importe que les autorités ne stimulent pas davantage l'économie. Partiellement malmené par l'impact des flux financiers de l'UE, l'excédent budgétaire devrait revenir à 2,3 % du PIB en 2007. La relance budgétaire est toutefois plus modérée que prévu, car la baisse de l'excédent est en partie due à la contribution de la Bulgarie au budget de l'UE et n'a que peu d'impact sur la demande intérieure. Parallèlement, l'arrivée de ressources non budgétaires liées à l'adhésion aura un effet stimulant propre. La prudence budgétaire est donc cruciale, en raison surtout de la baisse rapide anticipée de la population et de l'impact budgétaire imminent de son vieillissement.

La réduction de l'inflation s'annonce difficile. Les prix sont actuellement deux fois moins élevés que la moyenne de la zone euro. Comme ils devraient, avec le revenu réel, rattraper le niveau européen, le taux d'inflation va sans doute continuer de dépasser celui de la zone euro pendant quelque temps, ce qui plaide encore plus fortement en faveur d'une politique budgétaire prudente et d'un effort résolu en vue d'accroître la productivité.

En effet, compte tenu du recul démographique prévu, la croissance de la productivité sera l'un des principaux facteurs permettant de faire progresser les salaires. Le défi est colossal pour la Bulgarie. Les autorités devront se battre sur de nombreux fronts, y compris, bien entendu, améliorer la qualité de l'éducation et investir dans la recherche et le développement. La réforme des marchés des produits et du travail donnera peut-être encore de meilleurs résultats. Des obstacles à l'entrée sur le marché des produits protègent actuellement les entreprises de la concurrence, limitant leur capacité à innover et à adopter de nouvelles technologies. Un marché du travail plus flexible est un complément naturel de la réforme de celui des produits, car les rigidités qui empêchent de supprimer les postes en surnombre et freinent la mobilité des travailleurs vers des activités à plus forte valeur ajoutée pénalisent la croissance. D'autres réformes du marché du travail sont nécessaires afin de relever le taux d'emploi comparativement faible de la Bulgarie. Enfin, pour continuer d'attirer les investisseurs, il faut déployer avec détermination des efforts considérables en vue d'améliorer le climat des affaires, et notamment lutter contre la corruption. Le rang peu élevé donné à la Bulgarie par les indicateurs de la Banque Mondiale et de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement est la preuve évidente de l'urgence qu'il y a à réformer la gouvernance et à améliorer le climat des affaires dans ce pays. ■

Robert P. Hagemann

FMI, Département Europe

### Des résultats solides

La Bulgarie récolte les fruits de politiques macroéconomiques prudentes, mais des difficultés subsistent.

	2003	2004	2005	Est. 2006	Proj. 2007
Inflation (IPC, glissement annuel, fin de période)	5,6	4,0	6,5	6,5	4,2
PIB réel (variation en pourcentage)	4,5	5,7	5,5	6,2	6,0
Solde budgétaire (% du PIB)	-0,4	1,8	2,3	3,6	2,3
Solde courant (% du PIB)	-5,5	-5,8	-11,3	-15,9	-15,8
Dette extérieure (% du PIB)	60,2	64,2	70,5	81,2	81,0
IDE net (% du solde courant)	187,3	136,2	127,4	106,3	77,2
Impayés de plus de 90 jours (% du total des prêts)	3,2	2,0	2,2	2,2	... <sup>1</sup>
Prêts en devises (% des prêts au secteur privé)	42,8	47,5	47,3	45,3	... <sup>1</sup>

Sources : autorités bulgares; estimations et projections des services du FMI.

<sup>1</sup>Néant.

## L'Afrique au centre des débats des parlementaires

Plus de 200 parlementaires d'une centaine de pays se sont réunis au Cap, à l'occasion de la conférence annuelle du Réseau parlementaire sur la Banque mondiale (RPsBM) du 15 au 17 mars, pour évoquer leur contribution au développement et aux progrès de leurs pays vers les objectifs du Millénaire pour le développement (OMD). L'Afrique a été au centre des débats — et a suscité un échange animé entre les parlementaires et M. Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, M. Paul Wolfowitz, Président de la Banque mondiale, M. Donald Kaberuka, Président de la Banque africaine de développement (BAD), et M. Trevor Manuel, Ministre des finances d'Afrique du Sud. C'est la première fois que cette conférence se tenait à l'extérieur de l'Europe.

En réunissant les responsables des institutions financières internationales et le G-20 (que l'Afrique du Sud préside actuellement) au Cap, le RPsBM a braqué les projecteurs sur l'Afrique — et sur le rôle que les organisations multilatérales, les bailleurs de fonds, les États, et les parlementaires peuvent chacun jouer pour y favoriser la croissance et relever le niveau de vie de ses populations.

### Que faut-il faire?

Selon M. de Rato, les taux de croissance actuels, bien qu'élevés au regard du passé, ne sont pas suffisants pour réduire sensiblement la pauvreté et aider l'Afrique à atteindre l'OMD consistant à diminuer celle-ci de moitié à l'horizon 2015. Les pays doivent doper la croissance par l'intensification des échanges, le développement du secteur privé, une utilisation plus efficace des ressources publiques et la diversification des secteurs financiers. Les parlementaires ont un rôle essentiel à jouer, car «rien ne peut remplacer les politiques et les décisions d'inspiration nationale».

Dans son discours d'ouverture, M. Manuel a noté que les gouvernements africains doivent continuer à élargir l'espace budgétaire et à approfondir l'intégration régionale. Il a également souligné que «la gouvernance mondiale — responsabilités et obligation de rendre compte de nos institutions multilatérales — doit jouer un rôle déterminant dans la réalisation des résultats économiques et sociaux associés à une croissance soutenue et à des politiques avisées.»

### Augmentation des apports d'aide

M. Wolfowitz a noté qu'une grande part de l'aide supplémentaire récente a servi à alléger la dette et



Le Directeur général du FMI accueille Gwendoline Lindiwe Mahlangu-Nkabinde, Vice-Présidente de l'Assemblée nationale d'Afrique du Sud.

à épauler trois pays (Iraq, Afghanistan et Nigéria). M. Wolfowitz et Kaberuka ont insisté sur la nécessité de développer l'infrastructure africaine, un problème fondamental, car les bailleurs de fonds allouent leur aide à des projets spécifiques (santé et éducation) et le renforcement de l'infrastructure n'est pas suffisamment financé. M. Abdoulaye Bio-Tchané, Directeur du Département Afrique du FMI, est intervenu au cours d'une réunion d'experts sur l'efficacité de l'aide et précisé que les bailleurs de fonds et les pays bénéficiaires devront travailler en collaboration, ces derniers déterminant l'emploi des fonds.

### Rôle des parlementaires

Quel peut être le rôle des parlementaires dans ce processus? M. Kimmo Kiljunen, membre du Parlement finlandais et nouveau co-Président du RPsBM, a signalé que des réunions telles que la Conférence sont utiles en ce qu'elles renforcent la responsabilisation des institutions multilatérales. Dans cet esprit, une séance de questions-réponses a été organisée avec les responsables du FMI, de la Banque mondiale et de la BAD. M. Manuel a appelé les parlementaires à s'informer et à demander des comptes aux organisations multilatérales. «C'est seulement ainsi que les sociétés que vous représentez tireront pleinement profit d'institutions qui travaillent véritablement en harmonie avec vous pour atteindre des objectifs humains communs», a-t-il conclu. ■

Sabina Bhatia

FMI, Département des relations extérieures

Pour plus de renseignements sur la conférence, voir le site [www.pnowb.org](http://www.pnowb.org); sur le FMI et les parlementaires, [www.imf.org/legislators](http://www.imf.org/legislators).



Laura Wallace  
Rédactrice en chef

Jeremy Clift  
Rédacteur principal

Elisa Dieh  
Directrice de production

Camilla Andersen  
James Rowe  
Simon Willson  
Ina Kota  
Rédacteurs

Lijun Li  
Assistante de rédaction

Kelley McCollum  
Assistante de production

Julio Prego  
Infographiste

Jorge Salazar  
Graphiste

Édition française  
Division française

Services linguistiques

Alfred Detchou  
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<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 X2007, 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.