

Les pays du Moyen-Orient doivent se diversifier

Fin octobre, le Directeur général du FMI a effectué un voyage de quatre jours au Moyen-Orient au cours duquel il a rencontré de hauts responsables d'Arabie Saoudite, du Liban et d'Égypte, et inauguré à Beyrouth le Centre régional d'assistance technique du Moyen-Orient (METAC), créé par le FMI pour apporter un soutien technique à la région, et aider en particulier les pays qui sortent d'un conflit, tels que l'Iraq, l'Afghanistan, le Soudan et la Cisjordanie et Gaza (voir encadré), à combler leurs énormes besoins en capacités institutionnelles. Pendant toute sa visite, M. de Rato a engagé les dirigeants du Moyen-Orient à profiter du redressement de l'économie mondiale et de la hausse des cours du pétrole «pour consolider l'assise macroéconomique de leur pays et accroître l'épargne pour les générations futures, tout en créant un environnement propice à une croissance économique soutenue et à la création d'emplois par le secteur privé afin de répondre à l'augmentation rapide de

la population active». Il a en outre assuré que le FMI était prêt à collaborer étroitement avec tous les pays de la région pour atteindre ces objectifs.

Pendant la première partie de son voyage, M. de Rato a eu des entretiens à Djedda, en Arabie Saoudite,



Le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, (à gauche), à Beyrouth, aux côtés de Fouad Siniora, Ministre des finances libanais sortant.

avec des ministres des six pays membres du Conseil de coopération du Golfe (CCG). À cette occasion, il s'est félicité de la ferme volonté de ces pays de maintenir la stabilité du marché pétrolier en augmentant la production face à la montée de la demande, ce qui, a-t-il dit, soutiendra l'expansion en cours de l'économie mondiale.

Ces dernières décennies, les pays du CCG ont connu une transformation économique et sociale sans précédent. L'amélioration de leur position financière, le niveau relativement faible de leur dette extérieure et la moder-

nisation de leurs infrastructures, a dit M. de Rato, «illustrent les bienfaits d'une bonne gestion des richesses pétrolières et de l'ouverture (voir page suivante)

Inauguration à Beyrouth du Centre régional d'assistance technique au Moyen-Orient

Le 25 octobre, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, et le Ministre des finances sortant du Liban, Fouad Siniora, ont inauguré à Beyrouth le Centre régional d'assistance technique au Moyen-Orient (METAC). Ce centre régional, qui est le cinquième créé par le FMI, desservira l'Afghanistan, la Cisjordanie et Gaza, l'Égypte, l'Iraq, la Jordanie, le Liban, la Libye, le Soudan, la Syrie et le Yémen. Il aura pour mission, d'une part, d'aider ces pays à se doter des moyens de mener leurs politiques macroéconomiques avec efficacité et, d'autre part, d'appuyer l'intégration de la région dans l'économie mondiale. Les capacités seront renforcées, en particulier dans les domaines de la gestion des dépenses publiques, de l'administration des recettes, de la restructuration des banques, de la surveillance bancaire et des statistiques plurisectorielles. Le centre aidera aussi les pays qui sortent d'un conflit à rétablir la stabilité macro-

économique et à mettre en place les institutions de base nécessaires à l'action des pouvoirs publics.

Lors de l'inauguration du METAC, M. Siniora a déclaré que le centre offrait aux États membres l'occasion de mettre à profit les leçons des expériences réussies des uns et des autres en matière de réformes macroéconomiques et financières. «L'assistance technique du FMI vise avant tout à transmettre des connaissances et un savoir-faire afin que les pays de la région soient mieux à même d'élaborer et d'appliquer des politiques économiques, de promouvoir la stabilité financière et de moderniser les institutions», a noté M. de Rato. À terme, l'objectif est de porter la croissance économique «à des niveaux suffisants pour répondre à l'augmentation rapide de la population active et de permettre une amélioration réelle et soutenue des niveaux de vie», a-t-il ajouté.

Lors de sa première réunion le 26 octobre, le comité directeur du METAC a examiné le programme de travail provisoire du centre, qui sera affiné au cours des mois à venir lorsque les besoins des pays auront été évalués.

- 313 Voyage de M. de Rato au Moyen-Orient
- 315 Conférence sur le commerce international
- 317 Pourquoi la mondialisation est une bonne chose
- 319 Le FMI et la Banque mondiale dialoguent avec les syndicats
- 320 Tanzanie : les députés et la société civile rencontrent le FMI
- 321 La productivité en Europe
- 324 L'Asie et les flux de capitaux
- 327 Le marché des créances improductives

Lire aussi . . .

- 322 Publications récentes
- 326 Sur le site du FMI
- 327 Principaux taux du FMI

des frontières au commerce, au capital et à la main-d'œuvre.» La région du Moyen-Orient, en particulier les pays du CCG, ont aussi bénéficié de la reprise récente de l'économie mondiale, qui a stimulé la demande de pétrole et d'autres produits d'exportation.

«Cependant, de nouveaux défis s'annoncent», a prévenu M. de Rato. Pour contrer la montée du chômage, les pays du CCG devront rehausser durablement leur croissance économique dans les secteurs non pétroliers et devenir moins tributaires des recettes pétrolières, qui sont peu stables. Il a salué la décision des autorités de répondre à ces défis en accélérant le rythme des réformes. Une intégration régionale plus poussée, avec à terme une union monétaire efficace, renforcerait aussi les perspectives économiques de la région. Si l'intégration régionale a déjà beaucoup progressé, a-t-il dit, «il faudra, pour réaliser l'union monétaire, consentir de nouveaux efforts afin de parvenir à un consensus politique sur les questions économiques essentielles, la définition de critères de convergence adéquats, l'élaboration de normes statistiques communes et l'établissement des institutions nécessaires.» Les pays du CCG ont créé une union douanière au début de 2003 et envisagent la mise en place d'un marché commun d'ici à 2007 et d'une monnaie unique trois ans plus tard.

Arabie Saoudite: le pilier de la région

Lors de sa rencontre à Riyad le 24 octobre avec le prince héritier Abdullah d'Arabie Saoudite, M. de Rato a souligné le rôle important de ce pays qui assure la stabilité du marché pétrolier et concourt au progrès économique de la région. Il a salué la décision du royaume d'augmenter la production de pétrole, d'accroître sa capacité de production, et de renforcer la coordination entre producteurs et consommateurs.

M. de Rato s'est aussi félicité du soutien économique et financier apporté par l'Arabie Saoudite à l'Iraq et à d'autres pays de la région. «Le soutien du royaume a été déterminant pour faire avancer sensiblement l'intégration régionale, notamment par l'élimination de la plupart des obstacles à la libre circulation des biens, des services, du capital et de la main-d'œuvre, et pour encourager la libéralisation économique dans les autres pays hors CCG, ce qui a contribué à la croissance soutenue et à la stabilité de toute la région», a déclaré M. de Rato. Il a encouragé l'Arabie Saoudite à continuer de prendre l'initiative pour apaiser les tensions régionales, promouvoir les politiques favorables à la libéralisation et à l'intégration, et aider l'Iraq à renforcer sa position financière et à retrouver sa place dans l'économie régionale. «La décision du gouvernement saoudien d'envisager un allègement de dette en faveur de l'Iraq, a dit M. de Rato, contribuerait grandement à améliorer la viabilité économique de ce pays.»

Sur le plan intérieur, l'Arabie Saoudite a connu une transformation économique et sociale sans précédent

ces dernières décennies. Face à la montée du chômage, les autorités ont cherché à diversifier l'économie et à développer le secteur privé. Il s'agit maintenant de se concentrer sur l'expansion du secteur privé pour créer des emplois.

Liban : réduire les facteurs de vulnérabilité

Le 25 octobre, M. de Rato s'est rendu au Liban pour assister à l'inauguration du METAC. Il a déclaré à cette occasion que, au prix d'énormes efforts, le Liban avait renoué avec la prospérité et retrouvé sa place d'important centre économique régional. Lors d'entretiens avec le Président Émile Lahoud, le Président du Parlement Nabih Berri, le Premier Ministre désigné Omar Karameh et le Ministre des finances sortant Fouad Siniora, il a souligné que le FMI avait entièrement confiance dans la solidité de l'économie libanaise. Il a cependant insisté aussi sur la nécessité de poursuivre les réformes, notamment de procéder aux privatisations tant attendues, pour réduire la dette publique, qui dépasse aujourd'hui 35 milliards de dollars.

Égypte : améliorer le climat des affaires

M. de Rato a terminé son voyage en Égypte le 26 octobre. Il y a rencontré le Président Hosni Mubarak, le Premier Ministre Ahmed Nazif, le Ministre des finances Youssef Boutros-Ghali, le Gouverneur de la Banque centrale Farouk El Okdah, ainsi que d'autres hauts fonctionnaires. M. de Rato s'est dit très encouragé par la ferme volonté des autorités de libéraliser l'économie et de supprimer les obstacles au développement du secteur privé (baisse des droits de douane, réductions d'impôt, partenariats privé-public et coentreprises bancaires) et par leur intention de restructurer le secteur financier du pays.

En même temps, M. de Rato a exhorté l'Égypte à stimuler la croissance et réduire le chômage. Pour que la croissance progresse de façon soutenue, a-t-il dit, l'Égypte devra s'intégrer étroitement aux flux d'échanges et d'investissements mondiaux en continuant de s'ouvrir dans le cadre des accords commerciaux multilatéraux et bilatéraux. De nouveaux efforts seront nécessaires, a-t-il affirmé, pour améliorer le climat des affaires et éliminer les obstacles et les restrictions qui subsistent. Le développement du secteur privé aidera à absorber l'augmentation rapide de la main-d'œuvre en Égypte, où la création d'emplois devra s'accélérer pour faire reculer le chômage des jeunes. Mais l'Égypte devra avant tout freiner l'augmentation de la dette publique, notamment en menant une politique budgétaire prudente. ■

La décision du gouvernement saoudien d'envisager un allègement de dette en faveur de l'Iraq contribuerait grandement à améliorer la viabilité économique de ce pays.

Rodrigo de Rato

Conférence du FMI sur le commerce international . . .

Les accords commerciaux aident-ils les pays en développement?

Une multitude d'accords commerciaux régionaux (plus de 200 actuellement) et les régimes préférentiels unilatéraux dont bénéficient certains pays en développement sont en train de redessiner le système commercial mondial. Alors que la libéralisation du commerce progresse par à-coups au niveau mondial et, pour certains pays, au niveau bilatéral, ces changements sont-ils une bonne nouvelle pour les pays en développement? Le FMI a-t-il un rôle à jouer dans ce processus? Une conférence qui s'est tenue le 19 octobre sous l'égide du Département des études du FMI a apporté quelques éléments de réponse.

Tous les intervenants l'ont dit : les régimes commerciaux préférentiels, qu'ils prennent la forme d'accords commerciaux ou d'une réduction des droits de douane sur les exportations des pays en développement, ne sont pas équivalents à une libéralisation du commerce. Il est bon de se rappeler, estime John Romalis, chercheur résident au Département des études du FMI, que ces arrangements ne bénéficient pas à tous les partenaires commerciaux d'un pays. Il est donc plus exact de parler d'accords «préférentiels» et non de libre-échange, puisqu'ils n'abaissent les barrières commerciales qu'entre les pays parties à ces accords.

À première vue, traiter de façon préférentielle les exportations des pays en développement peut paraître légitime, mais Çağlar Özden, économiste à la Division du commerce international de la Banque mondiale, souligne que cela pose de nombreux problèmes. On peut être surpris, par exemple, que les pays à faible revenu n'exploitent pas complètement ces avantages (le taux d'utilisation moyen est de 35 %). Les secteurs d'exportation qui intéresseraient le pays bénéficiaire sont souvent des secteurs «sensibles» pour le pays donateur et, par conséquent, sont souvent exclus de l'accord. De plus, ces dispositifs s'accompagnent souvent de contraintes pour le pays bénéficiaire en ce qui concerne les règles d'origine, les normes en matière d'emploi et d'environnement, et les droits de propriété intellectuelle. Enfin, il arrive souvent que, une fois utilisé, le régime préférentiel soit supprimé. Ce n'est qu'en déterminant si ces arrangements favorisent la création d'entreprises viables dans le pays bénéficiaire que l'on peut savoir s'ils sont efficaces ou non; rien n'est moins sûr. D'après M. Özden, ils n'ont que des effets limités et n'incitent guère le pays bénéficiaire à se libéraliser.

Une préparation au multilatéralisme?

De l'avis de Hans-Peter Lankes (chef de division au Département de l'élaboration et de l'examen des poli-

tiques du FMI), les accords préférentiels ne vont pas disparaître. Il souhaite que l'Organisation mondiale du commerce (OMC) les surveille de plus près et que le FMI s'y intéresse davantage, dans le contexte à la fois de la surveillance et de la négociation des programmes, afin d'en atténuer les effets indésirables.

Mais ces accords sont-ils bénéfiques? M. Romalis reconnaît qu'il est difficile de trancher, mais il estime que ces arrangements sont avantageux dans trois cas : lorsque le commerce entre les deux pays est déjà important, car cela diminue le risque de détournement des échanges; lorsque les droits de douane sont très élevés; et lorsque ces accords sont conclus entre des pays développés et des pays en développement. Quant à la question de savoir si ces types d'arrangements freinent la libéralisation multilatérale, les observations empiriques ne permettent pas de se prononcer.

Selon d'autres intervenants, ces accords sont à éviter, car ils risquent d'entraîner un détournement des échanges. De l'avis de Anne Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, la prolifération des accords commerciaux régionaux et préférentiels entrave la libéralisation du commerce, car, une fois qu'un pays a signé un accord, il ne peut plus modifier sa politique commerciale sans l'assentiment de ses partenaires. Les pays peuvent ainsi se cacher les uns derrière les autres pour éviter la libéralisation.

T.N. Srinivasan, de l'université de Yale, considère carrément que ces accords «n'ont pas leur place dans un monde de libéralisation globale et multilatérale» et que «plus vite on s'en débarrassera, mieux cela vaudra». Il serait favorable aux accords commerciaux régionaux s'ils étendaient les réductions de droits de douane à tous les États non membres, ce qu'Alan Winters, Directeur du Groupe d'études sur le développement de la Banque mondiale, juge impossible. Mieux vaut se préoccuper du fait que, ces accords étant si nombreux, chaque pays est forcément exclu de certains d'entre eux, et que les non-membres sont en général perdants.

Pour David Richardson, de l'université de Syracuse, les choses sont plus nuancées. À son avis, ces accords pourraient être une étape vers une libéralisation multilatérale plus large. Ils pourraient devenir plus acceptables s'ils comportaient une clause obligeant les participants à harmoniser et réduire leurs droits de douane sur une période de dix à vingt ans. L'harmonisation résoudrait le problème des règles d'origine et la réduction des droits de douane diminuerait le risque de détournement des échanges. L'OMC pourrait se charger de contrôler périodiquement l'avancement de ces réformes.



John Romalis



Çağlar Özden

Des gagnants et des perdants

Les pays en développement peuvent-ils se permettre de réformer leur politique commerciale, sachant que la libéralisation des échanges se traduit parfois par une perte de recettes fiscales et, par conséquent, une dégradation des finances publiques? C'est une question importante pour certains pays, en particulier en Afrique, dont un quart à un tiers des recettes fiscales proviennent des taxes sur le commerce international. Michael Keen, chef de division au Département des finances publiques du FMI, a noté que, en théorie, le remplacement des taxes sur les échanges par des impôts indirects devrait entraîner une amélioration du niveau de vie ainsi qu'une hausse des recettes.



Michael Keen

D'après les premiers résultats de son étude, les pays à faible revenu et à revenu intermédiaire, à quelques exceptions près, n'ont pu recouvrer que 30 à 50 % de la perte de taxes sur les échanges. Il semblerait en outre que le taux de remplacement des recettes ait diminué dans le temps et soit plus important en Amérique latine et en Afrique qu'au Moyen-Orient et en Asie.

Ces résultats soulèvent plusieurs questions : la baisse observée des recettes est-elle due à des changements de politique ou à des chocs? Y a-t-il un lien de causalité entre la modification des droits de douane et l'évolution des recettes? Manifestement, des études plus approfondies s'imposent dans ce domaine important.

Les effets que pourrait avoir la libéralisation du commerce agricole sur les pays en développement font aussi l'objet d'un large débat. Il est généralement admis que ces pays bénéficieraient énormément de la suppression des subventions agricoles dans les pays riches. Mais cela n'est peut-être pas vrai, estime Stephen Tokarick, économiste principal au Département des études du FMI. Selon les estimations tirées d'un modèle global du commerce mondial, dit-il, la libéralisation profite essentiellement aux pays riches et non aux pays en développement. Si les estimations montrent que ces derniers sont globalement gagnants, en revanche, certains pourraient être perdants, notamment ceux qui importent des produits agricoles.



Stephen Tokarick

Cependant, les choses sont compliquées par la possibilité que les pays importateurs nets deviennent exportateurs nets — et soient donc gagnants — si la libéralisation entraîne une hausse des cours internationaux des produits agricoles, ce qui pourrait accroître la production et faire baisser la consommation dans ces pays. En outre, les pays en développement ont tendance à taxer plutôt qu'à subventionner leur agriculture. La hausse des cours internationaux engendrerait une augmentation de la production qui compenserait la taxe sur les produits agricoles. Cependant, même si les pays en développement doivent s'attendre à une hausse du coût des importations, celle-ci sera relativement faible : environ 2 % pour les importations concernées (l'augmentation pourrait atteindre 3 % dans

neuf pays environ). Pour ces pays, il faudrait prévoir un mécanisme de financement, comme le mécanisme d'intégration commerciale du FMI.

Le rôle du FMI

Le FMI a-t-il un rôle à jouer dans la libéralisation du commerce? Selon Raghuram Rajan, Conseiller économique du FMI et Directeur du Département des études, il importe que le FMI continue d'insister sur les bienfaits du libre-échange et de l'ouverture du commerce mondial, non seulement pour les marchandises, mais aussi les facteurs de production que sont le travail et le capital. En effet, aux termes de ses Statuts, le FMI doit «faciliter l'expansion et l'accroissement harmonieux du commerce international», a rappelé Shang-Jin Wei, chef de l'unité Commerce du Département des études, et des travaux du FMI ont déjà permis de battre en brèche quelques idées reçues concernant certains aspects du commerce international, tels que les délocalisations.

De l'avis de M. Srinivasan, le rôle du FMI doit consister essentiellement à défendre la libéralisation du commerce, mais d'autres intervenants estiment qu'il devrait avoir un rôle plus actif à cet égard. M^{me} Krueger a rappelé que le FMI était prêt à travailler avec les pays qui seraient pénalisés par la libéralisation du commerce, en particulier par la perte de recettes fiscales qui en découlerait, étant donné que c'est cet argument qui est parfois invoqué pour freiner la libéralisation. M. Winters estime que, par des études et des conseils objectifs quant aux effets probables de la libéralisation du commerce, en particulier sur le plan budgétaire, le FMI pourrait persuader les pays que «leur politique commerciale doit être compatible avec leurs objectifs de développement».

M. Richardson a suggéré, étonnamment, que l'OMC pourrait s'inspirer du système de pondération des voix utilisé à la Banque mondiale et au FMI pour surmonter ses problèmes de gouvernance.

Conclusions

De l'avis général, les régimes commerciaux préférentiels ne sont pas systématiquement bénéfiques; ils peuvent aussi pénaliser les pays concernés. Des études récentes aident à discerner les nuances qui se font jour dans le système commercial mondial. À mesure que cette évolution se poursuit, des travaux approfondis continueront d'être nécessaires pour mieux en comprendre la portée. ■

Stephen Tokarick
FMI, Département des études

Photographies : Nabil Ismael, pages 313–14; Henrik Gschwindt De Gyor, Eugene Salazar et Michael Spiloto (FMI), pages 315–19 et 328; Michaela Schrader, page 320.

Forum du livre du FMI . . .

Pourquoi la mondialisation est une bonne chose

Le débat sur la mondialisation se poursuit, les uns affirmant qu'elle rehausse le niveau de vie, les autres qu'elle aggrave la pauvreté et les inégalités. Lors du Forum du livre du FMI, le 22 septembre, Martin Wolf, rédacteur-en-chef adjoint et chroniqueur économique principal au *Financial Times*, a vigoureusement défendu la mondialisation et lui a prédit un brillant avenir. En présentant son livre intitulé «*Why Globalization Works*» (Pourquoi la mondialisation fonctionne), il a réfuté l'idée d'une mondialisation qui saperait la souveraineté, affaiblirait la démocratie, accroîtrait les inégalités, encouragerait l'exploitation des ressources par les multinationales et dévasterait l'environnement.

Compte tenu de l'instabilité économique, de la crainte du terrorisme, des réflexes protectionnistes face au changement économique et de la montée en puissance de nouveaux concurrents — surtout la Chine et, depuis peu, l'Inde —, les adversaires de l'intégration économique pourraient causer de graves dégâts, reconnaît M. Wolf, mais, d'après lui, ces forces contraires ne sont pas assez puissantes pour faire échec à la mondialisation. Il est donc peu plausible que l'intégration mondiale s'arrête, comme ce fut le cas entre les deux guerres au début du XX^e siècle sous l'effet des rivalités internationales, de l'instabilité économique, du protectionnisme et des idées anti-libérales.

Aujourd'hui, la situation est différente pour quatre raisons fondamentales. Premièrement, il existe pour le moment un seul pouvoir hégémonique incontesté, les États-Unis, ce qui rend une guerre entre grandes puissances peu probable dans l'avenir proche. Deuxièmement, toutes les grandes puissances acceptent désormais l'idée que la prospérité découle du développement économique interne et des échanges pacifiques, plutôt que des conquêtes territoriales et du pillage. Troisièmement, elles sont toutes favorables aujourd'hui à l'économie de marché ainsi qu'à une forme ou une autre d'intégration économique et politique internationale. Enfin, quatrièmement, les institutions mondiales et une coopération internationale étroite renforcent la stabilité fondamentale de l'ordre politique.

La mondialisation menacée?

Mais M. Wolf note qu'il existe un point commun évident avec les années 30. L'effondrement de l'ordre économique et politique mondial au début du XX^e siècle s'explique en grande partie par la rivalité entre puissances concurrentes. «Si les États-Unis ne renoncent pas à la suprématie mondiale au profit d'un partage d'influence, un conflit avec la Chine semble presque inévi-

table», estime-t-il. Outre ces pressions politiques, l'essor de la Chine forcera le reste du monde à procéder à un douloureux ajustement économique, phénomène qui alimente déjà des pressions protectionnistes dans plusieurs pays. Mais ce qui menace le plus l'ouverture des frontières au niveau mondial, c'est le mégaterrorisme, qui doit être combattu, affirme M. Wolf, non par la fermeture des frontières, mais par la coopération mondiale et le renforcement des mesures de sécurité.

Un deuxième danger réside dans l'instabilité économique. L'élément décisif de l'effondrement de l'économie intégrée de la fin du XIX^e et du début du XX^e siècles a été sans aucun doute la crise de 1929, avec son cortège de crises financières et de change. Dans les pays en développement, depuis deux décennies, les crises de ce type surviennent avec une fréquence inquiétante. Des crises financières et de change graves ont aussi éclaté dans les pays avancés pendant les années 80 et au début des années 90; le Japon ne s'en est pas encore complètement remis et une énorme bulle boursière s'est formée aux États-Unis qui a culminé en 2000. Ce sont autant de signes d'instabilité financière. «Pourtant, il est presque impossible, affirme M. Wolf, d'imaginer une répétition des années 30.» Le passage aux taux de change flottants a considérablement réduit les risques de crise. En outre, il est frappant que, malgré les crises récentes, aucun pays important n'est revenu sur son adhésion au libre-échange.

Les forces protectionnistes ne sont pas aussi puissantes que par le passé, note M. Wolf, et l'avènement de sociétés transnationales intégrées au plan international fait que les producteurs sont moins enclins au nationalisme. À son avis, l'idée d'un secteur économique purement national a, heureusement, de moins en moins de sens, ce qui affaiblit le lobby protectionniste. En outre, si la diminution des salaires relatifs et des emplois qualifiés inquiètent beaucoup de gens dans les pays à revenus élevés, ils ont, en tout état de cause, perdu de leur influence politique sous l'effet du recul général de la classe ouvrière industrielle. Enfin, les lobbys protectionnistes ont beaucoup plus de mal à influencer les parlements en raison des nombreux engagements internationaux à prendre en compte.

Le dernier élément de l'effondrement de l'ordre mondial du début du XX^e siècle a été la montée des idées anti-libérales. On en trouve l'équivalent aujourd'hui, surtout sous la forme de groupes constitués pour



M. Wolf : Si nous voulons vivre dans un monde meilleur, nous devons non pas nous attarder sur les échecs de l'économie de marché, mais sur l'hypocrisie, la cupidité et la stupidité — voire pire — qui entachent si souvent l'action des pouvoirs publics tant dans les pays en développement que dans les pays développés.

lutter contre le capitalisme mondial. Mais ces groupes, qui rassemblent des écologistes, des lobbys pour le tiers-monde, des populistes, des socialistes, des communistes et des anarchistes, sont très loin d'avoir la cohérence intellectuelle des opposants au libéralisme d'il y a un siècle, affirme M. Wolf. Ils ne sont unis que dans leur opposition et n'offrent aucune solution de rechange pour gérer une économie. Un mouvement qui se contente de protester a peu de chances de triompher.

Vers un monde meilleur?

Selon M. Wolf, le principal obstacle à une répartition plus équitable de la prospérité mondiale ne tient ni à l'intégration économique internationale ni aux sociétés transnationales, comme l'affirment certains. Il vient de la multiplicité des États souverains indépendants, qui diffèrent largement par leurs capacités et leurs qualités. Le plus important facteur d'inégalité et de pauvreté endémique est le fait que l'humanité est fragmentée en près de 200 pays différents, dont certains sont prospères, bien gouvernés et civilisés, alors que beaucoup d'autres sont, hélas, pauvres, mal gouvernés et, pour le moment, apparemment incapables d'assurer une existence tolérable à leurs citoyens. En matière de développement, la gageure consiste à surmonter cette fragmentation politique et ses conséquences.

Comment concilier la réalité d'un monde divisé en États souverains inégaux et les possibilités offertes par l'intégration? Certaines des critiques adressées à la mondialisation sont recevables, estime M. Wolf. Par exemple, il serait raisonnable de laisser les pays en développement aider, mais non protéger, leurs industries naissantes. De même, il est incontestable que les pays riches doivent ouvrir leurs marchés aux pays en développement.

«Mais les plaintes les plus extrêmes des adversaires de l'intégration n'ont aucun sens», estime M. Wolf. Les sociétés transnationales ne dominent pas le monde. Pas plus que l'Organisation mondiale du commerce (OMC) ou le FMI ne peuvent obliger les pays à agir contre leur gré. Les systèmes financiers solides n'ont pas à craindre les crises. L'intégration économique mondiale ne laisse pas les États sans défense, pas plus qu'elle n'est à l'origine de niveaux sans précédent de pauvreté et d'inégalité.

Les dix commandements de la mondialisation

«Vers quoi devons-nous tendre au juste?», demande M. Wolf. Il répond par ce qu'il appelle les «dix commandements de la mondialisation».

- L'économie de marché est le seul système capable de faire progresser durablement la prospérité, en fournissant l'assise de démocraties stables et libérales et en donnant à chaque être humain la possibilité de réaliser son but dans la vie.

- L'État reste le centre du débat politique et de la légitimité. Les institutions supranationales doivent toujours se rappeler que leur autorité et leur légitimité émanent des États membres.

- Il est dans l'intérêt de l'État et des citoyens de participer à des dispositifs fondés sur des traités internationaux et à des institutions qui fournissent des biens publics mondiaux.

- Ces dispositifs doivent cependant être spécifiques, délimités, applicables et restreints.

- Parmi ces dispositifs, l'OMC, bien que ce soit une grande réussite, s'est trop écartée de sa fonction première, qui consiste à promouvoir la libéralisation des échanges commerciaux; elle s'est, par exemple, trop intéressée aux aspects des droits de propriété intellectuelle qui touchent au commerce et devrait se recentrer sur sa mission.

- Il est bon de mettre en place des dispositifs couvrant l'investissement et la concurrence internationale, mais il est préférable de les limiter à quelques pays seulement afin de garantir des critères de qualité raisonnables.

- À long terme, les pays ont intérêt à s'intégrer aux marchés financiers mondiaux, mais ils doivent le faire avec prudence, en en comprenant bien les risques.

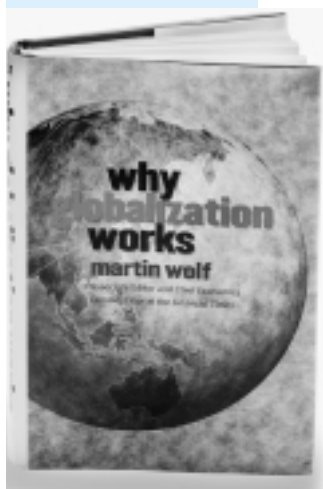
- En l'absence d'un prêteur mondial de dernier resort, un système spécifique et explicite est nécessaire, comme le dit le FMI, pour coordonner et organiser les sursis de paiement et renégocier les dettes souveraines.

- Même si l'APD n'est aucunement une garantie de réussite des politiques de développement, les sommes aujourd'hui offertes sont si faibles et les ressources de certains pays si insuffisantes qu'on ne peut contester la nécessité d'accroître cette aide, faute de quoi une grande partie du monde va rester sur le bord du chemin.

- Enfin, et c'est peut-être le plus difficile, on devrait toujours, ou presque toujours, laisser les pays tirer les leçons de leurs erreurs. Mais la communauté internationale doit aussi avoir la capacité, la volonté et la sagesse d'intervenir lorsqu'il est évident que les États ont définitivement échoué.

Tous ces commandements sont importants, mais les deux premiers, qui concernent les marchés et les États, le sont particulièrement, a dit M. Wolf. «Si nous voulons vivre dans un monde meilleur, nous devons non pas nous attarder sur les échecs de l'économie de marché, mais sur l'hypocrisie, la cupidité et la stupidité — voire pire — qui entachent si souvent l'action des pouvoirs publics tant dans les pays en développement que dans les pays développés. ■

Christine Ebrahim-zadeh
FMI, Département des relations extérieures



Why Globalization Works, de Martin Wolf, est publié par Yale University Press. Ce document est en vente au prix de 30 dollars.

La réduction de la pauvreté au cœur de la rencontre entre le FMI et les syndicats

Environ 80 dirigeants syndicaux, représentant près de 200 millions de travailleurs dans le monde, ont rencontré la direction, des fonctionnaires et des administrateurs du FMI et de la Banque mondiale à Washington du 6 au 8 octobre pour parler de la pauvreté, de la création d'emplois, de l'insertion sociale et de la réduction des inégalités. Si les dirigeants syndicaux reconnaissent que les institutions de Bretton Woods font des efforts pour consulter davantage les syndicats et la société civile, ils estiment que le FMI continue de négliger l'emploi, les salaires et la protection sociale dans les conseils de politique économique qu'il prodigue aux pays. Cette réunion, la deuxième d'un cycle biennal institué en 2002, s'inscrit dans la tradition du dialogue engagé il y a plus de dix ans avec le mouvement syndical mondial.

Dans son allocution d'ouverture, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, s'est félicité de la poursuite du dialogue avec les syndicats, en notant que, dans de nombreux pays, ils sont un instrument important, et parfois indispensable, du changement social. Dans un monde en mutation perpétuelle, les pays doivent s'adapter, c'est-à-dire, bien souvent, se préparer au vieillissement de leur population, moderniser le marché du travail et libéraliser le commerce. La participation de la société civile, y compris les organisations syndicales et patronales, à ces débats économiques et sociaux peut renforcer le consensus nécessaire pour opérer des choix souvent difficiles. Et il faut mettre à profit les périodes de vive expansion de l'économie mondiale, comme la période actuelle, pour entreprendre des réformes, car les changements de comportement sont plus faciles pendant une reprise économique.

La délégation syndicale, qui était dirigée par Guy Ryder, Secrétaire général de la Confédération internationale des syndicats libres (CISL), et Willy Thys, Secrétaire général de la Confédération mondiale du travail (CMT), accompagnés de représentants des fédérations syndicales mondiales et de la Commission syndicale consultative auprès de l'OCDE, a fait observer que, même si le FMI semble optimiste quant aux perspectives de l'économie mondiale, la plupart des pays en développement n'atteindront pas, tant s'en faut, les objectifs de développement pour le Millénaire fixés par les Nations Unies. La communauté internationale doit se montrer plus ambitieuse en matière d'allègement de dette et examiner les différentes initiatives proposées, notamment une forme de taxation mondiale, pour mobiliser davantage de financements. Les dirigeants syndicaux ont cependant pris acte de l'observation de M. de Rato, selon qui le problème de

la mobilisation de nouvelles ressources est d'ordre politique, et non technique.

Ils ont aussi souligné que la pauvreté ne pouvait être réduite qu'avec de bonnes politiques. À leur avis, les institutions de Bret-



ton Woods font fausse route en donnant la priorité à une libéralisation économique axée sur la croissance et fondée sur le marché, «car la croissance ne suffit pas». Ils estiment que l'emploi, les salaires et la protection sociale ne reçoivent pas l'attention voulue, et que la croissance doit s'accompagner de la création d'emplois «décentés» et d'une amélioration de la sécurité et de la justice sociales.

Ils se sont félicités que les syndicats locaux soient consultés plus systématiquement lors des discussions annuelles (au titre de l'article IV) que le FMI mène avec chaque pays et à l'occasion des autres missions de l'institution. Mais, disent-ils, les syndicats locaux devraient participer davantage à l'élaboration des stratégies de réduction de la pauvreté dans les pays à faible revenu. Les représentants du FMI ont précisé que c'étaient les gouvernements qui décidaient qui consulter.

Beaucoup des représentants syndicaux continuent de reprocher au FMI de ne pas tenir compte de la situation particulière de chaque pays lorsqu'il préconise l'assouplissement du marché du travail, ce qui entraîne en général une simple déréglementation et une aggravation de l'insécurité sociale. Ils ont demandé que les syndicats soient davantage consultés afin de limiter les effets perturbateurs de la restructuration du marché du travail. ■

Sofia Soromenho-Ramos
FMI, Département des relations extérieures

En haut : Andrew Kailembo, Secrétaire général de la CISL-AFRO, Nairobi (à gauche), et Lawrence Egulu, Internationale des services publics; ci-dessus : Willy Thys, Secrétaire général de la CMT (à droite), et Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI; à gauche : Guy Ryder, Secrétaire général de la CISL (premier plan), et Willy Kiekens, Administrateur du FMI.

Un résumé des débats, approuvé par tous les participants, sera affiché ultérieurement sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

En Tanzanie, les députés et la société civile veulent collaborer davantage avec les pouvoirs publics

Le 15 octobre, le FMI et la Commission des affaires économiques et financières du parlement de Tanzanie ont organisé un séminaire de politique macroéconomique — le premier du genre — à l'intention des députés de ce pays, qui a été suivi le lendemain d'un atelier auquel étaient aussi invités des représentants de la société civile et des médias. Les deux manifestations, qui ont eu lieu à Bagamoyo et auxquelles ont participé quelque 30 députés et 20 représentants de laboratoires de réflexion locaux, d'ONG et de la presse, ont porté essentiellement sur les réformes engagées sous l'impulsion du Président Benjamin Mkapa pour accélérer le rythme du développement et intensifier la lutte contre la pauvreté.



Des membres de la Commission des affaires économiques et financières du Parlement tanzanien et des participants au séminaire sur la politique macroéconomique se retrouvent après la réunion.

De l'avis de tous les participants, les réformes entreprises en Tanzanie, avec l'appui du FMI et de la Banque mondiale, ont aidé le pays à passer sans encombre d'un système centralisé à l'économie de marché. Ces dernières années, la Tanzanie a bénéficié d'une forte croissance économique (environ 6 % par an), d'un faible niveau d'inflation (environ 4 % par an), de réserves solides, de l'afflux de capitaux étrangers, d'un meilleur recouvrement des recettes publiques et d'une bonne gestion des dépenses. Ces résultats tranchent nettement avec ceux des trente années précédentes, au cours desquelles la croissance avait été d'environ 2 % par an (soit moins que le taux de croissance démographique) et l'inflation de 30 % en moyenne par an.

Les vigoureux efforts de réforme du pays lui ont valu un large soutien de la communauté internationale, notamment sous la forme d'un allègement de dette de 3 milliards de dollars dans le cadre de l'initiative du FMI et de la Banque mondiale en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), et l'aide devrait atteindre 1,4 milliard de dollars (soit 13,3 % du PIB) pendant l'exercice 2005. «La Tanzanie est un bon exemple de ce qui peut être accompli avec de la détermination et des efforts», a déclaré Robert Sharer, le chef de la mission du FMI en Tanzanie.

Pourtant, il reste du chemin à parcourir avant que la Tanzanie atteigne les objectifs de développement pour le Millénaire fixés par l'ONU. Les participants ont relevé que la pauvreté et la maladie étaient encore fort répandues, que le pays restait tributaire de l'aide, que les efforts de développement étaient limités par l'étroitesse de la base d'exportation et l'instabilité régionale, et que

les progrès réalisés étaient inégalement répartis, 90 % des pauvres vivant dans les zones rurales. Les députés ont demandé que l'allègement de dette serve à améliorer les services sociaux et à accroître les dépenses en faveur des pauvres. Les représentants des ONG et des médias locaux se sont demandé si les pauvres pourraient même bénéficier de la stabilisation macroéconomique.

Peter Ngumbullu, Administrateur du FMI pour le groupe de pays dont fait partie la Tanzanie, a déclaré que tous ces problèmes appelaient des réformes ambitieuses et cohérentes, axées sur l'amélioration du climat des affaires et le développement du secteur agricole. Le Ministre adjoint des finances, Festus Limbu, a réaffirmé la ferme volonté de son gouvernement de poursuivre les réformes.

L'intensification du dialogue

L'accès à l'information et l'existence d'un dialogue ouvert sont aussi des sujets de préoccupation. En tant que représentants élus du peuple, les députés estiment qu'ils n'ont pas été suffisamment associés à l'élaboration de la stratégie de réduction de la pauvreté en Tanzanie, du budget et d'autres aspects importants des réformes économiques, et qu'ils n'ont guère participé à la prise de décision. Ils ont insisté sur le rôle qui leur incombe pour faire entendre la voix du peuple, y compris pour sensibiliser le FMI aux conséquences sociales de ses conseils. Ils ont donc particulièrement bien accueilli cet atelier de deux jours. Njelu Kasaka, le Président de la Commission des finances et des affaires économiques et du parlement tanzanien, s'est félicité que les députés soient désormais reconnus comme des interlocuteurs importants du FMI. Marie Shaba, membre de l'association tanzanienne des femmes dans les médias (TAMWA), s'est aussi réjouie de cet «énorme progrès» en émettant l'idée que les attitudes jusque-là hostiles au FMI s'expliquent peut-être par l'absence de ce type de contacts dans le passé. Musa Bilegeya, de l'association tanzanienne des organisations non gouvernementales, a défendu avec insistance l'idée qu'il faut «laisser le peuple débattre des décisions économiques».

Ces dernières années, le FMI a multiplié les contacts avec les parlementaires, en organisant des séminaires et des ateliers nationaux ainsi que des conférences régionales. Le porte-parole de l'institution, Thomas Dawson, a souligné que ces initiatives offraient l'occasion d'engager un véritable dialogue. «Elles nous permettent d'écouter vos préoccupations et de mieux comprendre le contexte politique, culturel et social dans lequel les décisions économiques sont prises», a-t-il dit. ■

La croissance de la productivité en Europe : halte au pessimisme!

En 2000, l'Union européenne a annoncé à grand renfort de publicité qu'elle avait élaboré une stratégie pour prendre en 10 ans la place des États-Unis en tant qu'économie la plus compétitive du monde. Aujourd'hui, presque cinq ans plus tard, la réalisation de cet objectif incite plutôt au pessimisme. Un nouveau rapport vient de conclure que la «stratégie de Lisbonne» risque de devenir «synonyme d'occasions manquées et de promesses non tenues». Marcello Estevão, du Département Europe du FMI, a expliqué à Camilla Andersen, du *Bulletin*, que la situation n'est pourtant pas aussi noire qu'il y paraît.

La croissance économique de l'Europe est en retrait par rapport à celle des États-Unis depuis le milieu des années 90, époque à laquelle la croissance du PIB par habitant a commencé à prendre du retard dans les grands pays européens. C'est ainsi que, dans la zone euro, le revenu par habitant (à parité de pouvoir d'achat) était inférieur d'environ un tiers par rapport aux États-Unis en 2002, contre une différence d'un quart environ au début des années 90. Plusieurs théories ont été avancées pour expliquer cette évolution. Certains l'attribuent à l'essor des technologies de l'information aux États-Unis, qui a fortement stimulé la productivité à la fin des années 90 (voir graphique supérieur). D'autres l'imputent au faible taux d'utilisation de la main-d'œuvre en Europe, dû en partie aux rigidités du marché du travail qui dissuadent les chômeurs de rechercher un emploi.

Dans une nouvelle étude du FMI, M. Estevão analyse en détail l'évolution de la productivité dans la zone euro. Sans minimiser l'importance des nets progrès réalisés à cet égard aux États-Unis à la fin des années 90, il attribue la croissance faible de la productivité du travail en Europe davantage à la baisse des investissements en capital qu'au ralentissement de la croissance de la productivité globale des facteurs — qui serait révélateur de difficultés à adopter les nouvelles technologies et à améliorer la gestion des entreprises. Il explique ce phénomène par les réformes entreprises dans de nombreux pays de la zone euro, qui, conjuguées à la modération salariale, font qu'il est plus avantageux pour les entreprises d'engager de nouveaux travailleurs que d'investir dans de nouvelles technologies pour améliorer la productivité des travailleurs en place.

Un pessimisme injustifié

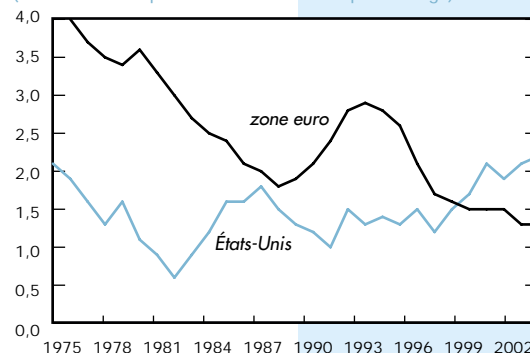
Beaucoup de pays européens s'efforcent de réduire les rigidités du marché du travail pour accroître le taux d'activité, qui est beaucoup plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis (voir graphique inférieur).

Si l'Europe a raison de réformer son marché du travail — pour répondre à la diminution de la population active engendrée par le vieillissement de la population et la baisse des taux de natalité —, cette réforme a aussi pour effet de freiner temporairement la croissance de la productivité du travail. «Si la productivité du travail progresse moins vite en Europe, c'est en raison du choc positif provoqué par l'évolution du marché du travail. Lorsque le nombre d'embauches augmente, la croissance de la productivité du travail ralentit, car le coefficient d'intensité du capital ne s'accroît pas aussi vite», estime M. Estevão.

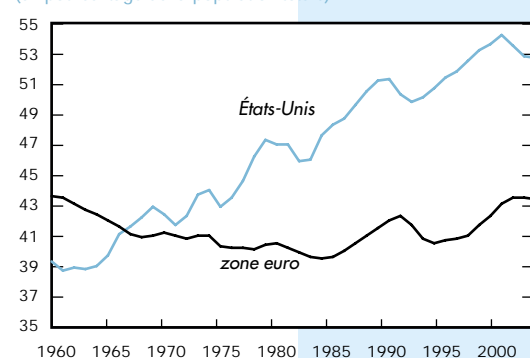
Le problème du taux d'activité et celui de la croissance de la productivité sont bien pris en compte dans la stratégie de Lisbonne, mais, selon M. Estevão, ces deux objectifs sont en partie contradictoires.

La Commission européenne et les gouvernements nationaux devraient-ils cesser de se préoccuper de la productivité? Oui et non. «Bien sûr, la productivité est importante, très importante même, mais, compte tenu des problèmes causés par la faible utilisation de la main-d'œuvre, il est préférable de se concentrer avant tout sur le taux d'activité», estime M. Estevão. Mais les décideurs doivent comprendre que cela aura un effet pervers sur la productivité du travail à court et à moyen terme. Bref, l'excès de pessimisme en ce qui concerne la croissance de la productivité du travail en Europe n'est pas justifié. L'Europe devrait donner la priorité au plus important, autrement dit, s'intéresser un peu moins à la croissance de la productivité et un peu plus au taux d'utilisation de la main-d'œuvre. ■

Meilleure productivité aux États-Unis
(croissance de la productivité du travail en pourcentage)



Taux d'emploi plus élevé aux États-Unis
(en pourcentage de la population totale)



Note : La zone euro comprend l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal.

Source : base de données CE-AMECO; base de données de l'OCDE sur la productivité; calculs des services du FMI.

Le document de travail n° 04/200, intitulé «Why Is Productivity in the Euro Area So Sluggish?», est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 323. Le texte intégral de ce document figure aussi sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Publications récentes
IMF Working Papers (Documents de travail, 15 \$)

- 04/211: Pakistan: Eighth Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF and Request for Waivers and Modification of Performance Criteria
- 04/212: Botswana: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/213: Germany: ROSC—FATF Recommendations for Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism
- 04/214: Zambia: 2003 Article IV Consultation and Ex Post Assessment of Performance Under IMF-Supported Programs
- 04/215: Pakistan: Financial System Stability Assessment, including ROSCs on Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, and Securities Regulation
- 04/216: Haiti: Staff-Monitored Program
- 04/217: Republic of Poland: 2004 Article IV Consultation
- 04/218: Republic of Poland: Selected Issues
- 04/219: Republic of Poland: ROSC on Fiscal Transparency Module—Update
- 04/220: Romania: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/221: Romania: 2004 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement
- 04/222: Zambia: Request for Three-Year Arrangement Under the PRGF
- 04/223: Democratic Republic of the Congo: Interim PRSP Preparation Status Report
- 04/224: Democratic Republic of the Congo: Joint Staff Assessment of the Interim PRSP Preparation Status Report
- 04/225: Botswana: 2003 Article IV Consultation
- 04/226: Peru: Request for Stand-By Arrangement
- 04/227: Turkey: Seventh Review Under the Stand-By Arrangement, and Requests for Waiver of Applicability and Nonobservance of Performance Criteria, Rephasing of Purchases, and Extension of Arrangement
- 04/228: United States: Selected Issues
- 04/229: Botswana: ROSC on Data Module—Response by the Authorities—Update
- 04/230: United States: 2004 Article IV Consultation
- 04/231: Republic of Congo: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/232: Republic of Congo: 2004 Article IV Consultation and New Staff-Monitored Program
- 04/233: Union of the Comoros: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/234: Euro Area Policies: Staff Report
- 04/235: Euro Area Policies: Selected Issues
- 04/236: Austria: 2004 Article IV Consultation
- 04/237: Austria: Selected Issues
- 04/238: Austria: Financial System Stability Assessment, including ROSCs on Banking Supervision, Securities Regulation, Insurance Regulation, and Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism
- 04/239: Nigeria: 2004 Article IV Consultation
- 04/240: Denmark: 2004 Article IV Consultation
- 04/241: Denmark: Selected Issues
- 04/242: Nigeria: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/243: Democratic Republic of the Congo: Fourth Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF, Requests for Waiver of Performance Criteria and Additional Interim Assistance Under the Enhanced Initiative for HIPC
- 04/244: Sweden: 2004 Article IV Consultation
- 04/245: Sweden: Selected Issues
- 04/246: Bhutan: PRSP
- 04/247: Japan: Selected Issues
- 04/248: Republic of Tajikistan: Third Review of the Three-Year Arrangement Under the PRGF, and Request for Waiver of Performance Criterion
- 04/249: Japan: 2004 Article IV Consultation
- 04/250: Mexico: Selected Issues
- 04/251: Republic of Croatia: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/252: Republic of Croatia: ROSC on Banking Supervision, Payment Systems, and Securities Regulation—Update
- 04/253: Republic of Croatia: 2004 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement
- 04/254: Mexico: 2003 Article IV Consultation
- 04/255: Solomon Islands: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/256: San Marino: Selected Issues and Statistical Appendix
- 04/257: San Marino: 2004 Article IV Consultation
- 04/258: Solomon Islands: 2004 Article IV Consultation
- 04/259: Union of the Comoros: 2004 Article IV Consultation
- 04/260: Republic of Latvia: 2004 Article IV Consultation
- 04/261: Republic of Latvia: Selected Issues
- 04/262: Japan: ROSC on Fiscal Transparency Module—Update
- 04/263: Jamaica: 2004 Article IV Consultation
- 04/264: Czech Republic: ROSC on Fiscal Transparency Module—Update
- 04/265: Czech Republic: Selected Issues
- 04/266: Czech Republic: 2004 Article IV Consultation
- 04/267: Bulgaria: Request for Stand-By Arrangement
- 04/268: Republic of Kazakhstan: Financial System Stability Assessment—Update Including ROSCs on Banking Supervision and Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism
- 04/269: Chile: Financial System Stability Assessment, including ROSCs on Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, and Securities Regulation
- 04/270: Rwanda: Second and Third Reviews Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF, Request for Waiver of Performance Criteria, and Request for

Additional Interim Assistance Under the Enhanced HIPC Initiative

- 04/271: Kingdom of the Netherlands—Netherlands Antilles: Assessment of the Supervision and Regulation of the Financial Sector Volume I—Review of Financial Sector Regulation and Supervision
- 04/272: Kingdom of the Netherlands—Netherlands Antilles: Assessment of the Supervision and Regulation of the Financial Sector Volume II— Detailed Assessment of Observance of Standards and Codes
- 04/273: Rwanda: PRSP Progress Report
- 04/274: Rwanda: Joint Staff Assessment of the PRSP Progress Report
- 04/275: Niger: 2004 Article IV Consultation, Sixth Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF, and Request for Waiver of Performance Criterion, and Ex Post Assessment of Performance Under IMF-Supported Programs

**IMF Country Reports (Rapport sur les pays membres 15 S)
(Nom du pays seul : rapport sur consultations article IV)**

- 04/147: "Structural Factors Affecting Exchange Rate Volatility: A Cross-Section Study," Jorge I. Canales Kriljenko and Karl F. Habermeier
- 04/148: "Country Insurance," Tito Cordella and Eduardo Levy Yeyati
- 04/149: "Bank Consolidation and Performance: The Argentine Experience," Ritu Basu, Pablo Druck, David Marston, and Raul Susmel
- 04/150: "Identifying Threshold Effects in Credit Risk Stress Testing," Giancarlo Gasha and Armando Morales
- 04/151: "Analysis of Recent Growth in Low-Income CIS Countries," Elena Loukoianova and Anna Unigovskaya
- 04/152: "What Are the Potential Economic Benefits of Enlarging the Gulf Cooperation Council?" Saade Chami, Selim Elekdag, and Ivan Tchakarov
- 04/153: "Quantitative Assessment of the Financial Sector: An Integrated Approach," DeLisle Worrell
- 04/154: "Measuring the Trade Effects of EMU," Hamid Faruque
- 04/155: "The IMF and Russia in the 1990s," John Odling-Smee
- 04/156: "Fiscal Policy and Debt Sustainability: Cardoso's Brazil, 1995–2002," Fabio Giambiagi and Marcio Ronci
- 04/157: "Front-Loaded or Back-Loaded Fiscal Adjustments: What Works in Emerging Market Economies?" Emanuele Baldacci, Benedict J. Clements, Sanjeev Gupta, and Carlos Mulas-Granados
- 04/158: "Dimensions of Land Inequality and Economic Development," Lennart Erickson and Dietrich Vollrath
- 04/159: "Russia and the WTO: The 'Gravity' of Outsider Status," Bogdan Lissovlik and Yaroslav Lissovlik

- 04/160: "External Debt Sustainability in HIPC Completion Point Countries," Yan Sun
- 04/161: "Grants Versus Loans," Tito Cordella and Hulya Ulku
- 04/162: "Credible Commitment to Optimal Escape from a Liquidity Trap: The Role of the Balance Sheet of an Independent Central Bank," Olivier D. Jeanne and Lars E.O. Svensson
- 04/163: "Can Public Discussion Enhance Program Ownership?" Peter Isard and Allan Drazen
- 04/164: "Monetary Policy Rules and the U.S. Business Cycle: Evidence and Implications," Pau Rabanal
- 04/165: "Will You Buy My Peg? The Credibility of a Fixed Exchange Rate Regime as a Determinant of Bilateral Trade," Bernhard Fritz-Krockow and Emilia M. Jurzyk
- 04/166: "Monetary and Exchange Rate Policies in Colombia: Progress and Challenges," Sergio Clavijo
- 04/167: "Foreign Currency Deposits and International Liquidity Shortages in Pakistan," Abbas Mirakhor and Iqbal Zaidi
- 04/168: "The Challenge of Fiscal Adjustment in a Democracy: The Case of India," Catriona M. Purfield and Ricardo Hausmann
- 04/169: "The Impact of Preference Erosion on Middle-Income Developing Countries," Katerina Alexandraki and Hans P. Lankes
- 04/170: "Financing Uganda's Poverty Reduction Strategy: Is Aid Causing More Pain Than Gain?" Mwanza Nkusu
- 04/171: "Understanding India's Services Revolution," James P. Gordon and Poonam Gupta
- 04/172: "The Role of KAMCO in Resolving Nonperforming Loans in the Republic of Korea," Dong He

Documents de synthèse

- 04/4: "Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets," Jorge E. Roldos
- 04/5: "Banking Reform in the Lower Mekong Countries," Olaf Unteroberdoerster

Divers

- IMF Research Bulletin*, Volume 5, Nos. 2 and 3
- IMF Staff Papers*, Volume 51, No. 2
- MacroLinks : Un programme sur l'interdépendance des comptes macroéconomiques, produit par l'Institut du FMI (anglais, espagnol et français)

FATF = Financial Action Task Force
 HIPC = Heavily Indebted Poor Countries
 PRGF = Poverty Reduction and Growth Facility
 PRSP = Poverty Reduction Strategy Paper
 ROSC = Report on the Observance of Standards and Codes

Ces publications peuvent être obtenues à l'adresse suivante : IMF Publication Services, Box X2004, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org.

On trouvera sur le site www.imf.org des informations en anglais concernant le FMI. Le site www.imf.org/external/fre/index.htm propose une sélection de documents en français, dont le texte intégral du *Bulletin du FMI*, du *Supplément annuel consacré au FMI* et du magazine *Finances & Développement*.

Quels enseignements l'Asie a-t-elle tirés des afflux soudains de capitaux ?

Entre le début de 2003 et le milieu de 2004, nombre de pays émergents d'Asie ont enregistré un net redressement des entrées de capitaux privés. Bien que celles-ci aient ensuite nettement ralenti au deuxième trimestre de 2004, cet afflux soudain a rappelé les observateurs et les décideurs à deux «réalités» concernant les pays émergents : ces pays doivent s'attendre à des afflux soudains de capitaux, et cela peut nécessiter des arbitrages difficiles entre les objectifs de politique économique intérieurs et extérieurs. Dans une nouvelle étude, Charles Adams, Andrea Richter Hume, Romuald Semblat et Alessandro Zanello s'appuient sur l'expérience récente dans ce domaine pour en tirer des enseignements à l'intention des décideurs.

Les interventions unilatérales ont entraîné une hausse spectaculaire des réserves de change des pays émergents d'Asie.

En 2003, environ deux tiers des flux de capitaux privés vers les pays émergents — soit un montant net de quelque 100 milliards de dollars — ont pris la direction de l'Asie. La Chine en a attiré la majorité, essentiellement sous la forme d'investissements directs étrangers (IDE). L'Inde en a aussi largement bénéficié, surtout sous la forme d'investissements de portefeuille, lesquels ont accusé une forte augmentation également en Indonésie, en Corée, en Malaisie et en Thaïlande.

Pourquoi cet attrait de l'Asie? L'amélioration des données macroéconomiques fondamentales dans une bonne partie de la région a créé un puissant pôle d'attraction pour l'épargne étrangère. L'anticipation d'une appréciation monétaire a aussi joué un rôle important, surtout en Chine et en Inde. Par ailleurs, le faible niveau des taux d'intérêt dans les grands pays industrialisés, l'atténuation des tensions géopolitiques et la montée en régime de l'économie mondiale ont poussé les investisseurs à rechercher des rendements plus élevés, et à se tourner vers des actifs plus risqués dans les pays émergents. Les exceptions ont été l'Indonésie et les Philippines, où la situation macroéconomique un peu moins favorable et l'augmentation de l'incertitude ont tempéré les entrées de capitaux privés.

L'histoire se répète-t-elle encore une fois?

Cependant, certains observateurs considèrent ces nouvelles apparemment bonnes avec prudence, en notant les similarités entre le récent essor des flux de capitaux et celui qui a précédé la crise asiatique, et ils craignent que les facteurs de vulnérabilité de la région ne réapparaissent. Leur nervosité vient surtout de ce que, si les entrées de capitaux peuvent aider les pays bénéficiaires en complétant l'épargne nationale, elles peuvent aussi entraîner une appréciation réelle de la monnaie, affaiblir les positions extérieures et, à terme, provoquer un reflux des capitaux et une crise monétaire.

Cependant, un examen plus attentif de la dernière vague d'entrées de capitaux permet de relativiser ces craintes. Au début des années 90, les flux de capitaux privés vers l'ensemble des pays émergents ont augmenté rapidement après la résolution de la crise internationale de la dette. Comme aujourd'hui, l'Asie en fut alors l'un des principaux bénéficiaires, attirant jusqu'en 1996 quelque 40 % du surcroît de capitaux, chiffré à un billion de dollars. Cet afflux de capitaux a été encouragé par le faible niveau des taux d'intérêt dans les pays avancés, des taux de change relativement fixes dans les pays bénéficiaires et des changements structurels sur les marchés financiers internationaux, notamment la libéralisation et les innovations financières, qui ont favorisé une plus grande mobilité des capitaux. Les entrées de capitaux ont fini par avoir un effet déstabilisateur, essentiellement parce qu'elles ont aggravé les faiblesses bilancielle des entreprises et des secteurs financiers en créant des asymétries dans la structure de la dette par monnaie et par échéance. Elles ont aussi alimenté les tensions inflationnistes qui s'étaient intensifiées pendant la longue période d'expansion.

Les autorités disposent d'instruments divers pour faire face à un afflux soudain de capitaux : des mesures macroéconomiques contre-cycliques (par exemple, appréciation du taux de change nominal et resserrement budgétaire), des mesures administratives qui limitent les entrées et/ou encouragent les sorties de capitaux, et des mesures prudentielles ponctuelles. Bien que la plupart des pays asiatiques aient adopté à des degrés divers des mesures de ce type, cela n'a pas suffi à atténuer les tensions entre les soldes intérieur et extérieur que l'expansion des entrées de capitaux avait provoquées au milieu des années 90. Lorsque les flux de capitaux se sont inversés brusquement dans un mouvement de panique en 1997 (la crise bancaire thaïlandaise ayant entraîné un effondrement de la confiance dans toute la région), les conséquences ont été dévastatrices pour l'économie de cette partie du monde.

Hier et aujourd'hui

À première vue, le récent essor des flux de capitaux présente des similarités avec celui qui a précédé la crise asiatique. Dans les deux cas, les entrées de capitaux sont massives, trouvent leur origine dans une situation mondiale similaire et entraînent une réaction plus ou moins similaire des pouvoirs publics. Pourtant, un examen plus minutieux révèle des différences notables.

Premièrement, la plupart des économies de la région (sauf peut-être la Chine) n'étaient pas proches de la surchauffe lorsque les entrées de capitaux se sont redressées, comme c'était le cas au milieu des années 90. Si la

croissance économique dans la région est saine, elle est tirée essentiellement par les exportations, et les pressions de la demande intérieure sont modérées. En outre, de manière générale, il n'y a pas de bulles des prix des actifs (sur le marché boursier ou dans l'immobilier).

Deuxièmement, le volume des entrées de capitaux est bien plus faible cette fois-ci par rapport au PIB. En moyenne, elles avoisinaient 4 % du PIB en 2003, contre près de 10 % en 1996 (voir graphique ci-contre). Leur composition est aussi plus favorable, avec bien moins d'emprunts extérieurs à court terme et bien plus d'IDE et d'investissements de portefeuille en 2003.

Troisièmement, les pays ont renforcé leur capacité d'adaptation à une inversion des flux de capitaux. La vulnérabilité extérieure (mesurée par le ratio dette extérieure/PIB et la couverture des réserves en termes d'engagements à court terme) est bien plus faible aujourd'hui dans l'ensemble de la région. La plupart des pays ont un excédent des transactions courantes, si bien que, en dépit des entrées massives de capitaux, la région reste exportatrice nette de capitaux. De plus, dans la majorité des pays émergents d'Asie, les régimes de change sont — en droit et en fait — un peu plus souples, et représentent un volant de sécurité naturel face aux pressions extérieures éventuelles. Quant aux facteurs de vulnérabilité intérieure qui résultent de l'endettement élevé des entreprises et des bilans fragiles des banques, la plupart des pays émergents d'Asie sont aussi en bien meilleure posture aujourd'hui.

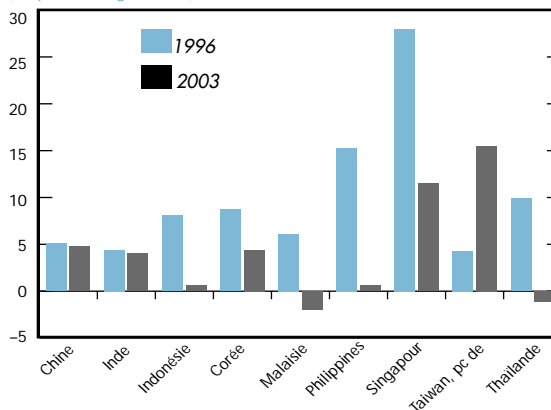
Un arbitrage bien connu

Pourtant, en dépit de ces différences, l'afflux récent de capitaux a posé aux pouvoirs publics les mêmes problèmes que lors de la période qui a précédé la crise asiatique. Et leur réaction n'a pas été différente. La forte expansion des entrées de capitaux a poussé à la hausse les monnaies de la région. Les banques centrales, soucieuses d'éviter une perte de compétitivité qui aurait pu compromettre les résultats économiques, ont choisi d'intervenir sur les marchés des changes en achetant des devises. Cette intervention unilatérale a entraîné une hausse spectaculaire des réserves de change des pays émergents d'Asie, qui ont augmenté de quelque 450 milliards de dollars entre le début de 2003 et le milieu de 2004 (voir graphique ci-contre).

Ces interventions ont créé leurs propres problèmes. Pour limiter les effets inflationnistes d'une expansion de la masse monétaire, les autorités monétaires ont épongé les liquidités en émettant des effets ou en vendant des titres publics. Or, en laissant s'accumuler les pressions à la hausse sur les taux de change, cette politique a peut-être rendu encore plus crédible pour les investisseurs l'idée d'un pari monétaire à sens unique et encouragé ainsi encore plus les entrées de capitaux. De même, les mesures visant à faciliter les sorties de capitaux ont peut-être accru l'attrait de la région pour

Les entrées de capitaux ont été moins élevées en 2003

(en pourcentage du PIB)



Sources : FMI et autorités nationales.

les investisseurs. Ce cercle vicieux montre qu'il est difficile d'utiliser la politique monétaire pour chercher à atteindre simultanément des objectifs économiques intérieurs (inflation) et extérieurs (taux de change).

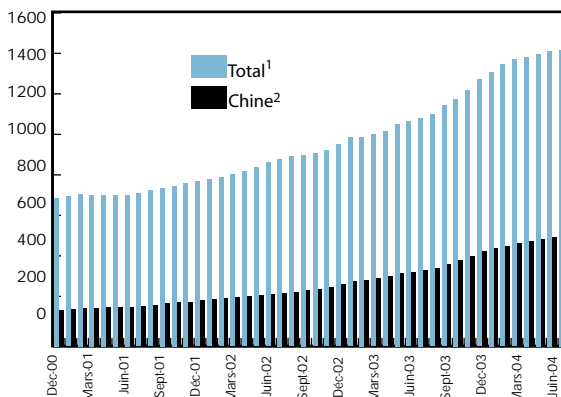
Que faire maintenant?

L'expansion récente des entrées de capitaux a pris fin avant que la tension entre objectifs intérieurs et extérieurs devienne intenable. Plusieurs facteurs, notamment une révision en hausse des anticipations concernant les taux d'intérêt américains et la crainte grandissante d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise, ont entraîné une inversion (voire un ralentissement) des investissements de portefeuille, entre autres.

Cependant, l'anticipation d'une hausse rapide des taux d'intérêt américains ayant reflué, les fonds de placement internationaux se tournent de nouveau vers les pays émergents d'Asie et quelques pays enregistrent déjà une remontée des entrées de capitaux.

L'intervention a gonflé les réserves

(milliards de dollars EU)



¹Chine, Corée, RAS de Hong Kong, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, province chinoise de Taiwan et Thaïlande.

²Non compris les effets de la recapitalisation, fin 2003, de deux grandes banques commerciales en Chine à l'aide des réserves en devises de la Banque populaire de Chine (45 milliards de dollars).

Sources : FMI, CEIC et autorités nationales.

L'anticipation d'une hausse rapide des taux d'intérêt américains ayant reflué, les fonds de placement internationaux se tournent de nouveau vers les pays émergents d'Asie.

Une plus grande flexibilité des taux de change sera nécessaire dans toute la région pour atténuer les effets inflationnistes d'une remontée des entrées de capitaux.

Si les entrées de capitaux vers les pays émergents d'Asie augmentent de nouveau sérieusement, les autorités des pays de la région auront probablement plus de mal qu'auparavant à atteindre simultanément leurs objectifs intérieurs et extérieurs. L'inflation globale progresse dans toute la région et avoisine aujourd'hui en moyenne 4 %, 2 points de plus qu'il y a un an. Bien que les chocs subis par l'appareil productif sous l'effet du niveau élevé des prix du pétrole et des produits de base signifient que l'inflation de base reste faible dans la plupart des pays, les anticipations inflationnistes augmentent dans certains pays, d'où la crainte d'un renforcement des pressions par les coûts. Dans ces conditions, toute intervention de la banque centrale sur les marchés de changes devrait être fortement stérilisée, pour éviter que la spirale inflationniste naissante ne s'emballe. Cependant, la stérilisation des interventions a peut-être atteint ses limites, en raison de la diminution de l'offre de titres publics ou de la perspective d'une hausse des taux d'intérêt intérieurs (les

titres publics étant des substituts imparfaits des actifs intérieurs que les investisseurs étrangers recherchent).

Une flexibilité accrue des taux de change paraît donc nécessaire dans toute la région pour atténuer les effets inflationnistes d'une remontée des entrées de capitaux. Un assouplissement des régimes de change serait bénéfique tant du point de vue national que mondial. Il permettrait de mieux axer la politique monétaire sur la stabilisation de l'économie nationale, de réduire la vulnérabilité aux chocs extérieurs et de contribuer à la correction des déséquilibres des comptes courants qui continuent de menacer le redressement de l'économie mondiale. ■

Andrea Richter Hume et Alessandro Zanello
FMI, Département Asie et Pacifique

Cet article s'inspire d'un document préparé par C. Adams, A. Richter Hume, R. Semblat et A. Zanello pour un séminaire de haut niveau sur les flux de capitaux parrainé par la Banque de Thaïlande et le FMI. Ce document est disponible sur demande.

En anglais sur le site www.imf.org

Communiqués de presse

- 04/218 : Achèvement de la première vue de l'accord FRPC triennal avec le Népal et approbation d'un décaissement de 10,6 millions de dollars, 20 octobre
- 04/219 : Le FMI et la Banque mondiale appuient un allègement de 836 millions de dollars du service de la dette de Madagascar, 21 octobre
- 04/220 : Déclaration conjointe du Secrétaire général du Conseil œcuménique des Églises, du Président de la Banque mondiale et du Directeur général adjoint du FMI, 22 octobre
- 04/221 : Andrew Crockett est nommé à la présidence de la Fondation Per Jacobsson, 22 octobre
- 04/222 : Le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, souligne le renforcement de la coopération économique entre les pays du Conseil de coopération du Golfe, 23 octobre
- 04/223 : Déclaration du Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, à l'issue de sa visite en Arabie Saoudite les 23 et 24 octobre 2004, 24 octobre
- 04/224 : Inauguration du Centre régional d'assistance technique au Moyen-Orient (METAC), 25 octobre
- 04/225 : Achèvement de la deuxième série de discussions entre les services du FMI et les autorités turques sur un nouvel accord de confirmation avec la Turquie, 26 octobre
- 04/226 : Révision du guide du Système général de diffusion des données, 26 octobre
- 04/127 : Déclaration du Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, à l'issue de sa visite en République arabe d'Égypte, 26 octobre
- 04/228 : Déclaration de la mission du FMI sur les discussions tenues en Serbie-et-Monténégro, le 27 octobre
- 04/229 : Déclaration de la mission du FMI en République Dominicaine, 29 octobre
- 04/230 : Déclaration à la presse de la mission du FMI au Paraguay, 29 octobre

- 04/231 : Visite au Cameroun du Directeur du Département Afrique du FMI, 1^{er} novembre
- 04/232 : Déclaration à la presse de la mission du FMI en Algérie, 2 novembre
- 04/233 : Déclaration du Directeur général adjoint du FMI, Takatoshi Kato, à l'issue de sa visite en Angola, 2 novembre
- 04/234 : Le Directeur général du FMI nomme Sean Hagan au poste de Conseiller juridique et Directeur du Département juridique du FMI, 3 novembre

Note d'information au public

- 04/120 : Achèvement des consultations de 2004 au titre de l'article IV avec l'Allemagne, 2 novembre

Discours

- "Emerging Asia: Outlook, Challenges, and India's Growing Role", David Burton, Directeur du Département Asie et Pacifique du FMI, Banque de réserve de l'Inde, Delhi, 21 octobre
- Allocution de Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, lors de la réunion du Conseil général de l'Organisation mondiale du commerce consacrée à la cohérence des politiques économiques au niveau mondial, Genève, 22 octobre
- Allocution d'Agustín Carstens, Directeur général adjoint du FMI, à la réunion de haut niveau entre le Conseil œcuménique des Églises, la Banque mondiale et le FMI, 22 octobre
- Allocution de Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, lors de la réunion des ministres des finances et des gouverneurs du Conseil de coopération des États arabes du Golfe, Djedda, Arabie Saoudite, 23 octobre
- Allocution de Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, lors de l'inauguration du Centre régional d'assistance technique au Moyen-Orient, Beyrouth, 25 octobre

Transcription

- "Rules-Based Fiscal Policy in Emerging Markets," Forum du livre du FMI, 6 octobre

FRPC = facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance

Entretien avec Manmohan Singh . . .

Un marché de l'occasion méconnu : celui des créances improductives

Le capitalisme sans défaillance serait un peu comme une religion sans péché, et tant les pays que les entreprises ont beaucoup péché ces dernières années, si l'on en juge par la masse énorme de créances dites improductives ou en difficulté. Or, ces titres sont très recherchés. Cette demande traduit-elle une volonté de profiter des pays et des sociétés en difficulté, ou un souci de leur venir en aide? Manmohan Singh, économiste au Département des marchés de capitaux internationaux, répond aux questions de Prakash Loungani, du Département des relations extérieures, sur le fonctionnement de ce marché.

BULLETIN : Qu'est-ce qui caractérise une créance «en difficulté»?

M. SINGH : Cela veut dire que le prêteur ne reçoit pas le revenu sur lequel il comptait. L'entreprise ou le pays est en cessation de paiement, ou encore un paiement partiel a bien lieu, mais en dessous du niveau convenu; on a alors un actif sous-performant.

BULLETIN : Il paraît étrange que ces titres soient si recherchés.

M. SINGH : Pensez à ce qui se passe lorsque, par exemple, une personne ne règle pas sa note d'hôpital. Après quelques lettres de rappel, l'hôpital a recours à une agence de recouvrement, car il n'a ni le temps ni les ressources nécessaires pour chercher à savoir pourquoi il n'a pas été payé. C'est justement la spécialité des agences de recouvrement. Pensez encore au marché des voitures d'occasion. Certaines personnes achètent des épaves et se font une spécialité de les réparer puis de les vendre à un prix supérieur au prix ridicule auquel elles les ont achetées. Ce qui pour vous et moi est une épave a, pour ces spécialistes, une valeur de récupération.

BULLETIN : Bien. Raisonnablement donc en termes de marché. Qui vend des créances en difficulté sur ce marché?

M. SINGH : Ce sont souvent des fonds de pension ou des compagnies d'assurances. La loi les oblige à déclarer un actif improductif si l'emprunteur ne respecte pas les termes du contrat initial. En outre, ces sociétés doivent alors mettre en réserve du capital supplémentaire pour se protéger des pertes éventuelles sur ces actifs improductifs. Il devient donc coûteux de détenir des actifs improductifs, ce qui incite à s'en séparer. C'est ainsi que la loi pousse à les vendre parfois en dessous de leur valeur intrinsèque. Il arrive que les détenteurs de ces actifs n'aient pas les moyens d'en évaluer la qualité. Le fait de ne pas être payé leur suffit pour décider de les vendre, surtout s'ils voient qu'ils ne sont pas les seuls à le faire.

BULLETIN : Qui sont les acheteurs de ces créances?

M. SINGH : Il y en a diverses sortes, mais la catégorie la plus importante est celle des «particuliers dotés d'un patrimoine net élevé», autrement dit les gens très riches. Il est tentant de les décrire comme des charognards qui vivent de la misère des autres et cette description est parfois justifiée. Mais n'oublions pas que ces acheteurs assurent aussi un prix-plancher pour les créances en difficulté : leur demande empêche le prix de descendre jusqu'à zéro. Ces dernières années, les repreneurs de créances en difficulté ont joué précisément ce rôle en Ukraine, en Moldavie, au Brésil, en Uruguay et dans certains pays frappés par la crise asiatique.

BULLETIN : Ces acheteurs ne sont-ils pas soumis à la même réglementation que les fonds de pension ou les compagnies d'assurance?

M. SINGH : Non, car ils mettent en jeu leur propre argent, pas celui des autres. D'ailleurs, c'est comme ça que le marché a vu le jour. Après la crise de la dette des années 80, il y avait énormément de titres de dettes souveraines improductifs, mais la réglementation empêchaient les banques américaines d'en détenir plus d'une certaine quantité. Des individus particulièrement riches ont donc acheté ces titres bon marché.

Les fonds de pension et les fonds communs de placement ne sont pas totalement libres non plus, car ils sont tenus de produire des rendements déterminés selon un indice global du marché. En revanche, les particuliers qui investissent dans des créances en difficulté ne sont pas liés par ces règles. Ils sont patients et ils ont les poches bien garnies, deux atouts précieux parce que, bien souvent, ces opérations

Principaux taux du FMI

Semaine commençante	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
1 ^{er} novembre	2,09	2,09	3,22
8 novembre	2,14	2,14	3,30

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des pays dont les monnaies — euro, yen, livre sterling et dollar EU — composent le panier de calcul du DTS. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI : www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2004.

Des informations générales sur les finances, y compris ces taux, sont disponibles à www.imf.org/external/fin.htm.

Source : Département financier du FMI.

Les titres improductifs de dette souveraine de pays émergents ont rapporté plus de 50 % et parfois jusqu'à 300 % par an.
Manmohan Singh



Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Rédactrice principale

Christine Ebrahim-zadeh
Camilla Andersen
Jacqueline Irving
Rédactrices

Niccole Braynen-Kimani
Maureen Burke
Lijun Li
Assistants de rédaction

Julio Prego
Graphiste

Graham Hacche
Conseiller principal
Prakash Loungani
Rédacteur associé

Édition française

Division française
Services linguistiques

Yannick Chevalier-Delanoue

Traduction
Catherine Helwig
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'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, pas plus que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (6^e édition). Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à imfsurvey@imf.org. Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2004, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org

donnent lieu à des procédures judiciaires qui peuvent durer des années.

BULLETIN : Les gens qui investissent dans des créances en difficulté finissent-ils par gagner de l'argent?

M. SINGH : Sur le marché des titres improductifs de dette *souveraine*, ils gagnent souvent, surtout s'ils engagent des procédures judiciaires. Même s'il n'y a pas eu beaucoup de cas, j'ai constaté que les titres improductifs de dette souveraine de pays émergents ont rapporté plus de 50 % et parfois jusqu'à 300 % par an. N'oubliez pas que les investisseurs acquièrent ces titres à 5 ou 10 % de leur valeur nominale. Ils ont ensuite recours aux tribunaux pour récupérer la valeur totale. Le rendement peut donc être très élevé.

BULLETIN : Cela explique-t-il pourquoi, parfois, le cours des obligations souveraines monte à l'annonce d'un défaut de paiement?

M. SINGH : Il est vrai qu'un défaut de paiement attire immédiatement les investisseurs de ce type et que leur demande peut faire monter les cours. Souvent, ils accroissent leur influence sur le pays en reprenant les obligations délaissées, c'est-à-dire des titres illiquides qui intéressent peu de monde. Les obligations associées à des contrats d'échange sur défaillance prennent aussi de la valeur après un incident de crédit, comme on l'a vu dans le cas de l'Argentine et celui de l'Uruguay.

BULLETIN : Vous avez aussi étudié le marché des créances improductives d'entreprises. En quoi diffère-t-il du marché des titres de dettes souveraines improductifs?

M. SINGH : Dans le cas d'une dette souveraine, votre marge de manœuvre est moindre. Vous avez la possibilité d'aller au tribunal pour faire valoir vos droits de créancier ou simplement négocier de meilleures conditions. Mais cela prend du temps, parfois plusieurs années. Par conséquent, bien que vous ayez beaucoup à gagner si le tribunal statue en votre faveur, tout le monde n'a pas la patience et les ressources nécessaires. Vous pouvez aussi encourager vivement le pays à travailler avec le FMI et espérer qu'une meilleure politique économique nationale rehaussera la valeur des créances et la capacité de remboursement du pays.

Dans le cas des créances d'entreprises, la panoplie de stratégies est plus large. Il y a en particulier beaucoup plus de possibilités de mener à bien une restructuration où chacun trouvera son compte, l'entreprise en difficulté elle-même, l'investisseur et le pays.

BULLETIN : Avez-vous un bon exemple de retournement de cette nature?

M. SINGH : L'exemple le plus cité est sans doute celui de l'acquisition en mars 2000 de Long-Term Credit Bank of Japan par Ripplewood Holdings, une société d'investissement dans le capital à risque privé, basée à New York. Cette société a vraiment bien assaini les bilans, modernisé les systèmes informatiques et conçu une nouvelle stratégie pour les activités de détail. Aujourd'hui, la banque, qui a pris le nom de Shinsei Bank, est considérée comme l'une des meilleures au Japon et le

cours de son action s'est fortement redressé en quatre ans. Puis Ripplewood s'est retiré après avoir empoché de confortables bénéfices.

BULLETIN : Quelles conséquences peuvent avoir les opérations de ce type pour le Japon et le reste de l'Asie?

M. SINGH : Elles peuvent servir à battre en brèche l'idée que tous ceux qui investissent dans des titres de dettes improductifs ne sont que des vautours. Ne se sentant plus stigmatisés, davantage d'investisseurs, locaux et étrangers, pourraient ainsi s'intéresser à ce marché. Mais ce type d'opération livre une leçon plus importante encore. Souvent, les pays se contentent de confier les créances improductives de leurs entreprises à des sociétés de gestion

d'actifs, qui sont une sorte d'hôpital pour les créances malades, et de les y laisser là au lieu d'essayer de les restructurer. L'expérience récente du Japon, et de la Corée après la crise asiatique, prouve qu'une véritable restructuration accroît la valeur des actifs. La Chine et les autres pays d'Asie qui ont un problème de créances improductives feraient bien d'en tenir compte. ■



M. Singh : L'expérience récente du Japon, et de la Corée après la crise asiatique, prouve qu'une véritable restructuration accroît la valeur des actifs.

Les documents de travail n° 04/86, «Japan's Distressed-Debt Market», de Kazunari Ohashi et Manmohan Singh, n° 03/161, «Recovery Rates from Distressed Debt», et n° 03/242, «Are Credit Default Swap Spreads High in Emerging Markets», de Manmohan Singh sont en vente au prix unitaire de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 323. Le texte intégral de ces trois études figure aussi sur le site Internet du FMI (www.imf.org).