

## Évaluation des conseils sur la politique de change

page 131

Dans un nouveau rapport, le Bureau indépendant d'évaluation du FMI examine le bien-fondé des conseils du FMI en matière de taux de change, une fonction essentielle de l'institution. Il préconise «une réorientation majeure des efforts» visant à combler le «manque d'efficacité» des conseils adressés aux pays membres. Selon le Directeur général, Rodrigo de Rato, le FMI modifie déjà le mécanisme de surveillance des taux de change.



China Newsphoto

## L'évolution du système financier pose de nouveaux risques

page 135

Face à des flux de capitaux sans précédent et à de nouvelles catégories d'actifs et d'investisseurs, le système financier mondial doit prendre conscience des nouveaux risques liés notamment aux placements dans de nouveaux secteurs, prévient le récent *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*. Les banques internationales doivent améliorer leurs activités de coordination, de contrôle et de gestion des crises pour parer à d'éventuelles difficultés financières.



Keith Levitt Photography

## DANS CE NUMÉRO

- 130 Données financières
- 131 Actualité  
*Le BIE évalue les conseils sur la politique de change*
- 134 Politiques  
*Rapport sur la stabilité financière dans le monde*
- 136 Gros plan  
*Période faste en Belgique*
- 138 Régions  
*Exportateurs de pétrole africains*  
*Perspectives du Moyen-Orient et de l'Asie centrale*  
*Entrées de capitaux en Asie centrale et dans le Caucase*
- 144 Forum  
*Leçons des crises de la dette souveraine*

## Belgique : pérenniser la prospérité

page 136

L'économie belge connaît une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro et à sa tendance à long terme. L'expansion est sous-tendue par une politique économique avisée, y compris la réduction de la dette publique et la réforme du marché du travail. Mais la population vieillit rapidement, avec un impact considérable sur les finances publiques, et la concurrence mondiale s'intensifie. Autant dire que la Belgique doit accélérer la réforme du budget et du marché du travail pour préserver la bonne santé de l'économie.



Francis Lenoir/Reuters

## Moyen-Orient et Asie centrale : des lendemains qui chantent

page 140

Selon le dernier rapport du FMI sur les perspectives au Moyen-Orient et en Asie centrale, les pays exportateurs de pétrole, les marchés émergents et les pays à faible revenu ont le vent en poupe et devraient afficher une croissance supérieure à 6 % en moyenne cette année. Mais il y a des risques, notamment la possibilité d'un ralentissement de la croissance mondiale et d'une volatilité accrue des marchés financiers, même si les pays de la région deviennent plus résistants à des chocs éventuels.



Fays/Paaspak

## Avis aux abonnés

### Changement de fréquence du *Bulletin du FMI*

Le *Bulletin du FMI* change avec le temps. Afin d'améliorer l'accessibilité du contenu et de permettre des mises à jour plus fréquentes, nous lancerons bientôt une nouvelle version Internet du *Bulletin* sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)). Simultanément, la version papier sera publiée à une cadence mensuelle et non plus bihebdomadaire.

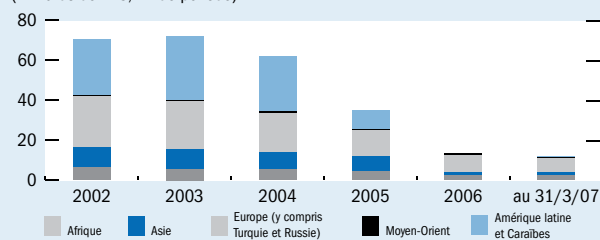
**Raisons du changement.** Des enquêtes menées auprès des lecteurs ont mis en évidence la nécessité d'un accès plus immédiat et fréquent au contenu du *Bulletin du FMI*. En même temps, les lecteurs ont exprimé le besoin d'un condensé des nouvelles et des études du FMI. Pour répondre à ces besoins différents, et compte tenu des divers niveaux d'accès à Internet dans le monde, le *Bulletin* a l'intention de lancer une édition électronique qui sera actualisée régulièrement et accessible sur [www.imf.org](http://www.imf.org), tout en continuant à offrir un condensé de nouvelles en format papier.

**Choix de formats.** Les lecteurs qui souhaitent recevoir des mises à jour fréquentes pourront s'abonner au service gratuit d'alerte par courriel en s'y inscrivant sur la page d'accueil du FMI. Ceux qui préfèrent la version papier pourront s'abonner à l'édition mensuelle.

## Données financières du FMI

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

(milliards de DTS; fin de période)



### Encours des crédits les plus élevés

(milliards de DTS au 30/4/07)

Non concessionnels		Concessionnels	
Turquie	5,24	Pakistan	0,92
Ukraine	0,46	Congo, Rép. dém. du	0,55
Rép. Dominicaine	0,33	Bangladesh	0,32
Iraq	0,30	Géorgie	0,16
Soudan	0,26	Yémen, Rép. du	0,14

### Ressources disponibles du FMI

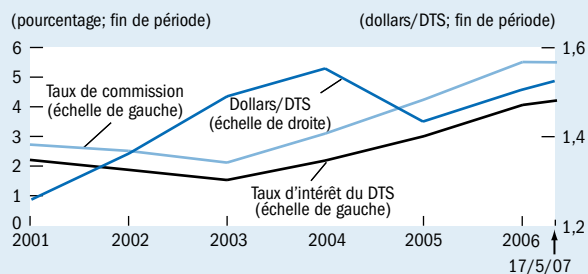
(capacité d'engagement à un an; milliards de DTS)



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

### 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.

## Rapport du Bureau indépendant d'évaluation Remise en question des conseils du FMI sur les taux de change

Le Bureau indépendant d'évaluation (BIE) du FMI préconise «une réorientation majeure des efforts» pour remédier à ce qu'il appelle «un déficit d'efficacité» des conseils relatifs à la politique de change, une fonction essentielle de l'institution. Dans un rapport daté du 17 mai et analysant le travail du FMI dans le domaine de la politique de change entre 1999 et 2005, le BIE reconnaît que la qualité des conseils fournis aux pays membres s'est améliorée à certains égards durant ces années, et il cite «de nombreux exemples des bonnes analyses et du dévouement des équipes du FMI». Toutefois, poursuit le rapport, «il y a eu trop souvent un manque d'engagement effectif sur les questions concernant les taux de change».

Le Conseil d'administration a salué le rapport et, après examen, a largement approuvé la conclusion du BIE selon laquelle le FMI n'a pas fait preuve d'une efficacité optimale dans ses conseils en matière de taux de change sur la période 1999–2005. Il a aussi convenu que le FMI doit accroître l'efficacité de ses analyses, de ses conseils et de son dialogue avec les pays membres, et doit s'employer à corriger toute impression d'asymétrie dans la surveillance des taux de change. Pour sa part, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, a déclaré que plusieurs initiatives sont déjà en cours dans ce sens, et a souligné que les services et la direction du FMI ne partagent pas certaines conclusions du rapport (voir page 132).

En vue de recueillir des données pour son analyse, le BIE a examiné les deux derniers rapports établis sur chacun des pays membres jusqu'en 2005, ainsi que les documents de référence qui s'y rapportent. Ces rapports sont produits chaque année pour la plupart des pays et contiennent les conseils du FMI aux autorités sur diverses questions économiques, y compris la politique de change. Le BIE a aussi examiné en détail les conseils du FMI à un groupe de trente économies sur les taux de change. Pour compléter cet examen, il a consulté les autorités nationales et les responsables du FMI et a mené deux enquêtes afin de recueillir l'opinion des banques centrales et ministères des finances de tous les pays membres ainsi que des hauts responsables du FMI travaillant sur les pays.

Le travail du BIE portait sur trois questions principales : le rôle du FMI est-il clairement défini et compris? Les conseils du FMI et les analyses sous-jacentes sont-ils de bonne qualité? Le FMI est-il efficace dans son dialogue de politique économique avec les autorités nationales? Le BIE en est arrivé à la conclusion que «le FMI n'est tout simplement pas aussi efficace qu'il doit l'être dans ses analyses, ses conseils et son dialogue avec les pays membres». Cela tient à plusieurs facteurs :

### Les règles du jeu en matière de surveillance du taux de change ne sont claires ni pour le FMI, ni pour les pays membres.

Bureau indépendant d'évaluation



Un caissier de banque dans la province de Jiangsu en Chine, l'un des 30 pays examinés dans le rapport du BIE.

- les gouvernements ne comprennent pas le rôle du FMI dans la surveillance des taux de change, et certains pays membres ne respectent pas leurs obligations (pour la communication de données pertinentes, par exemple);
  - certains pays ont l'impression que le FMI n'est pas impartial envers tous ses membres (insinuant ainsi que les pays avancés bénéficient d'un traitement de faveur);
  - les analyses et les conseils du FMI portant en particulier sur le choix du régime de change manquent de profondeur et ne mettent pas l'accent sur les questions de mise en œuvre;
    - l'analyse des questions économiques multinationales (y compris les effets d'entraînement) n'est pas assez poussée, d'où un manque d'intérêt pour les interdépendances et les possibilités de coordination des actions stratégiques;
    - la direction et le Conseil d'administration du FMI ne donnent pas d'orientation ni d'incitation adéquates pour produire des analyses et des conseils de haute qualité sur les questions de taux de change;
    - il n'existe pas de dialogue effectif entre le FMI et un grand nombre (mais certainement pas l'intégralité) de ses pays membres.

### Rôle du FMI

D'après ses Statuts, le FMI «exerce une ferme surveillance sur les politiques de change des États membres». Des précisions supplémentaires sur la signification pratique de ce passage ont été données dans la Décision de 1977 sur la surveillance des politiques de change et dans une série de décisions du Conseil d'administration dans ce domaine, ce qui indique que les services du FMI examinent des questions telles que le choix d'un régime de change (qu'il soit fixe, arrimé ou flottant) par un pays; le niveau du taux de change (valeur d'une monnaie par rapport à une autre); le recours à des mesures d'intervention

pour cibler un taux de change donné; la cohérence globale de la politique de change avec l'ensemble de la politique économique. Selon le BIE, «les règles du jeu en matière de surveillance du taux de change ne sont claires ni pour le FMI, ni pour les pays membres.» De surcroît, les directives opérationnelles données aux services ne sont pas aussi claires qu'elles devraient l'être.

À titre d'exemple, le BIE cite les réponses à son enquête menée auprès des banques centrales et des ministères des finances, qui font état des diverses attentes sur ce que le FMI est censé faire et ce qu'il fait. Côté positif, deux tiers des répondants estiment que le FMI joue bien son rôle de conseiller confidentiel et de partenaire intellectuel dans les discussions sur la politique de change, et près de la moitié considèrent qu'il réussit assez bien à établir un consensus pour le changement des politiques. Dans tous ces rôles, les décideurs des principaux pays émergents — un groupe clé au sein du FMI — ont plus de chances que ceux des autres pays d'exprimer un sentiment d'occasions manquées dans leur dialogue avec le FMI.

Environ deux tiers des répondants affirment que le FMI joue assez bien son rôle de garant de la crédibilité et de prêteur en cas d'urgence. Mais moins de la moitié juge le FMI assez efficace en tant que courtier de la coordination économique internationale qui dit ouvertement la vérité à la communauté internationale, les répondants des économies avancées l'invitant à être plus proactif. Près de 40 % des fonctionnaires du FMI estiment que l'institution pourrait participer plus activement à la coordination de la politique économique au niveau international.

### Qualité des analyses et des conseils du FMI

Quid de la qualité des conseils du FMI et de l'analyse qui les sous-tend? Dans l'ensemble, l'enquête du BIE révèle que les décideurs sont presque divisés à parts égales entre ceux qui pensent que les conseils du FMI se sont améliorés et ceux qui estiment que ces conseils n'ont pas changé entre 1999 et 2005. Une fois de plus, le groupe le plus crucial est celui des pays émergents, tandis que les réponses les plus positives émanent de petits pays émergents et en développement.

Un grand défi pour l'analyse des taux de change au FMI réside dans l'absence de données pertinentes et de haute qualité sur la gestion des taux de change. Les fonctionnaires du FMI ayant participé à l'enquête affirment que le manque de données limite leur capacité d'analyser les taux de change de 37 % des pays sur lesquels ils travaillent. Et dans presque un quart des cas, les autorités nationales refusent de communiquer les données pertinentes concernant, notamment, l'intervention sur le marché des devises. Le BIE note aussi que certains des principaux détenteurs des réserves en devises n'en divulguent pas la composition en monnaies.

Hormis les problèmes de données, le BIE affirme que son étude révèle un écart entre la qualité actuelle des conseils et le genre d'analyse que bien des autorités des pays avancés et émergents souhaiteraient avoir. «Certains responsables soulignent que la qualité de l'analyse est excellente et manifestement utile, mais d'autres (et pas seulement ceux qui ne sont

## La réponse du FMI

# Évaluation des conseils du FMI sur les taux de change

**L**e FMI a déjà commencé à modifier son cadre de surveillance des taux de change suivant les recommandations du dernier rapport du Bureau indépendant d'évaluation (BIE) sur les conseils du FMI en matière de politique de change, affirme le Directeur général, Rodrigo de Rato.

Il s'agit notamment de renforcer les outils d'analyse du taux de change, de mieux intégrer l'analyse du secteur financier dans la surveillance exercée par le FMI, et de résoudre les problèmes d'importance planétaire au moyen de consultations multilatérales entre les principaux acteurs de l'économie mondiale, déclare M. de Rato. Le FMI cherche aussi à préciser les paramètres de son action en matière de surveillance en actualisant la fameuse Décision de 1977 sur la surveillance des politiques de change.

Qualifiant le rapport de contribution utile au débat sur l'amélioration du travail du FMI sur les taux de change, M. de Rato relève cependant quelques lacunes. «Le rapport du BIE regorge d'informations précieuses. Mais parce qu'il ne mentionne pas les initiatives spécifiques lancées dans ce domaine depuis 2005, son applicabilité s'en trouve quelque peu diminuée. En outre, ses conclusions ne sont pas entièrement étayées par les faits.»

Mark Allen, Directeur du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques, affirme qu'il n'est pas surpris que le

BIE identifie des domaines où l'analyse des taux de change par le FMI pourrait être renforcée. «La surveillance des taux de change est un grand défi. Il n'existe pas de théories économiques convenues pour analyser de nombreuses questions relatives au taux de change. De plus, beaucoup de ces questions relèvent du domaine politique et sont sensibles aux forces du marché.» Cependant, à l'instar du Directeur général, les services du FMI signalent que le rapport ignore une grande partie de ses propres données positives sur la qualité du travail de l'institution ainsi que les progrès accomplis pendant la période visée, et il s'appuie parfois sur des attentes irréalistes quant à la capacité du FMI à influencer ses pays membres.

En examinant le rapport du BIE le 9 mai, le Conseil d'administration s'en est réjoui, en observant que l'évaluation est «une contribution importante pour s'assurer que le FMI reste sensible à l'évolution rapide de l'économie mondiale». Les administrateurs ont souligné «la responsabilité partagée du Conseil, de la direction et des services du FMI — ainsi que des autorités nationales — dans la poursuite de ces objectifs».

M. de Rato a annoncé que le FMI fera des propositions spécifiques au Conseil sur le suivi des recommandations du BIE au cours des prochains mois. ■

## Ce que le FMI doit faire pour améliorer ses conseils

Dans son rapport, le BIE soutient qu'un effort concerté des services, de la direction, du Conseil d'administration et des pays membres du FMI serait nécessaire pour accroître l'efficacité de l'institution en matière de politique de change. Le BIE a formulé des recommandations qu'il encourage la direction et le Conseil d'administration à envisager.

1. Préciser les règles du jeu en matière de surveillance des taux de change, tant pour le FMI que pour ses pays membres.
2. Énoncer des directives pratiques sur les grandes questions analytiques, par exemple sur le recours et les limites aux interventions sur les marchés des changes, à partir des résultats de l'examen de la stabilité du système monétaire international par le Conseil d'administration.
3. Assurer un dialogue plus efficace avec les pays membres en adoptant une démarche plus stratégique et en ajustant les incitations institutionnelles pour les services du FMI.

4. Éliminer les incohérences et les ambiguïtés dans la manière dont le FMI classe les régimes de change.
5. Étayer les conseils du FMI sur le choix du régime de change avec des analyses plus explicites.
6. Veiller à ce que le FMI soit toujours à la pointe des nouvelles approches et méthodes d'évaluation du niveau des taux de change.
7. Prendre des mesures pour cerner les causes des problèmes apparemment graves de communication de données.
8. Formuler des directives pour améliorer l'examen des répercussions dans l'analyse des pays.
9. Bien cibler les questions cruciales dans l'analyse des taux de change en précisant les responsabilités et en envisageant de modifier la structure des équipes du FMI chargées des pays.
10. Préciser les règles de confidentialité et de responsabilisation applicables à l'examen des actions sensibles relatives aux taux de change.
11. Mettre l'accent sur les possibilités d'une action multilatérale concertée.

pas d'accord avec les conseils donnés) déclarent carrément qu'elle n'est ni appropriée, ni utile.»

Le BIE n'a trouvé aucun cas flagrant de traitement inéquitable dans son échantillon de trente pays — malgré ce qu'il appelle une impression généralisée que le FMI est trop indulgent envers les grands pays avancés. Toutefois, il affirme que l'institution aurait pu faire plus d'efforts pour contrer l'impression actuelle de partialité.

### Impact des conseils du FMI

À la question de savoir quel est l'impact des conseils du FMI dans la prise de décisions importantes sur la politique de

change, 43 % des banques centrales et ministères des finances ont répondu que ces conseils sont «déterminants», tandis que 38 % les jugent marginaux. Les décideurs des économies avancées sont les plus susceptibles de considérer que l'impact est limité, et dans les grandes économies émergentes, seule une minorité juge le rôle du FMI déterminant. Par contre, une majorité de répondants des petits pays émergents et en développement pense que les conseils du FMI jouent un rôle clé dans leurs décisions économiques.

Qu'en est-il de la qualité de leurs interactions avec les services du FMI? Pour près des trois quarts des décideurs, les réunions avec les services du FMI sont l'occasion d'un dialogue véritable. Ces derniers sont disposés à débattre franchement des taux de change tout en respectant le point de vue national. Toutefois, le BIE a noté que «s'il y a peu d'expériences vraiment négatives, la grande question semble être le peu d'enthousiasme dont plusieurs pays font preuve en privé». Il s'agit d'un signal d'alarme indiquant que pour certains, «le FMI apporte peu de valeur ajoutée ... et doit trouver le moyen de redynamiser sa contribution au débat économique dans les pays membres».

Le BIE exhorte le FMI à prendre des mesures pour remédier sans délai au «manque d'efficacité dans son principal domaine de compétence» (voir l'encadré ci-dessus). À moins de corriger cette lacune, et à mesure que les pays se tournent vers d'autres sources de conseils, «cela pourrait avoir de graves répercussions sur la capacité du FMI à assumer ses responsabilités à l'avenir». ■

Camilla Andersen  
Magazine Bulletin du FMI

### Pour une surveillance efficace

Les taux de change influent sur bien des aspects de l'économie d'un pays et de ses relations avec le reste du monde. Pour cette raison, les questions de taux de change sont au centre des analyses et des conseils du FMI en faveur de ses 185 pays membres — processus appelé surveillance.

Selon les services du FMI, les consultations de 2006 au titre de l'article IV avec la Chine constituent un exemple de pratique optimale dans la surveillance des taux de change. Le rapport qui en résulte examine à fond les grandes questions liées au taux de change : régime de change, niveau du taux de change, et répercussions de la politique de change chinoise sur d'autres pays. Le rapport présente à la fois la position des autorités et celle des services du FMI.

On trouvera d'autres exemples de ce que les services du FMI considèrent comme une bonne surveillance du taux de change dans les rapports consacrés aux pays et dans les études spéciales sur la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC), l'Afrique du Sud, le Chili, la Colombie, l'Espagne, la Hongrie, la Nouvelle-Zélande et la Russie.

Des informations supplémentaires sont disponibles sur le site [www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey).

Le texte intégral du rapport intitulé *IEO Evaluation of IMF Exchange Rate Policy Advice, 1999–2005* est disponible sur le site [www.ieo-imf.org/eval](http://www.ieo-imf.org/eval), et la réponse des services du FMI sur [www.imf.org/external/np/sec/pr/2007/pr07101.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2007/pr07101.htm).

## Les effets de la mondialisation

# Une réglementation financière adaptable à l'évolution du secteur

Les institutions financières ont fortement accéléré leur essor international ces dix dernières années, dans la banque et dans d'autres secteurs, mais la réglementation et la surveillance n'ont pas toujours suivi. Dans le secteur bancaire, la mondialisation a accru la stabilité financière, mais elle a aussi modifié la nature des risques résiduels. En diversifiant leur implantation géographique, les institutions ont atténué la volatilité de leurs revenus et de la valeur de leurs actifs, réduit leur exposition au marché intérieur et accru leur accès aux marchés étrangers. Ainsi, bien des pays ont pu développer leur secteur financier et en accroître l'efficacité — surtout les marchés émergents, qui ont bénéficié de transferts de connaissances et de technologies. Les banques s'étant internationalisées, il reste à savoir quelles seraient les conséquences d'une forte dégradation de la conjoncture sur la stabilité du système financier à l'échelle mondiale et nationale. Les risques éventuels et les implications pour les autorités de contrôle sont examinés dans le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* d'avril 2007.

Le système bancaire mondial a subi plusieurs chocs graves ces dernières années, mais n'a heureusement pas essuyé de revers plus violents, susceptibles de se propager entre les pays, les institutions et les marchés. Le rôle moteur que joue un nombre relativement faible de grandes institutions sur les marchés financiers locaux et internationaux pourrait aggraver les effets de contagion d'un choc majeur. Il ne s'agit pas seulement d'un problème mondial concernant les grandes institutions; c'est aussi une grande question régionale et nationale, qui intéresse les petites banques ayant des activités internationales. Selon certains indicateurs, la mondialisation institutionnelle risque d'accentuer les effets de propagation internationale en raison soit d'une exposition accrue à des chocs communs, soit d'une contagion institutionnelle par le biais de vecteurs tels que la propriété et les transactions. Le marché prévoit ainsi implicitement des taux de perte plus élevés dans la catégorie des grandes banques internationalement diversifiées que dans celle de l'ensemble des grandes banques, y compris les institutions peu diversifiées. Contrairement aux mesures visant des institutions précises, celles axées sur des groupes de banques permettent des corrélations entre les pertes escomptées des différentes institutions.

### Améliorer le contrôle

Pour les décideurs, le problème majeur est l'asymétrie entre le champ d'action des institutions, d'une part, et le régime juridique, réglementaire et de contrôle, d'autre part. Cela peut poser un sérieux problème quand une banque étrangère est très active dans le pays hôte. Le problème n'est que partiellement réglé si cette banque est une filiale constituée sous le régime local plutôt qu'une succursale : les autorités exercent alors un plus grand contrôle sur les opérations locales, mais



Les décideurs doivent relever un défi majeur : bien coordonner les activités des autorités de contrôle du pays d'origine et du pays d'accueil des capitaux.

n'ont pas forcément accès aux informations pertinentes, ni la capacité de réagir rapidement et efficacement en cas de crise. Les décideurs doivent relever un défi majeur : bien coordonner les activités des autorités de contrôle du pays d'origine et du pays d'accueil des capitaux tant pour la surveillance permanente des banques internationales que pour les accords de gestion des crises. Le contrôle des risques financiers doit donc inclure les questions systémiques relatives aux banques internationales, ainsi que les questions d'ordre régional liées à la présence de ces institutions dans plusieurs pays hôtes.

Les contraintes juridiques, politiques et de coût compliquent la coopération internationale dans la surveillance et la gestion des crises. Les objectifs et les pouvoirs juridiques, les compétences et les ressources, les préférences en matière de risques, la protection des dépôts et les régimes d'insolvabilité varient beaucoup d'un pays à l'autre. Aussi serait-il probablement difficile de prédéterminer la répartition des pertes et des charges entre les autorités de contrôle du pays d'origine et du pays d'accueil en cas de faillite d'une banque internationale. Toutefois, nonobstant ces contraintes, d'importants travaux ont été engagés en vue d'améliorer la collaboration pour la prévention et la gestion des crises, notamment en Europe et sur les grandes places financières. D'où l'importance des plus grandes institutions mondiales. Ces travaux doivent se poursuivre et se généraliser.

La collaboration peut prendre diverses formes, des discussions ponctuelles sur des questions d'intérêt commun à la délégation de pouvoirs. La promotion d'une compréhension mutuelle et d'un climat de confiance sont les clés de la réussite. Les exercices conjoints de simulation de crises rehausseront la sensibilisation et l'engagement des organismes de contrôle et des autorités nationales. L'évolution et l'application des normes internationales de surveillance et autres, ainsi que la convergence des pratiques optimales, devraient rendre les politiques nationales plus transparentes et plus compréhensibles — tant à l'intérieur des pays qu'entre eux. ■

Jorge Chan-Lau et Mark Swinburne

FMI, Département des marchés monétaires et de capitaux

## Les nouveaux contours des marchés financiers internationaux

En raison de la mondialisation des marchés financiers, les flux de capitaux internationaux augmentent rapidement, en même temps que se diversifient les catégories d'actifs et les types d'investisseurs. Cette évolution est largement impulsée par la multiplication des investisseurs, la libéralisation financière et les innovations technologiques, qui permettent aux investisseurs d'accéder à de nouveaux marchés et instruments, selon la dernière édition du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*.

La diversité des actifs, des pays d'origine et des types d'investisseurs donne à penser que cette forme de mondialisation devrait étayer la stabilité financière en distribuant plus largement les risques. En raison des échéances lointaines et de la moindre marge de manœuvre des investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, la capacité de survivre à la volatilité des marchés est plus grande. Cela dit, la célérité de ces changements et l'ampleur même des flux de capitaux peuvent fausser temporairement les prix sur les marchés financiers et créer des poches de vulnérabilité. En effet, les flux de capitaux transfrontaliers ont triplé pendant les dix dernières années, atteignant 6,4 billions de dollars en 2005.

### Nouvelles frontières du risque

Dans certains pays émergents, l'essor de la demande excède la disponibilité des actifs financiers intérieurs, dopant les prix des actifs, stimulant l'expansion du crédit et entraînant l'appréciation de la monnaie. De plus, certains investisseurs s'aventurent au bas de «l'échelle du crédit» en investissant dans des domaines plus risqués où ils ont peu d'expérience. Compte tenu du rôle croissant des investisseurs à fort effet

de levier tels que les fonds spéculatifs, les prix des actifs sont plus susceptibles d'un ajustement excessif en période faste, ce qui accroît la probabilité des risques de dégradation quand la situation financière se détériore.

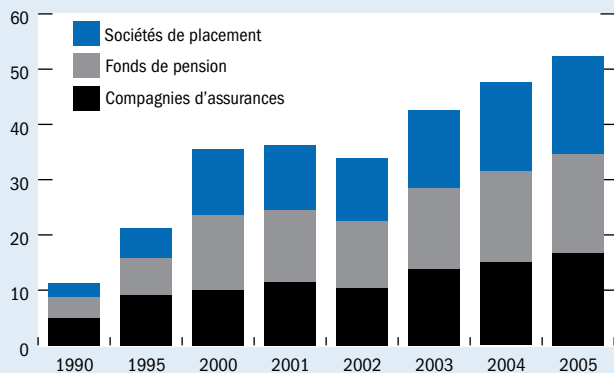
Pour de nombreux pays, l'enjeu fondamental est d'appliquer des mesures structurelles pour tirer parti de la mondialisation des investisseurs tout en assurant la stabilité financière. La réglementation et le contrôle prudentiels doivent s'orienter davantage vers les risques internationaux véhiculés par les instruments du marché financier. Les pays peuvent réduire leur vulnérabilité en développant des marchés et des instruments solides et en créant un environnement qui permet aux intervenants sur le marché de partager et de transférer les risques à ceux qui sont le plus capables et désireux de les assumer. En outre, des mécanismes permettant de gérer des écarts considérables dans les flux mondiaux d'informations financières peuvent accroître l'efficacité du contrôle.

Les changements démographiques, comptables et réglementaires ainsi que les bénéfices exceptionnels réalisés par les producteurs de matières premières ont stimulé l'accumulation des actifs et modifié leur distribution. Les actifs gérés par des investisseurs institutionnels des marchés parvenus à maturité ont plus que doublé au cours des dix dernières années, atteignant 53 billions de dollars en 2005 (voir graphique). Les investisseurs institutionnels des États-Unis représentent près de la moitié de ce montant, l'Europe continentale le quart, suivie par le Japon et le Royaume-Uni. S'agissant de la gestion classique des investissements, les fonds de pension gérés par des investisseurs institutionnels se sont accrûs considérablement. Par ailleurs, les investisseurs (y compris les fonds de pension) recourent de plus en plus aux fonds spéculatifs pour obtenir des rendements accrus.

### Des actifs en hausse

Les actifs gérés par des investisseurs institutionnels tels que les banques, les compagnies d'assurances, les fonds de retraite, les fonds spéculatifs et les fonds communs de placement, sont en forte hausse dans les marchés parvenus à maturité.

(billions de dollars)



Sources : International Financial Services, Londres; OCDE; estimations des services du FMI.

### Nouvelles sources de capital

Au cours des cinq dernières années, les pays émergents sont devenus des exportateurs nets de capitaux et constituent une nouvelle catégorie d'investisseurs sur les marchés parvenus à maturité. Leurs sorties de capitaux reflètent l'écart de financement extérieur des États-Unis. Cette évolution notable, qui met en lumière les déséquilibres des paiements mondiaux, est surtout impulsée par le secteur officiel des marchés émergents, notamment les banques centrales et les fonds souverains. Les réserves officielles brutes ont plus que doublé depuis 2002, atteignant 5 billions de dollars environ en septembre 2006. Les gouvernements des pays producteurs de matières premières sont devenus de gros détenteurs d'instruments financiers — actions et obligations surtout — par le biais de fonds souverains. Selon les estimations du marché, ces fonds gèrent plus de 1,4 billion de dollars. ■

Ceyla Pazarbasioglu et Mangal Goswami

FMI, Département des marchés monétaires et de capitaux

## Belgique : comment pérenniser la prospérité

L'économie belge est en expansion vigoureuse. La croissance dépasse la moyenne de la zone euro depuis 2002 et a atteint 3 % en 2006, son rythme le plus rapide depuis le début de la décennie et bien au-dessus de sa tendance à long terme. Une politique économique bien conçue a soutenu la croissance. Les finances publiques sont en équilibre depuis le début de la décennie, d'où une baisse sans précédent de la charge de la dette publique (graphique 1, partie supérieure). Les réformes du marché du travail ont aidé plus de travailleurs à trouver un emploi. Néanmoins, sur fond de vieillissement de la population et de mondialisation, il est clair que l'action gouvernementale doit être renforcée. Avec l'entrée en fonction prochaine d'un nouveau gouvernement et un contexte macroéconomique favorable, le moment est opportun pour accélérer les réformes.

La population belge devrait vieillir rapidement, avec des répercussions notables pour les finances publiques. D'ici 2050, un citoyen sur quatre aura plus de 65 ans, contre un sur six aujourd'hui. Les dépenses publiques annuelles liées à la vieillesse atteindront près de 6 points du PIB. Cette évolution démographique contribuera à une baisse graduelle de l'emploi (compensée seulement temporairement par une hausse de l'activité féminine), qui pèsera sur la croissance à long terme. D'ici 2050, chaque travailleur devra contribuer 8.100 euros (d'aujourd'hui) de plus par an au financement des retraites et des soins de santé.

Pour une petite économie ouverte comme celle de la Belgique, la mondialisation offre des opportunités de croissance. Des débouchés plus grands et des ressources moins chères pourraient accroître la productivité de la main-d'œuvre, déjà parmi les plus élevées du monde, la productivité horaire du travail dépassant celle des États-Unis de 10 %. Cette forte productivité tient à la grande efficacité du secteur manufacturier et à la spécialisation dans des secteurs à forte intensité de capital, tels que les produits chimiques et pharmaceutiques, et le raffinage de pétrole. Cependant, la compétitivité s'est effritée et la croissance de la productivité a ralenti, d'où le pari difficile pour la Belgique de maintenir son niveau de vie élevé.

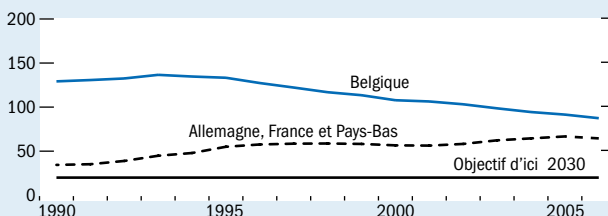
Il faut aussi veiller à ce que les bénéfices de la mondialisation soient largement partagés. Dans ce domaine, la situation est un peu inquiétante. L'emploi est parmi les plus faibles du monde industrialisé (graphique 2), à cause de problèmes structurels. Le coût élevé de la main-d'œuvre, le plus élevé parmi les pays de l'OCDE, a évincé les travailleurs peu qualifiés du monde du travail et a encouragé une production à forte intensité de capital plutôt que de main-d'œuvre. Seulement 40 % des travailleurs peu qualifiés ont un emploi et leur taux de chômage est l'un des plus élevés de l'UE. Le niveau élevé des coûts de main-d'œuvre et des impôts décourage le travail : en Belgique, on travaille un demi jour de moins par semaine que dans les autres pays de l'OCDE. Les prestations d'inactivité sont généreuses et n'encouragent guère à travailler.

Graphique 1

### La Belgique doit poursuivre les réformes budgétaires

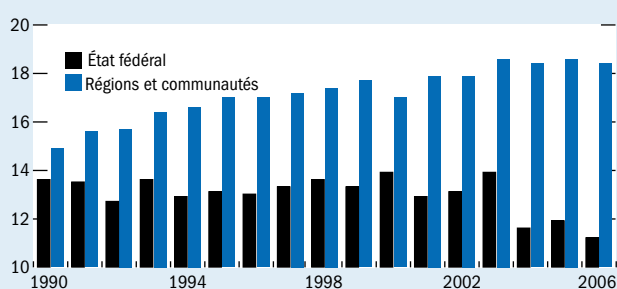
La dette publique a baissé dans des proportions sans précédent, mais le mouvement doit se poursuivre pour faire face aux coûts du vieillissement de la population.

(dette publique, en pourcentage du PIB)



Les recettes de l'État fédéral diminuent, alors que celles des régions et communautés, qui sont bien moins sollicitées, augmentent.

(total des recettes nettes, en pourcentage du PIB)



Sources : autorités belges, Eurostat et services du FMI.

Les politiques actives, telle l'obligation de chercher un emploi, sont appliquées inégalement et la pénurie de main-d'œuvre dans certaines régions et secteurs souligne une inadéquation des qualifications et une mobilité limitée de la main-d'œuvre.

### La stratégie actuelle devrait être renforcée

Face aux coûts croissants du vieillissement de la population, le gouvernement dégage des excédents budgétaires et opère des réformes propices à la croissance et à la productivité. Jusqu'à présent, cette stratégie a été fructueuse et ses principes restent valides, mais son application intégrale ne peut être retardée et l'action doit être renforcée :

- **Rééquilibrer le budget.** Sept années consécutives de budget équilibré ont crédibilisé l'action gouvernementale, mais les intérêts économisés grâce à la baisse de la charge de la dette publique ont été utilisés pour des dépenses et des réductions d'impôts. Conscient de l'urgence, le gouvernement entend porter les excédents à 1½ % du PIB d'ici 2013. Aussi substantiel que puisse être ce préfinancement, il ne permettra pas d'atteindre totalement les objectifs d'équité entre générations; les cotisations de sécurité sociale devront être relevées. Un objectif un peu plus ambitieux et surtout un véritable programme de réduction des dépenses à moyen terme seront essentiels.



- **Accroître le taux d'emploi.** L'augmentation naturelle de l'activité féminine et l'effet des réformes récentes accroîtront le taux d'emploi, mais pas suffisamment pour que celui-ci cadre avec la stratégie budgétaire. De nouvelles réformes des institutions du marché du travail restent donc cruciales, surtout étant donné l'intensification de la concurrence.

- **Accélérer la croissance de la productivité.** La poursuite de l'élimination des obstacles à la concurrence dans le secteur des services, notamment le commerce de détail et les services financiers, permettrait de tirer parti des nouvelles technologies et d'accélérer la croissance de la productivité.

- **Réformer les droits à prestations.** Des changements mineurs, mais allant dans le sens de l'équité, du régime des retraites éviteront des dépassements de coûts et accroîtront la crédibilité et la viabilité du système; il s'agira d'éliminer totalement les retraites anticipées, d'établir l'équité actuarielle complète du système de retraite et de lier la durée des cotisations à l'espérance de vie.

Pour assurer la viabilité des finances publiques, il faudra s'attaquer aux déséquilibres budgétaires qui apparaissent à tous les niveaux (graphique 1, partie inférieure). Avec le vieillissement de la population, il est de plus en plus évident que ces déséquilibres entre la pression des dépenses et la croissance des recettes vont s'aggraver. Les entités fédérales font face à une escalade des dépenses liées à la vieillesse, mais leur part relative des recettes

diminue, principalement à cause d'une réduction des cotisations de sécurité sociale. Par contre, les régions et communautés voient leurs recettes augmenter en raison d'accords antérieurs de décentralisation, sans incitation urgente à épargner. Une révision des accords sur le fédéralisme budgétaire devrait être engagée aujourd'hui, parce qu'il faudra du temps pour que ses effets se fassent sentir. Son objectif doit être un partage plus équilibré de la charge budgétaire du vieillissement de la population parmi les différents niveaux de pouvoir, tout en veillant à la responsabilisation des entités publiques et à une coordination plus étroite des politiques budgétaires et autres politiques économiques.

### Marché du travail : élément clé et talon d'Achille

Les réformes du marché du travail qui figurent dans le pacte des générations adopté récemment représentent un progrès dans la prise de conscience de la nécessité d'améliorer les incitations au travail et de revaloriser le travail, mais elles ne relèveront pas significativement le taux d'emploi au-dessus de la tendance démographique. Un programme équilibré de réformes du marché du travail et du budget (tenant compte des implications pour les finances publiques) est donc essentiel pour stimuler la demande et l'offre de main-d'œuvre. Il faudra réduire davantage le coïncidence fiscale sur le travail, réexaminer la générosité des prestations d'inactivité, durcir les conditions d'admission aux allocations de chômage, limiter leur durée et redoubler d'efforts pour améliorer la formation et l'éducation. Enfin, pour être plus efficaces, les politiques actives du marché du travail, comme l'aide à la recherche d'un emploi, la formation et le suivi, devront être rationalisées, évaluées systématiquement et coordonnées entre les régions.

Une plus grande flexibilité des salaires serait utile face à la concurrence mondiale. Si le système central de négociations salariales a permis de modérer les salaires, il n'a pas favorisé la différenciation des salaires entre secteurs, entreprises et régions, et a privilégié la préservation plutôt que la création d'emplois. Il serait utile d'utiliser davantage certaines pratiques dans les accords salariaux pour mieux refléter la situation d'une région, d'un secteur ou d'une entreprise. Mais il semble bon de repenser fondamentalement le système. Il s'agit d'un arbitrage entre une modération salariale interminable, parfois financée par les contribuables, pour maintenir en vie des secteurs sur le déclin et une entrée dynamique dans de nouveaux secteurs où les perspectives salariales sont plus prometteuses.

La capacité de la Belgique de préserver un niveau de vie relativement élevé dépendra aussi de sa capacité de mettre en valeur son capital humain et de développer et d'adopter des nouvelles technologies. Une formation sur poste et permanente permet à la main-d'œuvre de rester compétitive, et une éducation de meilleure qualité et plus efficiente devrait produire une main-d'œuvre hautement qualifiée, condition essentielle pour continuer d'attirer l'investissement étranger. Dans la même optique, les initiatives actuelles en matière de recherche-développement méritent d'être poursuivies avec enthousiasme. ■

Rodolfo Luzio

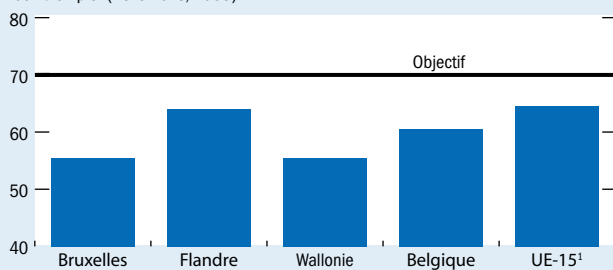
FMI, Département Europe

Graphique 2

### La Belgique doit dynamiser l'emploi

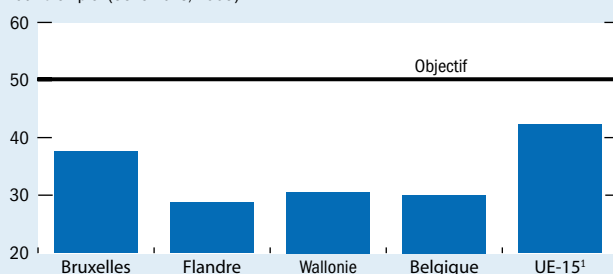
Pour produire les recettes nécessaires pour réduire la dette, le taux d'emploi doit augmenter ...

Taux d'emploi (15-64 ans, 2005)



... surtout chez les travailleurs plus âgés, dont beaucoup prennent aujourd'hui une retraite anticipée.

Taux d'emploi (55-64 ans, 2005)



Sources : autorités belges, Eurostat et services du FMI.

<sup>1</sup>UE-15 = Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni et Suède.

## Les pays pétroliers africains doivent concilier épargne et dépenses

Les cours du pétrole avoisinent des niveaux record depuis plus de deux ans et les pays exportateurs voient leurs recettes et leurs exportations monter en flèche. En Afrique, les cours élevés sont souvent accompagnés d'une augmentation de la production puisque les gisements éloignés deviennent économiquement viables. Les caisses de l'État débordent. Ce surcroît de recettes offre aux pays africains des moyens énormes pour résoudre de vieux problèmes compliqués et accomplir des progrès décisifs dans la réduction de la pauvreté. Mais l'histoire atteste de la difficulté d'utiliser les ressources naturelles de manière efficace et productive.

Les précédents boums pétroliers ont souvent alimenté le gaspillage et la corruption plutôt que la croissance et le recul de la pauvreté. Cette fois, plusieurs pays pétroliers ont affecté ces recettes exceptionnelles au désendettement et à la constitution de réserves, tout en gérant prudemment l'augmentation des dépenses. Mais les pressions favorables à la hausse des dépenses s'intensifient et le défi pour ces pays consiste désormais à trouver l'équilibre optimal entre l'épargne et les dépenses afin que les générations présentes et futures profitent de la manne.

La dernière édition des *Perspectives économiques de l'Afrique subsaharienne* et un nouveau document de travail du FMI examinent les grands défis macroéconomiques que pose la flambée des revenus pétroliers pour l'élaboration des politiques budgétaires dans la région. Cette expansion est source de difficultés particulières pour les décideurs, car elle accroît l'espoir que l'abondance subite des recettes pétrolières permettra la satisfaction des besoins sociaux pressants et la remise en état des fragiles infrastructures publiques. Mais la hausse trop



Des ouvriers du secteur pétrolier au Nigéria, l'un des pays exportateurs de pétrole d'Afrique bénéficiant d'une hausse des exportations et des recettes.

rapide des dépenses publiques présente des risques macroéconomiques considérables à moyen et à long termes. Pour éviter une répétition de cycles de croissance et de récession, les pays pétroliers doivent se soucier de la viabilité budgétaire à long terme, des pressions macroéconomiques à court terme et des capacités d'absorption institutionnelles.

### Viabilité à long terme : définir l'espace budgétaire

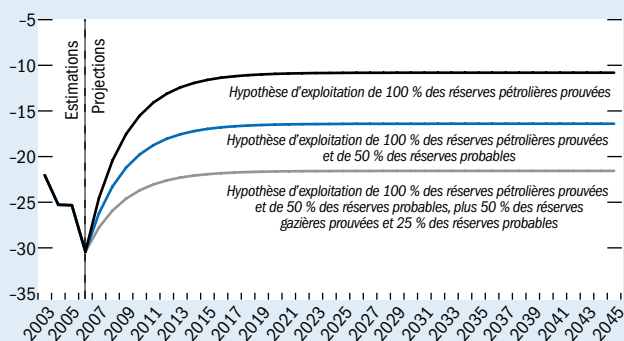
L'abondance des recettes pétrolières crée l'illusion d'une absence de contraintes budgétaires. Si les réserves pétrolières étaient illimitées, les autorités dépenseraient simplement la totalité du revenu pétrolier. Mais les réserves s'épuisent progressivement et finiront par tarir dans un avenir pas très lointain. Pour parer à cette situation, les gouvernements doivent gérer les excédents pendant les périodes d'exploitation et investir dans d'autres sources de richesses, tels que les actifs financiers et les investissements publics. Ces nouvelles sources de richesses vont générer des bénéfices qui peuvent combler indéfiniment l'écart entre un niveau raisonnable de dépenses publiques et les recettes non pétrolières après l'épuisement des réserves.

Par conséquent, il est important pour les décideurs de définir un repère précis pour distinguer les politiques saines et axées sur l'avenir de celles destinées uniquement à satisfaire des besoins immédiats. À cet égard, le document de travail du FMI, intitulé «Old Curses, New Approaches? Fiscal Benchmarks for Oil-Producing Countries in Sub-Saharan Africa», évalue, à partir d'un modèle formel, les trajectoires budgétaires que doivent suivre les pays d'Afrique subsaharienne pour préserver un niveau de dépenses non pétrolières constant en pourcentage du PIB non pétrolier dans un avenir prévisible. Lorsque ces recettes sont présentes, ce repère produit des excédents pouvant être investis; après l'épuisement des ressources pétrolières, le niveau repère des dé-

### Quand le pétrole se tarira en Afrique subsaharienne

Les pays pourront maintenir indéfiniment des déficits non pétroliers en investissant les recettes pétrolières exceptionnelles jusqu'à ce qu'elles soient épuisées<sup>1</sup>.

(déficit primaire non pétrolier, 2003-45)<sup>2</sup>



Source : document de travail n° 07/107.

<sup>1</sup>Sur la base d'un taux de rentabilité financière de 3,2 %.

<sup>2</sup>Dépenses non pétrolières moins recettes non pétrolières en pourcentage du PIB.

penses peut être maintenu grâce au revenu des investissements réalisés à l'époque des soldes excédentaires.

Pris ensemble, les pays pétroliers d'Afrique subsaharienne — Angola, Cameroun, République du Congo, Côte d'Ivoire, Gabon, Guinée équatoriale, Nigéria et Tchad, — ont enregistré un déficit primaire non pétrolier (paiements d'intérêts exclus) de 27 % du PIB non pétrolier au cours de la période 2004–06. Les simulations du modèle montrent que même si les cours restent à leurs niveaux record actuels, les pays producteurs ne seront pas globalement capables de pérenniser ce niveau élevé de dépenses (voir graphique). Les estimations de référence d'un déficit non pétrolier soutenable en permanence varient entre 11 % — dans l'hypothèse la plus modérée où seules les réserves prouvées actuelles sont exploitées — et 22 %, en supposant que la moitié des réserves pétrolières « probables » est également exploitée, ainsi que la moitié des réserves prouvées et le quart des réserves probables de gaz naturel.

La position budgétaire de chacun des pays pétroliers de la région varie considérablement autour de la simulation globale, en montrant que — dans les hypothèses de base — la position budgétaire actuelle de tous les grands pays pétroliers ne saurait durer. Mais ces repères ne sont pas immuables. Toute estimation d'un déficit budgétaire pouvant être financé à l'infini comporte des incertitudes liées à des variables qui échappent à un gouvernement (réserves, cours mondiaux), ou résultant en partie des politiques mises en œuvre (taux de rendement financier, productivité des investissements publics). Des politiques proactives visant à accroître la rentabilité des investissements financiers, sociaux et d'infrastructure contribueraient à accroître l'enveloppe budgétaire globale viable.

### Cerner la capacité d'absorption de l'économie

Une hausse brutale des dépenses publiques à court terme peut entraîner de graves risques d'inflation et une appréciation rapide du taux de change réel, minant la compétitivité internationale de l'économie non pétrolière (syndrome hollandais). La gravité de ces effets est fonction de différents facteurs, notamment le degré d'externalisation ou d'absorption de cette hausse à travers une réaction de l'offre. Pour remédier aux pressions inflationnistes et à l'érosion de la compétitivité internationale, la banque centrale peut vendre des devises (si le régime de change est flexible) et absorber une grande partie de la liquidité injectée. En même temps, les autorités peuvent envisager des mesures pour améliorer à moyen terme la réaction de l'offre (en assainissant le climat des affaires) et renforcer les institutions budgétaires en veillant à ce que les investissements publics réduisent les obstacles à l'activité du secteur privé.

### Déficience de la gestion publique

D'après quatre indicateurs de performance, les pays pétroliers d'Afrique subsaharienne sont à la traîne par rapport à leurs voisins non pétroliers, mais aussi par rapport aux producteurs de pétrole des autres régions.<sup>1</sup>

	Qualité de la gestion budgétaire et financière	Efficacité de la mobilisation des recettes	Qualité de l'administration publique	Transparence, responsabilité et corruption dans le secteur public
Pays pétroliers d'Afrique subsaharienne	2,9	3,2	2,5	2,4
Pays pétroliers des autres régions	3,3	3,5	3,0	2,9
Pays non pétroliers d'Afrique subsaharienne	3,1	3,4	2,9	2,8

Source : Banque mondiale, IDA Reference Allocation Index, 2005.

<sup>1</sup>Échelle : 1 = le plus bas, 6 = le plus haut.

### Renforcer les capacités de gestion

Les pays pétroliers sont confrontés à des défis particuliers dans la gestion des finances publiques, car il faut s'assurer que le surcroît de dépenses n'excède pas les capacités institutionnelles et les mécanismes de contrôle budgétaire, qui sont généralement peu développés. Plusieurs pays ont déjà pris des mesures pour renforcer la planification et l'élaboration du budget en vue de garantir que les mesures budgétaires atteindront leurs objectifs. Dans cette optique, plusieurs gouvernements de la région cherchent à établir un ordre de priorité des dépenses dans des cadres de dépenses à moyen terme. De même, l'efficacité des dépenses publiques requiert l'exécution stricte de budgets approuvés — en assurant une qualité optimale de la dépense. À cet égard, l'information régulière sur l'administration des recettes et la gestion des dépenses renforce la transparence et la responsabilité tout en améliorant la prise de décision interne. En adoptant l'Initiative pour transparence des industries extractives, qui prône la vérification et la publication des paiements des sociétés pétrolières et des recettes pétrolières, gazières et minières de l'État, les pays pétroliers de l'Afrique subsaharienne ont fait des avancées notables vers la transparence de ce secteur. Mais il subsiste de grands défis (voir tableau).

L'histoire, la comparaison internationale, et l'analyse économique regorgent de leçons sur la manière dont l'Afrique subsaharienne peut éviter les pièges des boums précédents et saisir l'occasion exceptionnelle offerte par la flambée actuelle des cours. Le défi consiste à résister aux pressions des dépenses à court terme et créer un environnement institutionnel et politique pouvant garantir à long terme une croissance durable et un recul tangible de la pauvreté. ■

Jan-Peter Olters  
FMI, Département Afrique

Des exemplaires de l'édition d'avril 2007 des *Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne*, et du document de travail n° 07/107, «Old Curses, New Approaches? Fiscal Benchmarks for Oil-Producing Countries in Sub-Saharan Africa», de Jan-Peter Olters, sont disponibles, respectivement, au prix de 31 dollars et 18 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 144. Le texte intégral de ces deux ouvrages peut également être consulté sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Mieux utiliser l'épargne dans un contexte de forte croissance

Lors d'un point de presse tenu le 14 mai pour annoncer la parution du rapport intitulé *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale*, Moshin Khan, Directeur du département du FMI en charge de cette région, a déclaré que tous les groupes de pays — exportateurs de pétrole, marchés émergents et pays à faible revenu — affichent de bons résultats.

La croissance mondiale robuste, l'environnement financier international favorable, la hausse continue des cours du pétrole et d'autres produits de base, ainsi que les politiques avisées dans bien des pays, sous-tendent cette bonne performance. L'essor du PIB réel devrait rester solide à plus de 6 % en moyenne, une croissance à deux chiffres étant prévue dans le Caucase et en Asie centrale (voir tableau).

Cependant, les fortes rentrées de devises — recettes d'exportation, investissements directs étrangers, et envois de fonds de travailleurs émigrés — et une progression rapide de la demande, associées à des politiques monétaires accommodantes, alimentent l'inflation, qui devrait grimper à 9 % cette année, contre 7½ % l'année dernière. Cette hausse est particulièrement remarquable dans certains pays pétroliers, où l'inflation accrue commence à se traduire par l'appréciation des taux de change effectifs réels en raison du renchérissement du pétrole.

### Le facteur pétrole

Les pays du Moyen-Orient et de l'Asie centrale bénéficient plus que ceux des autres régions de la hausse des prix du pétrole, car ils détiennent près des trois quarts des réserves mondiales prouvées, et représentent un tiers de la production mondiale de pétrole. La hausse des prix des autres produits de base a également profité à la région, qui représente un cinquième de la production mondiale de gaz et s'enorgueillit de posséder la plus grande fonderie d'aluminium au monde (Émirats arabes unis). Par ailleurs, la région est abondamment dotée de coton (Ouzbékistan), de cuivre (Arménie et Géorgie), et d'uranium (Arménie et Ouzbékistan). En 2006, elle avait un PIB combiné de 1,8 billion de dollars, le pétrole représentant un tiers de ce montant. Fin 2006, ses réserves internationales s'élevaient à 625 milliards de dollars, contre 1,1 billion de dollars pour la Chine, et 285 milliards pour la Russie.

Les cours du pétrole étant censés atteindre en moyenne près de 61 dollars le baril en 2007, contre plus de 64 dollars le baril l'année dernière, les recettes d'exportation et les recettes publiques tirées du pétrole et du gaz vont fléchir cette année. En conséquence, l'excédent courant du compte extérieur va baisser, mais seulement un quart de la chute prévue sera lié à la baisse des prix du pétrole. Le reste reflète la forte hausse des importations au fur et à mesure que seront mis en œuvre les programmes d'investissement dans le secteur social et les

infrastructures. Étant donné que les positions extérieure et budgétaire devraient demeurer solides, les pays exportateurs de pétrole de la région doivent être capables de réaliser les investissements envisagés tout en continuant à épargner des ressources pour l'avenir.

### Soutenir une croissance solide

Toutefois, ces perspectives généralement très favorables comportent des risques, a poursuivi M. Khan, notamment «la possibilité d'une baisse de la croissance mondiale, probablement déclenchée par un ralentissement plus marqué que prévu aux États-Unis, ou une aggravation soutenue de la volatilité du marché financier». Selon M. Khan, l'escalade des conflits au niveau régional constitue une menace permanente.

Côté positif, au fur et à mesure que ces pays voient leurs réserves internationales s'accroître (voir graphique) et leur dette se réduire, ils deviennent plus résistants aux chocs potentiels. Le défi majeur de cette région est de soutenir, voire accélérer la croissance en vue d'effectuer des avancées significatives dans

### Une croissance spectaculaire

La croissance du PIB dépassera en moyenne 6 % en 2007, certains pays affichant un taux à deux chiffres.

(variation annuelle, en pourcentage)	Moyenne 1998-2002	2006	Proj. 2007
<b>Moyen-Orient et Asie centrale</b>	<b>3,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>
<b>Exportateurs de pétrole</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>
Algérie	3,6	2,7	4,5
Arabie Saoudite	1,5	4,6	4,8
Azerbaïdjan	7,7	31,0	29,2
Bahreïn	4,8	7,7	6,9
Émirats arabes unis	4,0	9,7	8,2
Iran	4,2	5,3	5,0
Iraq	...	3,0	10,4
Kazakhstan	6,8	10,6	9,0
Koweït	8,2	5,0	3,5
Libye	2,2	5,6	7,9
Oman	3,6	5,9	6,0
Qatar	7,1	8,8	8,0
Syrie	2,4	3,0	3,3
Turkménistan	15,6	9,0	10,0
<b>Pays à faible revenu</b>	<b>4,9</b>	<b>9,4</b>	<b>8,6</b>
Afghanistan	28,6	8,0	12,2
Arménie	7,9	13,4	9,0
Djibouti	1,6	4,5	5,1
Géorgie	3,6	9,0	9,4
Mauritanie	3,1	11,7	1,9
Ouzbékistan	4,1	7,2	7,7
République kirghize	3,3	2,7	6,5
Soudan	5,5	12,2	11,1
Tadjikistan	7,3	7,0	7,5
Yémen	4,3	3,8	2,6
<b>Marchés émergents</b>	<b>4,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>
Égypte	5,1	6,8	6,7
Jordanie	4,3	6,0	6,0
Liban	2,3	0,0	1,0
Maroc	3,6	7,3	3,5
Pakistan	3,1	6,2	6,5
Tunisie	4,4	5,3	6,0

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

la réduction de la pauvreté et du chômage, a déclaré M. Khan. « Cette croissance solide n'a pas encore créé suffisamment d'emplois pour la main-d'œuvre qui s'accroît rapidement, et les taux de pauvreté n'ont pas beaucoup baissé, même dans les pays à faible revenu à croissance rapide. » Pour réduire la pauvreté, les pays de la région doivent améliorer la répartition des revenus, ce qui permettrait également de générer un appui aux réformes et de soutenir l'élan de la croissance.

### Diversité des enjeux

Dans la région, les différents groupes de pays sont confrontés à divers défis.

**Pays exportateurs de pétrole.** Les quatorze pays exportateurs de pétrole peuvent s'attendre à ce que la croissance du PIB reste légèrement au-dessus de 6 % en 2007, malgré les projections baissières des cours du pétrole. Pour eux, la première priorité sera la gestion saine des recettes pétrolières. Dans la plupart des pays, les dépenses d'investissement ont augmenté : les investissements axés sur la production pétrolière et les capacités de raffinage allégeront les contraintes de l'offre de produits raffinés, et les investissements effectués dans les secteurs pétroliers et non pétroliers stimuleront les importations, contribuant ainsi à la correction ordonnée des déséquilibres mondiaux.

Dans certains pays, des goulets d'étranglement de l'offre et des signes de surchauffe sont apparus. Pour ceux-là, les autorités devront prendre en compte la capacité d'absorption de leurs économies en évaluant la vitesse de réalisation des grands projets, afin de soutenir une croissance robuste dans un environnement macroéconomique stable.

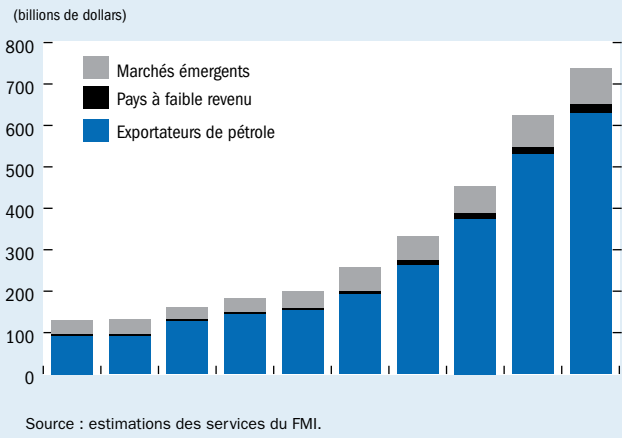
Certains pays exportateurs de pétrole sont en outre confrontés au défi de diversifier leurs économies face aux baisses escomptées de la production pétrolière, d'où la nécessité de renforcer le rôle du secteur privé. Diverses réformes seront nécessaires pour faciliter ce processus : amélioration du climat des affaires, suppression des contrôles de prix, développement des secteurs financiers, ouverture accrue de secteurs clés aux capitaux privés et étrangers, et renforcement des cadres réglementaires.

**Marchés émergents.** Cinq des six pays de ce groupe — Égypte, Jordanie, Maroc, Pakistan et Tunisie — continueront sans doute à afficher une croissance vigoureuse en 2007, mais le Liban peut s'attendre à une croissance modérée à cause des tensions politiques résultant du conflit avec Israël l'été dernier. L'inflation ne devrait pas s'accroître, mais d'importants déficits budgétaires maintiennent la dette publique à un niveau élevé dans plusieurs pays. Pour tous ces pays, le rééquilibrage budgétaire sera essentiel pour assurer la stabilité macroéconomique, et les gouvernements devront adopter des réformes en vue d'élargir l'assiette fiscale, de réduire les exemptions, d'améliorer l'administration fiscale et de diminuer les subventions.

**Pays à faible revenu.** Dans ces pays, la croissance devrait rester solide, surtout en Afghanistan (relance de l'agriculture, des BTP et des services), en Arménie (dynamisme des BTP et

### Flambée des réserves

Le renchérissement du pétrole a permis à la région d'accumuler des réserves et d'accroître sa résilience face à des chocs potentiels.



des services et reprise des exportations), en Géorgie (croissance robuste des services et des industries de transformation) et au Soudan (production pétrolière accrue). En outre, une forte demande extérieure devrait permettre à l'Ouzbékistan d'enregistrer de bons résultats.

Les pays à faible revenu sont confrontés au défi de gérer l'impact macroéconomique des investissements étrangers à grande échelle. Ayant accompli des progrès dans la consolidation de la stabilité macroéconomique, l'allègement de la dette et l'amélioration des politiques en général, ils attirent des financements accrus qui leur permettront d'investir davantage dans les infrastructures et les ressources humaines, de réduire le chômage et d'accroître les perspectives d'une production plus élevée.

Toutefois, ces pays doivent également concilier ces avantages avec la nécessité d'assurer la viabilité de leur dette à moyen terme. Pour minimiser les risques, ils doivent bien gérer leur dette, continuer à adapter leurs dépenses aux capacités d'absorption de leurs économies et améliorer la gestion financière pour éviter le gaspillage.

**Tous les pays de la région** bénéficieraient également d'un élargissement et d'un approfondissement des marchés financiers régionaux. En particulier, il est nécessaire de renforcer la solidité du système bancaire, de surveiller les risques de marché, d'accroître la profondeur et la liquidité des marchés de capitaux pour réduire la volatilité des marchés des actifs financiers et utiliser efficacement l'épargne importante de la région. ■

Elisa Diehl

Magazine Bulletin du FMI

Des exemplaires de l'édition de mai 2007 du *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, sont disponibles au prix de 31 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 144. Le texte intégral peut également être consulté sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Entrées de capitaux : un cadeau empoisonné?

**A** l'image de plusieurs marchés émergents et pays en développement à travers le monde, neuf pays du Caucase et de l'Asie centrale connaissent d'énormes entrées de devises et sont aux prises avec certains des problèmes liés à la maîtrise de l'inflation et à la gestion du taux de change. Un séminaire, organisé le 25 avril à Almaty au Kazakhstan par le Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI et cofinancé par la Banque du Kazakhstan, a examiné les options de politique économique susceptibles de maximiser les avantages de ces flux pour ces pays tout en préservant leur compétitivité extérieure et en jugulant l'inflation.

Les économies de ces neuf pays — Arménie, Azerbaïdjan, Géorgie, Kazakhstan, Ouzbékistan, Pakistan, République kirghize, Tadjikistan et Turkménistan — bénéficient d'énormes entrées de devises (voir graphique) sous la forme de substantielles recettes d'exportation, d'envois de fonds, d'investissements directs étrangers, et d'emprunts extérieurs par les banques. Ces entrées sont en partie favorisées par les cours élevés de l'énergie et par une conjoncture favorable sur les places financières internationales. Elles ont contribué à une croissance exceptionnellement rapide — plus de 10 % en moyenne — dans la région au cours des quatre dernières années, entraînant une abondance de liquidités, une reprise de l'inflation et des pressions à la hausse sur le taux de change qui ont compliqué la gestion des politiques monétaire et de change.

### Des difficultés en perspective

Ainsi, les décideurs de ces pays sont confrontés à deux défis potentiellement énormes. D'abord, ils s'efforcent d'empêcher qu'une appréciation du taux de change ne mine leur compétitivité externe et les efforts de diversification des exportations, tout en gardant la maîtrise de l'inflation. Ensuite, ils essaient de veiller à ce que le secteur financier en plein essor puisse assurer l'intermédiation de ces entrées massives de devises, tout en minimisant les risques de difficultés futures dans ce secteur.

Ce séminaire d'un jour, auquel assistaient les représentants des banques centrales et des gouvernements des neuf pays, a permis aux participants de discuter des stratégies de gestion des flux massifs de devises. Il a été ouvert par le Premier ministre kazakh, Karim Massimov, et coprésidé par Anvar

Saidenov, Président de la Banque nationale du Kazakhstan, et Moshin S. Khan, Directeur du Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI.

Après le discours d'ouverture, David Owen (FMI) a examiné la manière dont les décideurs de la région ont réagi à ces entrées et à leurs conséquences macroéconomiques. Il a relevé que tous les pays ont utilisé ces devises pour renforcer sensiblement leurs réserves et que la plupart — sauf l'Arménie et, dans une moindre mesure, le Kazakhstan — ont résisté à la révision du taux de change nominal. Par conséquent, la croissance de la masse monétaire au sens large a dépassé 30 % dans tous ces pays en 2006. De plus, tous les pays, hormis l'Azerbaïdjan et la Géorgie, ont légèrement durci leur politique budgétaire face à ces entrées.

Résultat, l'inflation s'est accélérée et se situe à présent autour de 10 % en moyenne pour l'ensemble de la région, et a contribué à l'appréciation du taux de change réel dans la quasi-totalité des pays. Toutefois, la croissance non pétrolière a été robuste dans ces neuf pays en 2006, dépassant 10 % dans plusieurs pays. Ainsi, la croissance globale est demeurée vigoureuse dans cette région, sauf en République kirghize. Il est intéressant de noter que les pays qui ont affiché la plus

forte appréciation du taux de change réel ont également enregistré la croissance la plus élevée.

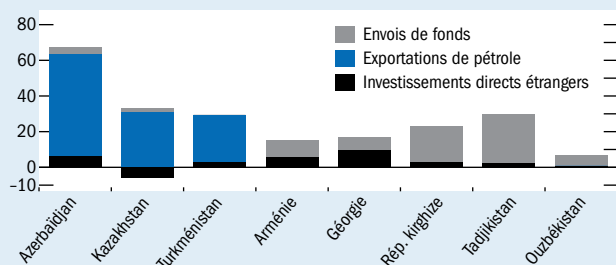


Moshin S. Khan (à gauche), Directeur du Département Moyen-Orient et Asie centrale du FMI, et Karim Massimov, Premier ministre du Kazakhstan.

### Des entrées de capitaux en hausse

Dans la région du Caucase et de l'Asie centrale, les autorités doivent s'employer à gérer les entrées massives de capitaux.

(moyenne pour 2005 et 2006, pourcentage du PIB)



Source : estimations des services du FMI.

## Les leçons d'ailleurs

Suite à l'exposé de M. Owen, John Wakeman-Linn (FMI) a examiné les stratégies de gestion de flux similaires dans les pays hors Caucase et Asie centrale. Il en a tiré six leçons à l'intention des décideurs.

- Premièrement, étant donné que la politique monétaire ne peut influencer sur le taux de change réel au-delà du court terme, les autorités monétaires doivent mettre principalement l'accent sur le maintien de l'inflation à des niveaux modérés.

- Deuxièmement, l'austérité budgétaire — qui consiste à réduire les dépenses et à accroître les impôts — est le seul moyen d'éviter l'appréciation du taux de change réel à cause de ces entrées, mais elle peut être une mesure politiquement difficile à mettre en œuvre.

- Troisièmement, compte tenu de l'appréciation probable du taux de change réel à moyen terme, les réformes structurelles destinées à améliorer le climat des affaires et à encourager l'affectation des entrées de devises au financement des investissements plutôt qu'à la consommation, seront cruciales pour préserver la compétitivité.

- Quatrièmement, la régulation des mouvements de capitaux en vue de limiter les apports financiers a peu de chance de réussir, du moins au-delà du court terme.

- Cinquièmement, les banques centrales doivent s'employer à constituer un stock important de réserves pour amortir une éventuelle baisse des entrées tout en s'assurant que toute accumulation de réserves cadre avec leur objectif d'inflation.

- Sixièmement, pour minimiser les risques de crise financière au cas où les flux venaient à refluer, ces pays doivent renforcer les règles prudentielles et les autres règles du marché financier et, particulièrement en cas d'entrées massives à court terme, chercher à assouplir progressivement leurs taux de change.

Deux études de cas sur la région du Caucase et de l'Asie centrale ont ensuite été examinées en détail. Aasim Husain (FMI) s'est penché sur l'expérience du Kazakhstan dans la gestion des recettes pétrolières en hausse rapide, des investissements directs étrangers et des prêts bancaires. Il a relevé que le Kazakhstan a reçu quelque 140 milliards de dollars EU entre 2004 et 2006. Bien que le pays ait épargné une

grande proportion de ces entrées dans son fonds pétrolier, les réserves de sa banque centrale se sont accrues sensiblement. Une partie de cette hausse a été stérilisée, et la politique budgétaire a été modérément durcie, mais la masse

monétaire au sens large a tout de même augmenté d'environ 80 % en 2006. M. Saidenov a souligné les défis auxquels la banque centrale du Kazakhstan est confrontée dans la gestion des apports et les mesures qu'elle a prises pour durcir les conditions monétaires. L'inflation a quelque peu augmenté, mais elle est restée maîtrisée en dépit de la hausse subite des entrées.

Nienke Oomes, représentant résident du FMI en Arménie, a analysé la gestion du vif essor des envois de fonds dans ce pays — près

de 500 % en six ans. À la différence de ses voisins, l'Arménie a essayé de maîtriser l'inflation malgré ces flux et l'a maintenue à moins de 2 % en moyenne au cours des deux dernières années. Conséquence, le taux de change nominal s'est apprécié d'environ 30 % sur cette période en dépit du resserrement continu de la politique budgétaire. Malgré ces efforts, le déficit du compte courant a baissé légèrement au cours des dernières années et les exportations sont restées globalement constantes en pourcentage du PIB, et le PIB a enregistré une croissance à deux chiffres sur les cinq dernières années.

Tigran Sargsyan, Président de la Banque nationale d'Arménie, a confirmé cette analyse des performances de son pays.

Reste à savoir si l'appréciation du taux de change réel à moyen terme aura des effets négatifs sur les exportations arméniennes, a-t-il conclu.

Chaque exposé a été suivi d'un vif débat au cours duquel les participants ont mis l'accent sur la façon d'appliquer les leçons à la situation particulière de leurs pays respectifs. Selon M. Khan, le séminaire a soulevé plusieurs questions importantes, dont au moins deux — les causes de l'augmentation rapide de la demande de monnaie dans la région et l'impact probable de l'appréciation à moyen terme du taux de change réel sur les exportations de la région — feront l'objet de recherches approfondies par les services du FMI. ■



Anvar Saidenov (à gauche), Président de la Banque nationale du Kazakhstan, et Willy Kiekens, Administrateur du FMI pour un groupe de pays comprenant le Kazakhstan.

**Étant donné que la politique monétaire ne peut influencer sur le taux de change réel au-delà du court terme, les autorités monétaires doivent mettre principalement l'accent sur le maintien de l'inflation à des niveaux modérés.**

John Wakeman-Linn

FMI, Département Moyen-Orient et Asie centrale

## Retour sur les crises du passé

Le récent Forum du livre du FMI, tenu le 10 mai, a attiré d'éminents experts du secteur financier. Au menu des discussions : les enseignements tirés des crises de la dette souveraine de la dernière décennie; le profil éventuel des crises futures; et le rôle du FMI dans la prévention des crises sur les marchés émergents.

À cette occasion, Jeromin Zettelmeyer (FMI) a résumé son livre, intitulé *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, écrit en collaboration avec Federico Sturzenegger de Harvard. L'ouvrage retrace en détail les sept crises qui ont éclaté depuis 1998 — en Russie, en Ukraine, au Pakistan, en Équateur, en Argentine, en Moldavie et en Uruguay — et décrit brièvement la crise de la République Dominicaine. Les questions reviennent à chaque fois : comment les crises se sont-elles développées? Quels en ont été les coûts pour les pays? Quelle dette a été restructurée et à quelles conditions?

### Évaluer les crises

Ce que l'on peut retenir, c'est que les pays ont payé ces crises très cher : leur productivité s'est effondrée et leur tissu économique s'est déchiré. Souvent ces crises ont été « doubles » ou même « triples », affectant la monnaie, la dette et le système bancaire; les pays se sont remis assez rapidement une fois que la dette a été restructurée. Ces restructurations ont été raisonnablement rapides et ont été largement suivies dans presque tous les cas. On a estimé que l'ampleur des pertes des investisseurs — c'est-à-dire la décote — variait de zéro jusqu'à 75 % dans certaines des crises. Ces décotes mises à part, les investisseurs ont connu des rendements bien supérieurs à la moyenne historique sur les marchés émergents depuis 1990.

Le livre montre que, contrairement aux attentes, la préférence accordée aux obligations plutôt qu'aux crédits syndiqués (les investisseurs sont de plus en plus les créanciers et leurs relations d'affaires avec les pays sont généralement moins durables) n'a pas ralenti la restructuration de la dette, et elle n'a pas non plus réduit les taux de participation ni contraint les pays à procéder à une nouvelle restructuration. De même, au cours des récentes années, un certain nombre de pays ont restructuré leur dette sans encourir d'arriérés, ce qui est bon signe pour la prévention de crises plus profondes.

Le livre ébauche une « boîte à outils » complète pour analyser les problèmes de la dette; il examine les principaux indicateurs de solvabilité et de liqui-



Pendant la crise russe, qui a débuté en 1998, l'économie s'est contractée d'environ 8 %.

dité et montre comment décomposer la dynamique de la dette et en analyser la viabilité, comment estimer les valeurs de recouvrement et évaluer l'impact financier de la cessation de paiement.

Lors d'une table ronde, les experts de la Brookings Institution, du Peterson Institute for International Economics, du secteur privé et de l'Institute for International Finance ont acclamé le livre, qui, selon eux, constitue un travail de référence essentiel pour comprendre les crises des années 90. William R. Cline (Peterson Institute) a également salué l'ouvrage, mais a ajouté qu'il aurait souhaité que celui-ci « note les pays sur la manière dont ils ont fait face aux crises » et indique franchement que certains pays « les ont très mal gérées ».

Le Premier Directeur général adjoint du FMI, John Lipsky, a qualifié le livre de « compendium très utile » de l'expérience des crises de la dette souveraine de la décennie passée. Il a mis en évidence « l'analyse fouillée » des réalisations des autorités nationales et de la manière dont le travail sur l'architecture financière internationale a contribué à la sécurité du système financier mondial. Toutefois, il a signalé que beaucoup reste à faire. MM. Sturzenegger et Zettelmeyer ont passé en revue des propositions plus récentes en matière de prévention et de résolution des crises. Ils ont avancé la notion de « préparation à la crise », qui consiste en partie à utiliser des « cloisons étanches » — des politiques qui empêchent une crise survenue dans un secteur de se propager dans un autre. Selon Brad Setser (Roubini Global Economics), l'un des participants au Forum, l'idée de préparation à la crise est prometteuse. ■

Glenn Gottselig  
FMI, Département des relations extérieures



Laura Wallace  
Rédactrice en chef

Jeremy Clift  
Rédacteur principal

Elisa Diehl  
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.