

## ACTUALITÉ : Le FMI au secours du Niger

Au Niger, 2,5 millions de personnes souffrent d'une grave pénurie alimentaire et l'ONU multiplie les appels à l'aide internationale. Le FMI travaille également en étroite collaboration avec les donateurs internationaux pour mobiliser des ressources, et il soutient le gouvernement nigérien dans ses efforts pour répondre aux besoins immédiats du pays. Une mission du FMI doit se rendre au Niger dans les prochaines semaines.



Finbar O'Reilly/Reuters

235

## GROS PLAN : La locomotive américaine

En dépit de la hausse du coût de l'énergie, l'économie américaine reste un vigoureux moteur de croissance, alors que l'activité s'est ralentie dans le reste du monde. Il reste cependant encore beaucoup à faire. Dans l'immédiat, la croissance est bien orientée, aussi peut-on s'attaquer aux enjeux à plus long terme, dont un taux d'épargne exceptionnellement bas et des programmes sociaux (Medicare et sécurité sociale) sous-financés.



Chris Hondros/Newsmakers

237

## RÉGIONS: IDE en Europe du Sud-Est

Dans quelle mesure une politique économique avisée contribue-t-elle à attirer l'investissement direct étranger? Pas autant que certains gouvernants pourraient l'espérer, mais suffisamment pour que des choix judicieux fassent la différence et portent les investissements étrangers au-delà d'un certain niveau. L'Europe du Sud-Est, où les IDE n'ont guère afflué en est un bon exemple, selon une étude récente du FMI. Elle a tout intérêt à encourager l'IDE, notamment pour favoriser la réforme des infrastructures et des régimes de change et de commerce.



Bogdan Cristel/Reuters

242

## POLITIQUES : Rationalisation de la conditionnalité

Dans les années 90, le nombre de conditions structurelles dont les prêts du FMI étaient assortis a beaucoup augmenté, mais l'internalisation des programmes par les pays semblait s'émousser. À la suite d'une vaste remise à plat, le FMI a entrepris en 2002 de rationaliser ces conditions. Dans quelle mesure les nouvelles directives ont-elles été suivies d'effets? Il semble que des progrès aient été accomplis, car les conditions sont plus claires et mieux ciblées. En définitive, ce sont les résultats économiques qui permettront de juger si les nouvelles directives ont porté leurs fruits, mais il est trop tôt pour se prononcer.

244

### DANS CE NUMÉRO

- 234 Calendrier
- 234 Boussole
- 235 Actualité
  - Secours au Niger
  - Allègement de la dette M. Kato au Mozambique et en Zambie
- 237 Gros plan
  - L'économie américaine sur la bonne voie
  - L'Autriche regarde vers l'Est
- 242 Régions
  - L'IDE en Europe du Sud-Est
- 244 Politiques
  - La conditionnalité du FMI
- 246 Forum
  - Radioscopie des fonds spéculatifs
- 247 Prêts du FMI
  - Accords
- 248 Évaluations
  - Programme de travail du BIE

# Calendrier

## AOÛT

**22-26** Séminaire FMI-Institut régional de Singapour : «Les droits des créanciers dans les économies émergentes», Singapour

**24-2 septembre** Réunion ministérielle de l'APEC sur les petites et moyennes entreprises, Daegu, République de Corée

## SEPTEMBRE

**3** FMI-Gouvernement de Singapour – Séminaire de haut niveau sur l'intégration financière régionale, Singapour

### Conseil d'administration

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

**6-7** Séminaire de haut niveau du FMI : «La stabilité financière : défis pour les banques centrales et les autorités de surveillance», Washington

**7** Visite du Directeur général Rodrigo de Rato à Séoul, République de Corée

**8-9** Réunion des ministres des finances de l'APEC, Jeju, République de Corée

**8** Forum économique du FMI : «La conditionnalité du FMI : un peu, beaucoup, pas du tout?», Washington

**14-16** Réunion plénière de haut niveau de l'Assemblée générale de l'ONU sur les suites données à la Déclaration du Millénaire, New York

**19-23** Séminaire du FMI à l'intention des parlementaires de Bos-

nie-Herzégovine, Croatie, Macédoine et Serbie-et-Monténégro, Institut multilatéral de Vienne, Autriche

**22-23** Forum mondial sur les conventions fiscales et les prix de transfert, Centre de politique et d'administration fiscales de l'OCDE, Paris

**24-25** Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, Washington

**26-30** Conférence générale de l'Agence internationale de l'énergie atomique, Vienne, Autriche

## OCTOBRE

**4-7** Réunion du Groupe de travail sur l'harmonisation de la comptabilité du secteur public, FMI, Washington

**19** Forum du livre du FMI, Pietra Rivoli, *Travels of a T-shirt in the Glo-*

*bal Economy: An Economist Examines the Markets, Power, and Politics of World Trade*, Washington

## NOVEMBRE

**3-4** Sixième conférence annuelle de recherche Jacques Polak, Washington

**4-5** Quatrième Sommet des Amériques, Mar del Plata, Argentine

**16-18** Sommet mondial sur la société de l'information, Tunis, Tunisie

**27-29** Forum économique mondial, Sommet économique indien, New Delhi, Inde

## DÉCEMBRE

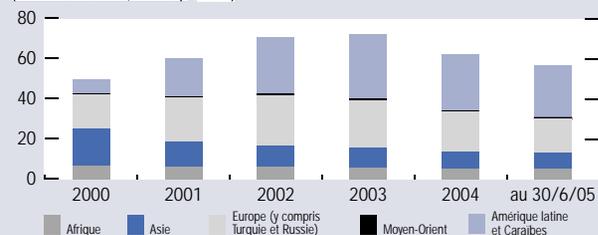
**13-18** Sixième conférence ministérielle de l'Organisation mondiale du commerce, Hong Kong (RAS)

# Boussole

## Données financières du FMI

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

(milliards de DTS; fin de période)



### Encours des prêts les plus élevés

(milliards de DTS au 30/6/05)

#### Non concessionnels

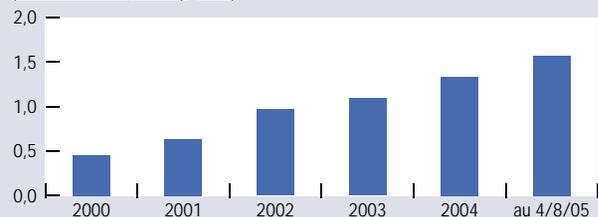
Bésil	14,21
Turquie	12,19
Argentine	7,69
Indonésie	5,85
Uruguay	1,67

#### Concessionnels

Pakistan	1,02
Zambie	0,53
Congo, Rép. dém. du	0,49
Ghana	0,28
Tanzanie	0,26

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

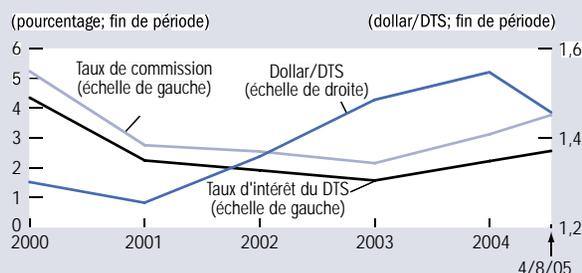
(milliards de DTS; fin de période)



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

### Évolution des taux

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



### Les droits de tirage spéciaux du FMI

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

## Le FMI au secours du Niger

**D**urant les dernières semaines, l'actualité mondiale a été dominée par les graves pénuries alimentaires qui affligent le Niger à la suite d'une combinaison de catastrophes naturelles — une sécheresse prolongée et une invasion de criquets migrateurs. Selon l'Organisation des Nations Unies, quelque 2,5 millions de personnes sont directement touchées par la crise, sur une population de 12 millions.

Les agences de l'ONU ont sollicité des dons pour un total de 57,6 millions de dollars. La réaction initiale a été lente, mais les secours arrivent déjà plus rapidement grâce à l'intense médiatisation de la crise.

Les secours sont assurés par la communauté internationale et, en particulier, les agences de l'ONU, la Banque mondiale et des organisations non gouvernementales (ONG). Le FMI y participe également en mobilisant, de concert avec les donateurs internationaux, un surcroît de ressources pour remédier aux pénuries alimentaires et soutenir le développement à long terme. En outre, le FMI collabore étroitement avec les autorités nigériennes sur divers dossiers connexes. Il a encouragé le gouvernement à prendre toutes les mesures possibles pour répondre aux besoins immédiats, appuyant pleinement toutes les dépenses visant à atténuer la crise alimentaire et l'impact de la sécheresse.

Par ailleurs, le FMI s'est déclaré prêt à relever l'accès du Niger à son financement si les dons s'avèrent insuffisants. Une mission du FMI devrait se rendre au Niger vers la fin du mois pour évaluer l'évolution récente et aider le gouvernement à résoudre la crise alimentaire.

### Réduire la dette et la pauvreté

Cette crise survient dans un pays déjà confronté à de nombreuses difficultés économiques. Le Niger, l'un des pays les plus pauvres d'Afrique, s'est attaché ces dernières années à répondre aux besoins de sa population. Depuis cinq ans, il a beaucoup progressé dans la stabilisation macroéconomique et la libéralisation économique. Reconnaisant ces efforts, la communauté internationale a accepté d'alléger sensiblement sa dette au point d'achèvement de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), en avril 2004.

Les conseils du FMI au Niger sont largement inspirés d'une stratégie de réduction de la pauvreté (SRP) élaborée par les autorités nigériennes en 2002 après consultation de la société civile du pays. La SRP définit les priorités jugées cruciales pour stimuler la croissance et réduire la pauvreté. Elle vise en particulier à accroître les dépenses relatives au capital humain (en privilégiant l'accès des groupes vulnérables aux services sociaux de base) et à promouvoir le développement agricole. La



Les dons et l'assistance commencent à arriver au Niger, pays dont plus du cinquième de la population est touchée par de graves pénuries alimentaires.

stratégie de réduction de la pauvreté vise en outre à préserver la viabilité des finances publiques. Il s'agit de renforcer la mobilisation des recettes, d'améliorer la gestion des dépenses publiques et de consacrer un maximum de ressources à des projets en faveur des pauvres et de la croissance.

Depuis 2000, le FMI a alloué au Niger 88 millions de dollars au titre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC). Il lui a également accordé une assistance technique considérable, surtout en matière de gestion budgétaire. Le programme appuyé par le FMI traduit l'importance que la SRP attache à l'agriculture et souligne la nécessité pour le pays d'amortir l'impact des conditions climatiques défavorables en installant les systèmes d'irrigation dont il a tant besoin. Les autorités sont encouragées à élargir la base des recettes intérieures et à solliciter le concours supplémentaire des donateurs. Jusqu'ici, ce concours est relativement important, mais le Niger a besoin de ressources additionnelles pour se rapprocher des objectifs du Millénaire pour le développement, qui consistent à réduire de moitié les principaux indicateurs de la pauvreté à l'horizon 2015.

S'adressant à la presse le 3 août, Thomas C. Dawson, Directeur du Département des relations extérieures du FMI, a déclaré qu'en dépit de l'importance du développement à long terme, le principal défi pour la communauté internationale est de fournir «dans les meilleurs délais toute l'assistance possible» pour résorber la crise alimentaire. «Telle est notre intention», a-t-il ajouté. ■

## Le FMI participera à l'allégement de la dette des pays à faible revenu

Les Administrateurs du FMI ont réitéré leur détermination à alléger davantage la dette dans le cadre de l'«appui international aux pays à faible revenu, y compris les plus pauvres et les plus endettés», a déclaré le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, le 3 août. Selon M. de Rato, les Administrateurs ont souligné que la proposition du G-8 d'annuler la dette des pays pauvres très endettés (PPTE) «peut contribuer largement à parachever le processus d'allégement de la dette pour ces pays en amenant le FMI à leur accorder une aide supplémentaire de balance des paiements», leur permettant ainsi de dégager les ressources intérieures nécessaires à la poursuite des objectifs du Millénaire pour le développement.

Au cours des discussions, les Administrateurs ont précisé que l'allégement de la dette doit être conçu et appliqué attentivement pour répondre effectivement aux besoins des bénéficiaires. Selon M. de Rato, un consensus s'est dégagé sur l'importance de préserver la capacité du FMI à fournir un appui concessionnel aux pays à faible revenu et à préserver le principe d'uniformité

de traitement à leur égard. À l'avenir, les services du FMI étudieront «les modalités éventuelles de mise en œuvre de la proposition du G-8 pour la suite des discussions» du Conseil avant l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, prévue les 24 et 25 septembre.

Le débat du 3 août a donné aux Administrateurs l'occasion d'examiner plus en détail l'impact financier, juridique et stratégique de la proposition du G-8 pour le FMI. Il a également renforcé les mesures déployées par l'institution pour accroître son rôle dans les pays à faible revenu, notamment par un mécanisme non financier d'appui aux politiques économiques et par la mise en place d'un mécanisme de financement pour les pays confrontés à des chocs exogènes. Le Conseil envisage par ailleurs de maintenir le financement des prêts concessionnels au titre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance. ■

Le texte intégral de la déclaration du Directeur général est publié sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## M. Kato salue les progrès accomplis au Mozambique et en Zambie

Lors d'une visite au Mozambique, du 24 au 27 juillet, le Directeur général adjoint du FMI, M. Takatoshi Kato, a salué le travail du Centro de Investigação em Saúde de Manhica, un institut de recherche sur la santé qui, a-t-il déclaré, fait des études novatrices sur les maladies les plus critiques dans la région et contribue à améliorer l'état de santé dans ce pays. M. Kato a indiqué aux journalistes que le FMI est très préoccupé par des maladies endémiques comme le paludisme, le VIH/sida et la tuberculose, qui ont un impact extrêmement négatif sur les économies africaines.

Au cours des entretiens avec le Président Armando Guebuza, le Premier Ministre Luisa Diogo et d'autres hauts responsables, M. Kato a félicité le pays pour son progrès impressionnant des dernières années, notant que ses bonnes politiques macroéconomiques ont impulsé une croissance économique de 8 % en moyenne par an, résultat «nettement supérieur à celui des pays de la région», et la baisse de l'inflation. Pour préserver ces acquis, a-t-il ajouté, le Mozambique doit accroître ses recettes et poursuivre la seconde génération de réformes visant à renforcer les institutions et à éliminer les obstacles à l'activité du secteur privé, afin de réduire durablement la pauvreté et d'atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement.

En Zambie, deuxième étape de son périple, M. Kato a rencontré le Président Levy Mwanawasa, le Ministre des finances Ng'andu Magande, d'autres hauts fonctionnaires, ainsi que des représentants des donateurs, du patronat, du parlement et de la

société civile. Il a salué les «progrès remarquables» de la Zambie ces dernières années et exprimé «le solide appui du FMI pour l'orientation globale des politiques mises en œuvre» — qui visent principalement à satisfaire les besoins sociaux et à créer des conditions plus propices à l'investissement et à la croissance.

M. Kato a souligné la nécessité de poursuivre la maîtrise des dépenses publiques en 2005 et 2006 afin de préserver la stabilité macroéconomique. À son avis, il importe de faire avancer les réformes pour créer un climat favorable à l'essor du secteur privé, en renforçant notamment la gestion des dépenses publiques et la responsabilité financière, la réforme du secteur financier et la gouvernance. ■



Un employé du centre de Manhica s'adresse au Directeur général adjoint du FMI, M. Takatoshi Kato (à g.).

Joaquim Carlos Mello pour le FMI

Le texte intégral des déclarations de M. Takatoshi Kato à l'issue de sa visite au Mozambique et en Zambie est publié sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Locomotive USA : sur la bonne voie, mais gare aux virages!

**F**ace à la hausse marquée des coûts de l'énergie, l'économie des États-Unis a fait preuve de résistance; son expansion et la faiblesse des taux d'intérêt ont fortement stimulé l'économie mondiale dans une période de ralentissement considérable. Comme l'a noté récemment le Conseil d'administration du FMI, cette perspective de croissance vigoureuse à court terme permet aux États-Unis de remédier à certains problèmes de longue date, notamment le faible niveau historique de l'épargne nationale et le grave sous-financement de l'assurance maladie (Medicare) et de la sécurité sociale.

D'après les indicateurs récents, l'essor économique des États-Unis se poursuit. Malgré un léger ralentissement au cours des derniers trimestres, la croissance dépasse le potentiel et semble devoir s'accélérer au second semestre. La dépense des ménages est soutenue, alimentée par le renchérissement des actifs, les faibles taux d'intérêt, la hausse des revenus et l'amélioration de l'emploi. La croissance est généralisée et la reprise de l'investissement table sur des taux d'intérêt bas et sur les profits élevés des entreprises. En outre, il y a peu de signes de surchauffe sur le marché du travail, malgré un taux de chômage de 5 % seulement. L'inflation est contenue, même si la hausse des prix de l'énergie a porté l'inflation globale des prix à la consommation à 2½ % ces derniers mois.

L'économie mondiale continuera probablement à bénéficier de la poussée américaine. On estime en effet que les importations nettes des États-Unis ont accru la croissance du reste du monde d'environ ¼ de point de pourcentage par an depuis 2001. Les conditions financières favorables dans ce pays ont aussi contribué à réduire les primes de risque sur les taux d'intérêt ainsi que l'écart des taux d'intérêt, et à soutenir l'activité sur plusieurs marchés émergents.

### Des flux financiers inhabituels

Cependant, l'expansion a été marquée par des déséquilibres intérieurs et extérieurs assez inhabituels (et peut-être insoutenables) caractérisés par :

- **Un déficit record du compte extérieur courant.** Les résultats économiques des États-Unis dépassant ceux de la plupart de leurs partenaires commerciaux, le déficit courant a chuté au niveau sans précédent de 6½ % du PIB, contre 2 % environ en moyenne sur les deux dernières décennies. Malgré la dépréciation du dollar, la demande d'importations demeure forte, la hausse des prix du pétrole contribuant également au déficit commercial.

- **Des entrées massives de capitaux étrangers,** contrepartie de l'important déficit du compte courant. Selon les estimations, les engagements internationaux nets des États-Unis ont dépassé 20 % du PIB, niveau trop élevé pour un grand pays industrialisé.

- **Un niveau record des prêts nets des entreprises,** qui ont utilisé leurs profits élevés pour renforcer leurs bilans. Outre les fortes entrées de capitaux extérieurs, cela a contribué au faible niveau des taux d'intérêt à long terme.

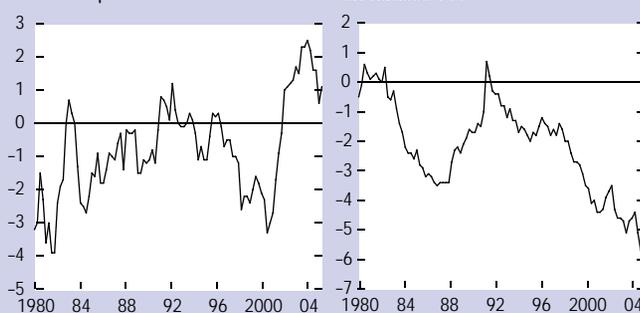
- **Des emprunts considérables du secteur public.** La baisse des impôts et la hausse des dépenses publiques ont fait du secteur public un gros emprunteur depuis quelques années, le budget fédéral affichant un déficit de 3½ % du PIB pour l'exercice 2004. Mais la bonne tenue des recettes devrait réduire sensiblement le déficit à moyen terme.

- **Une faible épargne des ménages.** Le taux d'épargne des ménages est tombé récemment à zéro, un record historique. Même s'il reflète en partie la vigueur des marchés financiers, qui tend à réduire l'incitation à épargner sur les revenus personnels, un taux d'épargne aussi faible est incompatible avec les niveaux actuels de revenu et de patrimoine des ménages.

### Des flux inhabituels (en pourcentage du PIB)

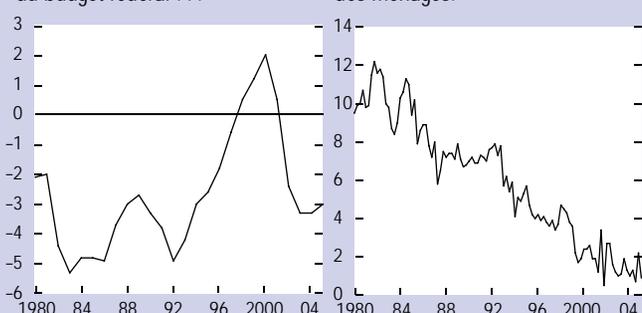
Des prêts nets élevés du secteur des entreprises . . .

et un déficit extérieur courant en hausse . . .



ont financé les énormes déficits du budget fédéral . . .

face à une faible épargne des ménages.



Sources : États-Unis, Bureau des analyses économiques et Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale.

Du coup, l'économie se trouve dans une situation étrange où un déficit public encore élevé et la forte consommation des ménages sont financés par l'épargne extérieure et les profits des entreprises résidentes (voir graphique, page 237). L'économie américaine est néanmoins bien placée pour maintenir ses bons résultats dans les prochaines années, soutenue par la croissance de la productivité, qui reste supérieure aux tendances à long terme, même si elle a un peu fléchi avec le mûrissement de la reprise. Selon les projections, la croissance devrait avoisiner 3½ % en 2005 et 2006, sauf en cas de choc. Ces chiffres sont légèrement supérieurs au potentiel et devraient permettre un certain rééquilibrage des flux financiers intérieurs. Le déficit extérieur courant devrait côtoyer 6 % du PIB, la dette extérieure et les taux d'intérêt en hausse pesant de plus en plus sur le solde du revenu.

La politique monétaire demeure axée, à juste titre, sur l'élimination du stimulus. La Réserve fédérale, qui avait réduit énergiquement le taux interbancaire pendant le ralentissement, a renversé la vapeur à mesure que les risques de déflation diminuaient. Depuis la mi-2004, elle a relevé ce taux de 2¼ points de pourcentage au total, et les marchés attendent de nouvelles coupes dans les prochains mois. Pour sa part, l'Administration a progressé dans sa détermination à ramener le déficit budgétaire en-deçà de 2 % du PIB en 2009, en maîtrisant rigoureusement les dépenses et en pérennisant les réductions d'impôt antérieures. Par ailleurs, des conseillers du Président élaborent actuellement

## Une forte croissance en prévision

La croissance de l'économie américaine devrait conserver son dynamisme en 2006, avec stabilisation du déficit extérieur courant autour de son niveau actuel.

	2002	2003	2004	2005	2006
				Projections	
	(croissance en pourcentage)				
PIB réel	1,9	3,0	4,4	3,5	3,6
Consommation des ménages	3,1	3,3	3,8	3,7	3,4
Taux de chômage (pourcentage)	5,8	6,0	5,5	5,2	5,2
	(en pourcentage du PIB)				
Déficit de l'Administration fédérale	-2,4	-3,3	-3,3	-3,0	-2,8
Solde extérieur courant	-4,5	-4,8	-5,7	-6,2	-6,1

Données : FMI, Rapport sur les économies nationales n° 05/257.

des propositions pour simplifier la fiscalité et renforcer les incitations à stimuler l'épargne et l'investissement privés.

La situation du secteur financier reste propice à la croissance. Le prix des actions a augmenté, les taux d'intérêt à long terme demeurent bas, les banques sont bien capitalisées et très rentables, et les indicateurs de la qualité du crédit demeurent robustes. Malgré la forte hausse du prix des maisons dans bien des régions, la titrisation du crédit hypothécaire a limité les risques systémiques du secteur financier en permettant une grande diversification des risques immobiliers (voir encadré ci-dessous). Mais la vigueur du marché immobilier a incité récemment les organismes de réglementation à resserrer le contrôle du crédit immobilier et résidentiel.

## La titrisation du crédit hypothécaire a-t-elle stabilisé le marché du logement aux États-Unis?

Ces dernières années, le marché du logement a connu un vif essor aux États-Unis, où le prix de l'immobilier dans certaines régions a augmenté bien plus rapidement que les revenus et rentes des particuliers. En 2005, des signes d'activité spéculative de plus en plus manifestes — notamment la multiplication des achats de résidences secondaires et une légère hausse des prêts capitalisés à l'échéance et autres types de prêts hypothécaires à remboursement de capital différé — ont préoccupé les autorités de contrôle et nourri le débat sur la possibilité d'une correction du marché dans le proche avenir.

Pour mieux comprendre les risques macroéconomiques qui y sont liés, les services du FMI ont examiné les effets des changements dans la structure du financement hypothécaire sur le marché de l'immobilier. Ils ont constaté que le passage du financement bancaire au financement sur le marché — en particulier le développement d'un marché national du crédit hypothécaire titrisé — a contribué à étaler les risques et peut-être à réduire l'ampleur des cycles de financement en dents de scie, atténuant ainsi la volatilité tant de l'activité que des prix dans l'immobilier résidentiel.

### La nouvelle donne

Jusqu'à la fin des années 80, les prêts hypothécaires étaient principalement l'affaire d'organismes locaux, et la plupart de ces prêts figuraient pendant toute leur durée de vie au bilan des institutions de dépôts locales. La disponibilité du crédit hypothécaire dépendait des conditions

financières locales, notamment du niveau des dépôts et des fonds propres dans les banques et institutions d'épargne locales. Après la crise traversée dans les années 80 par les institutions d'épargne et de crédit, toutefois, il s'est produit un profond changement sur le marché hypothécaire américain, où le financement local a fait place au financement national par le biais de la titrisation du crédit hypothécaire. Il en a résulté un relâchement du lien entre le bilan des institutions de dépôts et les flux hypothécaires et une réduction de l'ampleur des cycles de financement par à-coups.

Les changements de la structure du marché hypothécaire ont en outre coïncidé avec une forte atténuation de la volatilité de l'activité dans l'immobilier résidentiel (voir graphique). Les dépenses dans ce secteur ont affiché des cycles marqués avant les années 90, s'accroissant de 40 % et plus en période d'expansion et se repliant d'autant en période de récession. Cette volatilité cyclique est maintenant fort réduite, le secteur du logement se développant à un rythme plus régulier.

### Les fondamentaux dans le secteur du logement

Dans le secteur du logement, les prix ont eux aussi eu tendance à augmenter à un rythme plus régulier dans la même période, sous l'effet de la titrisation et de conditions de crédit moins volatiles. Du fait de l'évolution en dents de scie (en partie régionale) du financement hypothécaire avant les années 80, même les acquéreurs de logement qualifiés ne pouvaient parfois pas obtenir de prêts. Cela a pu inciter les ménages à

## Des difficultés à l'horizon

Le Conseil d'administration du FMI juge globalement favorables les perspectives de l'économie américaine (voir tableau). Il note des risques tels que la hausse continue des cours du pétrole (qui pourrait infléchir la demande intérieure) et le déficit extérieur courant qui devrait rester élevé à moyen terme.

La croissance légèrement supérieure au potentiel réduisant peu à peu la capacité inutilisée et les taux d'intérêt réels restant faibles, le Conseil estime que l'élimination graduelle du stimulus monétaire par la Réserve fédérale est une mesure efficace et judicieuse pour réaliser la stabilité des prix et la croissance. Il signale en outre qu'un élément clé du succès de la stratégie a été d'associer à la hausse des taux d'intérêt le message explicite que des mesures plus énergiques seraient prises en cas de pressions accrues sur les prix.

Le Conseil salue la détermination des autorités à réduire le déficit budgétaire et la récente amélioration des perspectives budgétaires due à l'accroissement des recettes. La plupart des Administrateurs soutiennent que la vigueur actuelle de l'économie américaine est une occasion idéale pour accélérer le rééquilibrage budgétaire, qui revêt encore une importance cruciale eu égard aux pressions imminentes que la retraite de la génération du baby boom exercera sur les programmes de protection sociale. Dans ce contexte, la plupart des Administrateurs suggèrent d'étudier les possibilités d'accroître les recettes (notamment par

l'élargissement de l'assiette de l'impôt sur le revenu ou l'adoption de taxes sur la consommation ou sur l'énergie), compte tenu de la stricte discipline qui sous-tend déjà les projections budgétaires aux États-Unis.

Le rééquilibrage budgétaire contribuerait aussi à relever l'épargne nationale, priorité de l'Administration et préoccupation du Conseil, pour qui le taux d'épargne extrêmement bas sera un problème majeur pour les autorités. Les Administrateurs soulignent que d'autres efforts seront nécessaires ailleurs dans le monde pour appliquer la stratégie convenue afin de réduire les déséquilibres internationaux.

Les Administrateurs continuent à souligner la nécessité de remédier au grave sous-financement des grands programmes de protection sociale, mesure indispensable pour rétablir la viabilité budgétaire à long terme. Les dépenses de santé publique devant tripler en proportion du PIB au cours des prochaines décennies, ils préconisent des actions supplémentaires pour améliorer l'efficacité globale du système de santé. Les Administrateurs se félicitent du soutien récent de l'Administration à des mesures spécifiques axées sur la viabilité du régime de sécurité sociale, en soulignant que tout retard sur le plan législatif ne ferait qu'accroître la portée des ajustements éventuellement nécessaires. ■

Kornélia Krajnyák et Martin Mühleisen  
FMI, Département Hémisphère occidentale

payer un prix supérieur à la valeur fondamentale d'un logement pendant les périodes d'accès facile au financement et vice versa. Le recours à un marché national de prêts hypothécaires titrisés a atténué la volatilité des flux de financement, amoindri les incitations aux paiements «en trop» ou «en moins» et probablement réduit les fluctuations des prix des logements.

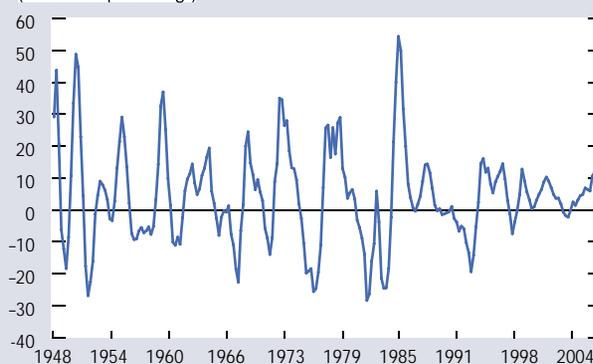
Les données empiriques confirment cette hypothèse. Le lien entre les fondamentaux — tels que les taux d'intérêt, le revenu et le chômage — et les prix des logements semble s'être resserré après le milieu des années 80; en effet, les fondamentaux ont davantage contribué à la variation de ces prix dans la période 1990–2004 qu'auparavant. La part inexpliquée de l'évolution des prix des logements («erreurs de prix») a elle aussi eu tendance à diminuer au cours de cette période, ce qui semble indiquer que sa réduction tient à la titrisation du crédit hypothécaire et non à une atténuation globale de la volatilité macroéconomique.

Cette analyse devrait dissiper certaines craintes quant à l'avenir du marché du logement. Elle donne à penser, tout d'abord, que les erreurs

## Une plus grande stabilité dans le secteur du logement

Avant les années 90, l'investissement dans l'immobilier résidentiel aux États-Unis était très volatil, avec des variations de 30 % et plus.

(variation en pourcentage)



Source : États-Unis, Bureau des analyses économiques.

de prix actuelles ne sont pas particulièrement importantes et que la progression des revenus et de l'emploi ainsi que le faible niveau des taux d'intérêt expliquent encore, pour une grande part, la hausse récente des prix des logements. Ensuite, la croissance supérieure à la tendance observée récemment dans le secteur de l'immobilier suit dix années de mauvaises surprises, surtout dans les régions côtières. Cela peut signifier que la hausse récente des prix des logements tient en partie au rattrapage des fondamentaux par les prix.

Calvin Schnure  
FMI, Département Hémisphère occidentale

Cet article s'inspire du Rapport du FMI sur les économies nationales n° 05/258, intitulé *United States: Selected Issues*. Ce rapport est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 248. Le texte complet peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## L'Autriche regarde vers l'Est

Située au cœur du continent européen, l'Autriche bénéficie de l'accès à divers marchés, émergents ou parvenus à maturité. Historiquement, ses liens économiques étroits avec l'Allemagne lui ont assuré un sentier de croissance relativement stable et une protection contre les chocs exogènes. Il apparaît cependant que la dépendance de l'économie autrichienne envers l'Allemagne décroît progressivement, tandis que se renforcent ses liens avec les économies en croissance rapide d'Europe centrale et orientale.

L'évolution des relations économiques et financières internationales de l'Autriche détermine de plus en plus ses perspectives économiques. En particulier, ses liens croissants avec l'Europe centrale et orientale lui ont permis de diversifier son économie, et, plus récemment, de se protéger de la conjoncture moins favorable en Europe de l'Ouest et surtout en Allemagne. En effet, parmi les 15 pays de l'Union européenne (UE), l'Autriche est probablement celui qui a le plus bénéficié du passage de l'Europe centrale et orientale à l'économie de marché, puis de l'entrée de 10 nouveaux États dans l'Union européenne.

Le développement rapide de relations économiques et financières avec l'Europe centrale et orientale, surtout en ce qui concerne la banque, l'industrie et les transports, porte déjà ses fruits; l'Autriche a accru sa présence dans une zone de croissance relativement rapide en Europe, tout en réduisant sa dépendance envers ses partenaires commerciaux traditionnels. Cette diversification contribuera probablement à renforcer la croissance et la stabilité économiques.

### La filière austro-allemande

En Autriche, la croissance moyenne de la production a atteint 2,2 % par an au cours des dix dernières années, résultat comparable à celui de la zone euro (voir graphique, cette page). Mais, depuis quelques années, le taux de croissance du PIB réel dépasse celui de la zone euro. Entre 2002 et 2004, le PIB réel de l'Autriche a augmenté de 1,6 % en moyenne par an, contre 0,6 % en Allemagne et 1,2 % dans la zone euro.

Pendant des décennies, l'économie autrichienne a évolué de concert avec la situation économique de l'Allemagne, surtout en matière de commerce extérieur. L'Autriche avait beaucoup à gagner de sa proximité avec une grande économie prospère. Au cours des 20 dernières années, ses exportations vers l'Allemagne ont plus que triplé en dollars EU constants, représentant un peu moins de 13 % de son PIB en 2004 — soit environ le double du niveau atteint au début des années 80. Aujourd'hui, l'Allemagne reste de loin le premier partenaire commercial de l'Autriche et absorbe environ 31 % de ses exportations totales.

Les exportations de l'Autriche vers l'Allemagne ne cessent de croître en pourcentage de son PIB, mais en raison de la diversification croissante de la structure de ses échanges, l'intensité du commerce avec l'Allemagne a diminué. La part de celle-ci dans les exportations totales de l'Autriche diminue constamment depuis le début des années 90. En ce qui concerne l'intensité du com-

merce global (exportations et importations), les échanges austro-allemands sont également en baisse, même si la part des importations en provenance d'Allemagne demeure relativement stable.

### Moins de synchronisation

Par ailleurs, les cycles économiques autrichien et allemand semblent moins synchronisés qu'auparavant. L'estimation du comouvement entre les principaux agrégats macroéconomiques de l'Autriche et de l'économie allemande suggère une certaine diminution de la corrélation des taux de croissance

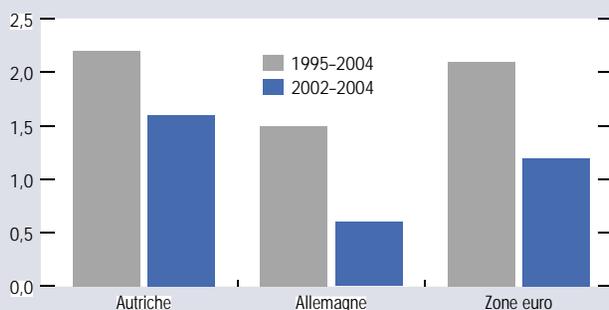
entre les deux économies. Par exemple, la corrélation entre les taux de croissance réelle des PIB autrichien et allemand, calculée sur une fenêtre mobile de 10 ans, a chuté depuis quelques années, quoique modérément.

La baisse prononcée, depuis la fin des années 90 (voir graphique, page suivante) de la corrélation mobile sur 10 ans entre les taux de croissance du PIB réel autrichien et de la demande intérieure allemande, est plus révélatrice. Elle reflète la divergence depuis quelques années entre les taux de croissance de l'économie autrichienne (1,6 % en moyenne entre 2002 et 2004) et la demande intérieure allemande, qui s'est contractée chacune de ces trois années.

### Accélération de la croissance en Autriche

Au cours des dernières années, le taux de croissance de l'Autriche a dépassé celui de ses partenaires de la zone euro.

(pourcentage)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

## Cap sur l'Est

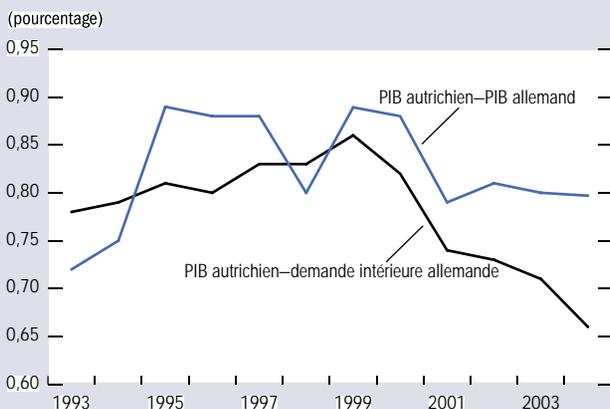
La performance économique de l'Autriche reflète de plus en plus ses liens économiques et financiers croissants avec l'Europe centrale et orientale, qui lui a ouvert de nouveaux marchés importants. L'investissement direct (IDE) autrichien dans la région, qui a grimpé sensiblement ces dix dernières années pour atteindre près de 16 milliards d'euros, a largement contribué au processus d'intégration. Chaque année, l'IDE de l'Autriche en Europe centrale et orientale atteint désormais 2 % environ de son PIB.

Le rôle de l'IDE autrichien a été particulièrement crucial dans le secteur financier. La part de marché des banques autrichiennes en Europe centrale et orientale, en proportion du total des actifs, avoisine 20 % et dépasse nettement ce niveau dans plusieurs pays. En outre, en 2004, les trois plus grandes banques autrichiennes ont tiré plus de 40 % de leurs bénéfices avant impôt de leurs activités dans la région.

Le renforcement des liens de l'Autriche avec l'Europe centrale et orientale semble avoir coïncidé avec la réduction de la dépendance envers la conjoncture économique allemande. Sur le plan des échanges, la part de l'Allemagne dans les exportations autrichiennes est tombée de 40 % en 1992 à 32 % environ en 2004. Inversement, l'Europe centrale et orientale a vu sa part des exportations autrichiennes pratiquement doubler pour atteindre 15 % environ (voir graphique, à droite). En outre, si les indicateurs de comouvement entre l'Autriche et l'Allemagne ont fléchi, la corrélation des agrégats macroéconomiques entre l'Autriche et les principales économies d'Europe orientale (surtout la Hongrie, son principal parte-

### Autriche et Allemagne : divergence en matière de croissance

Une faible corrélation entre la croissance autrichienne et la demande intérieure allemande a révélé la divergence en matière de croissance<sup>1</sup>.

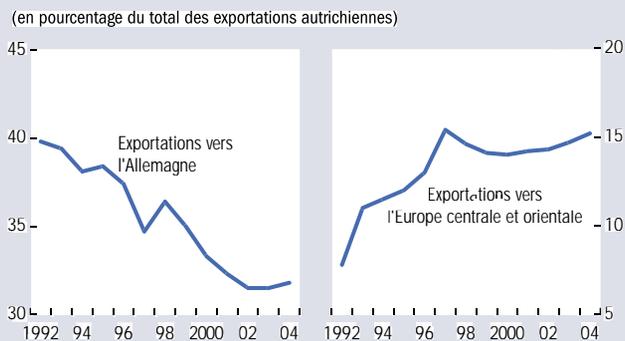


<sup>1</sup>Corrélation mobile sur dix ans.

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

### Les marchés d'Europe centrale et orientale gagnent en importance

La part de l'Allemagne dans les exportations autrichiennes a chuté d'environ 8 points de pourcentage, tandis que celle de l'Europe centrale et orientale a quasiment doublé.



Note : les pays d'Europe centrale et orientale inclus ici sont la Bulgarie, la Croatie, la Hongrie, la Pologne, la République slovaque, la République tchèque et la Slovénie, qui représentent l'essentiel du commerce et de l'investissement autrichien dans la région.

Source : FMI, *Direction of Trade Statistics*.

naire commercial dans la région) indique une progression constante de la synchronisation des cycles conjoncturels depuis quelques années.

Le fait que l'Autriche réussisse à maintenir des taux de croissance positifs, surtout face à la contraction de la demande intérieure allemande, atteste de l'endurance et de la flexibilité de l'économie autrichienne et de sa capacité à se redéployer vers des zones qui offrent des possibilités de croissance plus élevée. Les entreprises autrichiennes se tournent non seulement vers l'Europe centrale et orientale, mais plus récemment vers l'Europe du Sud-Est pour diversifier leurs possibilités de commerce et d'investissement.

Néanmoins, il est trop tôt pour déterminer si ce processus est temporaire ou s'il reflète une mutation structurelle plus définitive. Lorsque les économies en transition auront mûri et exerceront une attraction moindre sur l'investissement et les exportations, il se pourrait bien que l'intensité des échanges de l'Autriche reflue vers l'Allemagne et les autres économies d'Europe occidentale. ■

Natan Epstein  
FMI, Département Afrique

Cet article s'inspire du rapport du FMI n° 05/249, intitulé *Austria: Selected Issues*. Ce document est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 248. Le texte complet peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Europe du Sud-Est : attirer des investissements directs étrangers

Les autorités qui s'évertuent à attirer des investissements directs étrangers (IDE) ont souvent des attentes excessives quant aux résultats de leurs efforts. Un récent document de travail du FMI confirme que les facteurs échappant au contrôle des décideurs sont au moins aussi importants que les politiques économiques, mais celles-ci sont essentielles. L'étude examine les facteurs qui déterminent ou non les IDE. Elle soutient qu'au-delà d'un certain niveau d'investissement étranger, certaines politiques deviennent inopérantes tandis que d'autres gagnent en importance. En estimant «l'IDE potentiel» et en le comparant au niveau effectif d'IDE, l'étude tente d'offrir aux autorités une image plus réaliste des résultats éventuels de politiques avisées.

Les avantages de l'IDE pour les pays bénéficiaires sont évidents : transfert de connaissances et de technologies, gains de productivité et de compétitivité, et amélioration des débouchés pour les exportations, surtout dans les pays sources. Mais l'IDE peut avoir des aspects négatifs. En effet, les grandes sociétés étrangères tentent souvent d'arracher des concessions aux gouvernements des pays bénéficiaires et abusent parfois de leur position dominante sur le marché ou recourent au prix de transfert pour minimiser leurs obligations fiscales. Mais l'on s'accorde à reconnaître que les avantages de l'IDE dépassent ses inconvénients, surtout dans les économies en transition qui ont des besoins énormes de structuration et de modernisation, mais qui disposent de ressources intérieures limitées.

### L'Europe du Sud-Est à la traîne

L'expérience décidément mitigée des économies en transition d'Europe est édifiante (voir graphique, cette page). Certains pays d'Europe centrale comme la Hongrie et la République tchèque ont réussi brillamment à attirer des IDE, accumulant ainsi un stock de 4.000–4.500 dollars par habitant à la fin de 2003. D'autres, particulièrement en Europe du Sud-Est (Albanie, Bosnie-Herzégovine, Croatie, ex-République yougoslave de Macédoine, Serbie-et-Monténégro, Bulgarie et Roumanie) ont connu beaucoup moins de succès, certains obtenant à peine 500 dollars par habitant. En outre, l'écart entre les pays d'Europe centrale et du Sud-Est est persistant et important, que l'IDE soit mesuré en dollars absolus ou par habitant.

À quoi tiennent les niveaux d'IDE dans les pays d'Europe du Sud-Est, région largement absente des études existantes? La politique économique permet-elle de remédier à la situation? Pour répondre à ces questions, l'étude a établi une base de données sur les stocks et les flux bilatéraux d'IDE entre 15 pays bénéficiaires (tous d'Europe du Centre, de l'Est et du Sud-Est ainsi que les pays baltes) et 24 pays sources (l'Europe des 15 ainsi que Chypre, la Croatie, les États-Unis, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Russie, la Slovénie, et la Suisse). Les économies avancées d'Europe du Centre et de l'Est bénéficiaires d'IDE dans les années 90 et sources d'IDE plus récemment figurent dans les deux groupes.

### La force de la gravité

Toutes les études empiriques antérieures attestent que les facteurs de gravité (taille du marché du pays bénéficiaire et proximité du pays source) sont les plus importants déterminants de l'IDE. La présente étude utilise la population (prise isolément ou de concert

avec le PIB par habitant) comme variable de substitution pour la taille du marché, la distance entre la capitale du pays source et celle du pays bénéficiaire comme mesure de proximité géographique, et une variable muette représentant les liens culturels ou historiques entre le pays source et le pays bénéficiaire comme variable de substitution pour la «proximité culturelle». Ces résultats confirment que les facteurs de gravité expliquent près de 60 % des flux d'IDE entre les pays, ce qui peut calmer les ardeurs des autorités désireuses de rendre leurs pays plus attrayants aux investisseurs étrangers. Des facteurs sur lesquels ils n'ont aucune emprise, notamment la

taille, l'emplacement et l'histoire du pays, expliquent plus de la moitié de la variation des IDE.

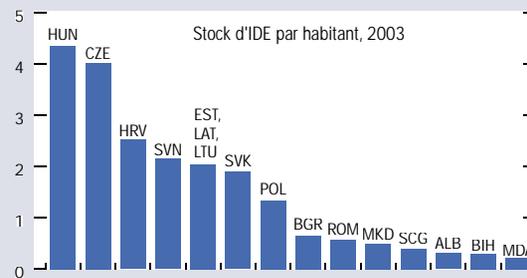
### Importance des politiques économiques

Les décideurs peuvent prendre des mesures pour améliorer leurs chances d'attirer des IDE. L'étude montre qu'un niveau élevé des coûts unitaires de la main-d'œuvre, de l'impôt des sociétés et, dans une moindre mesure, des droits d'importation décourage l'IDE, du reste stimulé par le libéralisme du régime de change et de commerce ainsi que par la réforme structurelle du secteur public, y compris une déréglementation axée sur la compétitivité. Par contre, le congé fiscal et la corruption intérieure ne semblent

### Les premiers et les derniers

Les pays d'Europe du Sud-Est ont attiré moins d'IDE par habitant que leurs voisins d'Europe centrale.

(milliers de dollars EU)



Note : ALB : Albanie; BIH : Bosnie-Herzégovine; BGR : Bulgarie; HRV : Croatie; CZE : Rép. tchèque; EST : Estonie; HUN : Hongrie; LVA : Lettonie; LTU : Lituanie; MKD : ex-Rép. youg. de Macédoine; MDA : Moldavie; POL : Pologne; ROM : Roumanie; SCG : Serbie-et-Monténégro; SVN : Slovénie; SVK : Slovaquie. Source : CNUCED.

pas avoir d'impact statistiquement important. Toutefois, les résultats relatifs aux variables institutionnelles doivent être interprétés avec prudence, car les indicateurs de substitution ne sont pas toujours exacts.

Pris ensemble, ces résultats sous-tendent l'évaluation des politiques visant à attirer les investisseurs étrangers et mettent en évidence les limites de ces politiques. Prenons par exemple l'importance que les institutions financières internationales et les décideurs d'Europe du Sud-Est et d'ailleurs accordent à la libéralisation du régime de change et des échanges et à la maîtrise des coûts de la main-d'œuvre. Les résultats suggèrent que ces politiques ont éventuellement un impact direct sur l'IDE. Par ailleurs, les mesures d'amélioration de la gouvernance et de lutte contre la corruption (malgré leurs avantages économiques) n'ont peut-être pas d'impact *direct* important sur l'IDE. Mais elles peuvent évidemment stimuler l'investissement étranger, voire l'investissement total, mais *indirectement*, à travers leurs retombées positives sur l'économie.

L'identification des politiques les plus efficaces pour attirer l'IDE dans un vaste échantillon de pays ne représente qu'un côté de la médaille. L'impact des politiques sur l'IDE dépend de la situation de chaque pays.

À l'aide d'une technique quantitative mesurant les «effets de seuil», l'étude montre que les politiques ont des effets différents quand l'IDE dépasse 12 % du PIB (recettes de privatisation exclues), résultat obtenu par la Pologne en 2003 (voir graphique). Quand l'IDE est inférieur à ce niveau, les variables de gravité et les coûts de main-d'œuvre en sont les principaux déterminants. À mesure que l'IDE dépasse ce niveau, l'importance de ces facteurs diminue, tandis que le niveau de revenu du pays bénéficiaire et les facteurs institutionnels gagnent en importance.

Cela suggère que la nature de l'IDE varie à mesure que le pays bénéficiaire en attire. Les premiers investisseurs étrangers sont surtout attirés par la taille du marché, la facilité d'accès et les faibles coûts de main-d'œuvre. Mais une fois qu'une «masse critique» a été atteinte, un nouveau type d'investisseurs apparaît, attiré davantage par le niveau de développement, le climat des affaires et la prospérité du pays.

### Les avantages d'une politique avisée

Même si les décideurs connaissent exactement les moyens d'attirer l'IDE, leur marge de manœuvre est limitée. Ils ne peuvent ramener à zéro les taux d'imposition ou les tarifs douaniers, ces

mesures fussent-elles bénéfiques. En réalité, les décideurs se surveillent et s'inspirent des politiques de leurs concurrents et de leurs voisins les plus performants.

Pour estimer l'impact des politiques sur l'IDE, l'étude fait la distinction entre les variables exogènes (facteurs de gravité) et les variables endogènes que maîtrisent les décideurs. Elle définit un niveau «potentiel» d'IDE pour chaque pays à partir des valeurs effectives des variables exogènes (taille, emplacement, liens culturels avec les pays sources) ainsi que les valeurs optimales des variables économiques dans tout l'échantillon de pays. Autrement dit, elle identifie la plus forte valeur de la libéralisation du régime de change et de commerce, ainsi que le plus faible coût unitaire de la main-d'œuvre, le plus faible niveau tarifaire et le plus faible niveau de l'impôt sur les sociétés dans les pays d'Europe du Centre et du Sud-Est en 2003. L'écart entre l'IDE effectif et l'IDE «potentiel» reflète la mesure dans laquelle un pays gagnerait à assainir ses politiques.

La comparaison entre l'IDE «potentiel» et l'IDE effectif hors privatisations à la fin de 2003 montre que la Bosnie-Herzégovine, l'Albanie, l'ex-République yougoslave de Macédoine, la Croatie et la Serbie-et-Monténégro bénéficieraient le plus de l'adoption de politiques judicieuses. La marge est plus étroite pour la Roumanie et la Bulgarie, qui

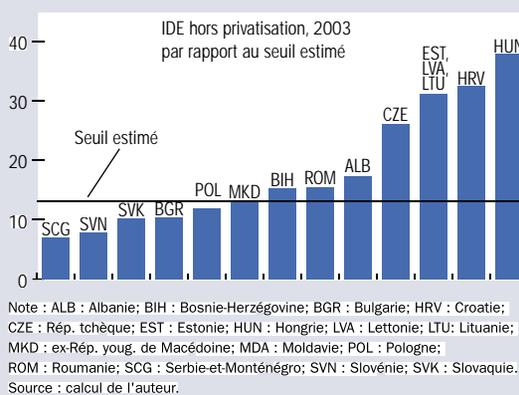
ont déjà reçu un montant considérable d'IDE.

À l'évidence, le concept d'IDE «potentiel» doit être considéré comme un repère et non pas comme un plafond. Le recours aux meilleures valeurs des variables économiques dans l'échantillon ne signifie pas que de «meilleures» variables sont impossibles. Mais cette approche peut donner aux décideurs une idée du montant d'IDE qu'on peut raisonnablement attendre si chaque pays s'inspire de ses voisins les plus performants. Pour continuer à attirer un afflux d'IDE, les pays les plus proches de leur «potentiel» doivent dépasser les normes de politique économique en vigueur dans la région. ■

Dimitri G. Demekas  
FMI, Département Europe

### Le seuil d'IDE

L'impact des politiques varie dès lors que l'IDE dépasse un certain seuil.  
(en pourcentage du PIB)



Cet article s'inspire des travaux de Balázs Horváth, Elina Ribakova et Yi Wu, coauteurs avec Dimitri Demekas du document de travail du FMI n° 05/110, intitulé *Foreign Direct Investment in Southeastern Europe: How (and How Much) Can Politics Help?* Ce document est disponible au prix de 15 dollars au Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 248. Le texte complet peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## A-t-on vraiment simplifié la conditionnalité du FMI?

En 2000–02, le FMI a procédé à une grande revue des conditions afférentes à ses prêts (sa conditionnalité) et remplacé des directives remontant aussi loin que 1979. La nouvelle politique émane principalement de la crainte que la conditionnalité structurelle ait pris une grande ampleur dans les années 90 et que son application décevante reflétait une internalisation insuffisante des programmes appuyés par le FMI de la part des autorités nationales. Les nouvelles directives mettent en évidence la nécessité d'un ciblage et d'une rationalisation accrus, mais y a-t-il vraiment eu des progrès? Il y en a eu dans bien des domaines, affirme Tessa van der Willigen (Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI), qui résume ici les résultats d'une récente évaluation du FMI sur l'application de ces directives.

La conditionnalité demeure un sujet de controverse et de débats. D'aucuns proposent de l'éliminer totalement, mais le FMI estime qu'elle n'est pas facultative. Le FMI doit s'assurer qu'il consacre ses ressources à des politiques permettant aux pays de résoudre leurs difficultés de balance des paiements et de rembourser leurs dettes, ces ressources étant ensuite mises à la disposition d'autres pays. En outre, la conditionnalité précise les modalités des décaissements futurs des prêts du FMI, donnant ainsi aux pays la confiance nécessaire pour lancer des programmes dont l'exécution serait impossible sans cet appui.

Évidemment, le maintien de la conditionnalité ne signifie pas qu'elle est parfaite. La nouvelle politique est l'aboutissement d'un long débat interne et externe qui a amené le FMI à rationaliser le système. Ce processus a débuté en 2000, avant même l'adoption de la nouvelle politique, et en mars 2005, le Conseil d'administration du FMI a mesuré l'ampleur des progrès réalisés.

Les directives de 2002 reposent sur cinq grands principes : l'*internalisation* des programmes économiques à l'échelle nationale; la *parcimonie* et la *clarté* dans l'application des conditions; l'*adéquation* des politiques à la situation du pays; et la *coordination* avec les autres institutions multilatérales. Ces principes sont censés se renforcer mutuellement et améliorer la conception et l'exécution des programmes. Les directives s'écartent de la pratique antérieure, car elles visent principalement à simplifier la conditionnalité structurelle et à formuler les programmes de manière à favoriser l'internalisation des politiques au niveau national. Ces questions ont été au coeur du récent examen. À la longue, l'efficacité des directives dépendra de leur contribution à l'amélioration des résultats économiques, mais il est trop tôt pour en juger. L'examen était une revue à mi-parcours pour vérifier et améliorer l'application des directives.

### Portée de l'examen

Si la conditionnalité structurelle est de plus en plus axée sur des mesures essentielles au succès des programmes, elle devrait être plus concentrée dans des domaines particulièrement pertinents et se rapporter davantage à la situation économique initiale du pays. Tel est exactement le constat qui a émané de l'examen. La conditionnalité structurelle est passée des domaines «non fondamentaux» aux domaines «fondamentaux» qui sont susceptibles d'être le plus étroitement liés aux objectifs des programmes appuyés par le FMI. En particulier, la conditionnalité structurelle est davantage concentrée sur la gestion et la vulnérabilité économiques et elle est moins dispersée dans plusieurs secteurs. En outre, d'après les données économétriques, le rapport entre le nombre de conditions dans un domaine particulier (comme la gestion budgétaire) et la situation économique (le niveau du déficit budgétaire, par exemple) est devenu plus étroit, reflétant un meilleur ciblage des priorités.

En même temps, l'examen de 2005 fait état d'une certaine marge de manoeuvre pour préciser la portée de l'exercice. Premièrement, en étudiant les rapports des services du FMI sur les prêts de l'institution, on a constaté que les stratégies relatives aux domaines d'intervention jugés essentiels ne sont pas toujours clairement énoncées. C'est peut-être simplement une question de forme, mais le fait de se concentrer sur quelques stratégies primordiales contribue assurément à limiter la conditionnalité. Deuxièmement, il faudrait veiller particulièrement à ne fixer de «repères structurels» que dans des domaines critiques. Ces repères sont différents des «critères de réalisation structurels» dans la mesure où le décaissement du prêt n'est pas forcément interrompu si les repères ne sont pas observés. Il est donc tentant d'adopter des repères pour des mesures non critiques, alors qu'il faudrait y recourir pour les petites étapes d'une réforme cruciale, quand un échec ou un retard dans l'exécution d'une étape donnée ne suffisent pas pour dérailler l'ensemble du processus.

Évidemment, rationaliser l'ampleur de la conditionnalité structurelle comporte des risques. La conditionnalité a cessé de s'appliquer aux réformes axées sur la croissance et l'efficacité, même dans les pays à faible revenu, où la croissance est un impératif. Et la conditionnalité de la Banque mondiale ne semble pas avoir comblé ce «vide».

Faut-il s'en inquiéter? Pas nécessairement, car c'est l'internalisation et non la conditionnalité qui fait avancer les programmes économiques. La déficience des analyses, des conseils économiques ou de l'assistance technique seraient donc logiquement plus inquiétantes. Il n'empêche que la question mé-

rite que l'on s'y attarde dès lors que les résultats des programmes «rationalisés» seront connus.

### Chiffres et clarté

Intuitivement, l'on pourrait s'attendre à ce que la rationalisation réduise les conditions structurelles. En fait, on n'a enregistré qu'une légère baisse des conditions régissant les prêts au titre de la FRPC et aucune baisse pour les prêts non concessionnels. C'est décevant, mais il faut également reconnaître que les chiffres sont une unité de mesure brute, la concentration sur des éléments critiques pouvant accroître les conditions au lieu de les réduire.

Dans les prêts non concessionnels du FMI, on note une forte hausse des conditions liées à la vulnérabilité du secteur financier, ce qui traduit une compréhension croissante de l'importance de ce domaine. D'autres facteurs contribuent sans doute à maintenir élevé le nombre de conditions, notamment la présentation détaillée de celles-ci et une tendance à multiplier les conditions quand un pays a des antécédents négatifs. Les deux tendances sont conformes aux directives (et certains pays emprunteurs *préfèrent* des conditions très détaillées qui balisent leur action), mais il ne faut en abuser.

L'expérience récente est absolument positive en ce qui concerne la clarté des conditions. Dans les années 90, les limites étaient floues entre les mesures essentielles à la poursuite des décaissements et celles indiquant simplement les encouragements du FMI ou la détermination des autorités. Cinq ans après le début de la rationalisation, les conditions liées aux programmes sont presque toujours limpides et clairement distinctes du reste du programme des autorités.

### Exécution du programme

Il est trop tôt pour juger si les programmes appuyés par le FMI selon les nouvelles directives ont produit de meilleurs résultats économiques, mais des améliorations sont évidentes dans l'exécution des programmes. D'après les premières observations, les programmes sont moins sujets à des interruptions irrémédiables, encore que les interruptions temporaires et leur contrepartie (retards dans l'achèvement de la revue des programmes) n'ont pas diminué.

À première vue, l'observation des critères de réalisation structurels est décevante, mais un examen approfondi révèle une image plus reluisante. Ces critères requièrent des dérogations s'ils n'ont pas été respectés et s'il faut quand même procéder aux décaissements. L'examen a révélé que les taux de dérogations n'ont

pas diminué (ils ont même augmenté pour les prêts non concessionnels). Le suivi des critères de réalisation faisant l'objet de dérogations jusqu'à la fin de l'accord révèle qu'une proportion croissante de ces critères sont appliqués en fin de compte. Cette amélioration de la mise en oeuvre reflète la priorité accordée aux conditions cruciales, même si l'on continue de recourir aux dérogations pour donner aux autorités une latitude, surtout en matière de calendrier d'exécution. Le réalisme des échéances est essentiel pour réduire le taux de dérogation tout en s'assurant que le pays emprunteur pourra accéder aux ressources du FMI.

### Internalisation du processus

L'examen de 2005 a porté sur l'élaboration des programmes dans 10 pays. Les résultats sont préliminaires (et l'examen imminent de la conditionnalité structurelle par le Bureau indépendant d'évaluation (BIE) sera plus approfondi), mais les services du FMI s'efforcent d'établir des mécanismes d'internalisation en favorisant le dialogue avec les autorités et en intégrant leurs préférences si possible, en associant tous les décideurs chargés de l'exécution, et en aidant des autorités à assurer l'appropriation du programme par la population.

Un bon processus ne garantit pas l'internalisation, et l'examen du degré d'internalisation est un souci majeur. De même, la décision d'accorder un prêt en cas d'internalisation douteuse n'est pas facile. La solution n'est pas de substituer la conditionnalité à l'internalisation. La conditionnalité, y compris les actions préalables, est un dispositif permettant aux autorités de démontrer leur détermination, mais la prudence est de mise. L'examen montre que les programmes avec de multiples actions préalables sont souvent moins efficaces que la moyenne en matière d'application de la conditionnalité, ce qui remet en cause le degré d'internalisation ainsi que la durabilité et la qualité de la mise en oeuvre, même des actions préalables. Dans certains cas, au lieu de surcharger un programme avec des conditions et des actions préalables, on peut être plus sélectif et recourir éventuellement à un programme de référence pour établir des antécédents positifs.

Le FMI continuera à appliquer la nouvelle politique en s'inspirant des résultats de l'examen et des recommandations de la revue imminente de la conditionnalité structurelle par le BIE. Un nouvel examen des directives de 2002 aura lieu en 2008. Les résultats économiques pluriannuels de certains programmes «rationalisés» seront alors disponibles, et l'on pourra poser la question essentielle éludée par la revue de cette année : les nouvelles directives ont-elles atteint leur but d'aider les pays emprunteurs à améliorer leurs résultats? ■

## Les fonds spéculatifs : questions et réponses

Lorsqu'ils ont été lancés il y a quatre décennies à l'intention de quelques riches particuliers, les fonds spéculatifs sont passés relativement inaperçus des organismes de réglementation financière et du grand public. Mais les choses ont beaucoup changé depuis. Quelque 8.000 fonds spéculatifs gèrent à présent plus de 1.000 milliards de dollars d'actifs, rémunérés selon un système de commissions où les gestionnaires retiennent une portion (20 % en général) des gains. Aujourd'hui, de nombreux fonds sollicitent de simples épargnants, le placement minimum ayant chuté de 1 million de dollars en moyenne à 25.000 dollars, voire 2.500 dollars dans certains cas.

Pour mieux expliquer les fonds spéculatifs au grand public, l'American Enterprise Institute for Public Policy Research (AEI) parraine une série de conférences. La première, concernant le rôle de ces fonds sur les marchés de capitaux, s'est tenue le 26 juin et a réuni des professionnels et des chercheurs qui ont examiné les enjeux économiques, et notamment les perspectives de réglementation, ainsi que l'orientation future des fonds spéculatifs. Adam Lerrick (AEI et université Carnegie Mellon) animait les débats.

### Évolution des fonds spéculatifs

Comment les fonds spéculatifs sont-ils apparus? Le premier a été créé en 1949 dans le but de recourir à des stratégies de placement alors novatrices pour réduire les risques tout en améliorant les rendements. Mais, explique John Makin (Caxton Associates), le secteur a vraiment décollé dans les années 80 en tant que solution de rechange aux fonds de pension et aux fonds communs de placement axés sur les actions et évalués par rapport à des indices de référence. Les principaux fonds spéculatifs ont vu le jour autour des grands négociants sur les marchés instables des produits de base, des monnaies et des instruments à revenu fixe.

Mais depuis 2000, soutient M. Makin, le rôle des multiples nouveaux fonds spéculatifs a radicalement changé, un nombre croissant d'investisseurs y voyant «une sorte d'additif à haut indice d'octane» à leurs portefeuilles de fonds de pension et de placement. Les nombreux fonds spéculatifs d'aujourd'hui suivent une large gamme de stratégies de placement, certains ne se distinguant pas des fonds communs de placement — quoique les fonds spéculatifs soient moins strictement réglementés.

### Aléa moral

M. Makin signale qu'à l'instar des autres activités de placement, il existe un aléa moral aussi bien dans tout le secteur que dans

chaque fonds spéculatif. Il met donc en garde contre un scénario où divers fonds spéculatifs appliqueraient simultanément une stratégie de placement visant à «décrocher la lune», ce qui pourrait accroître le risque systémique, comme on l'a constaté à la chute du grand fonds spéculatif Long-Term Capital Management (LTCM) en 1998.

### Protéger les investisseurs non avertis

M. Makin soutient qu'on aurait dû laisser LTCM faire faillite et affirme que «la seule manière» de protéger les investisseurs non avertis est de «leur montrer ce qui arrive quand on ne fait pas son devoir». Il met en garde contre l'intervention des banques centrales et autres autorités pour satisfaire aux besoins de liquidité dans ce type de situation, cela pouvant encourager certains fonds à poursuivre de nouveau des stratégies d'investissement trop agressives.

En revanche, Chester Spatt (U.S. Securities and Exchange Commission) préconise qu'une réglementation est nécessaire pour «assurer la stabilité du marché» et pour protéger les investisseurs néophytes, car depuis la récente ouverture de ces fonds au grand public, nombre de nouveaux investisseurs ne comprennent pas pleinement les risques encourus. Selon M. Spatt, certains décideurs craignent en outre que les conseillers en placement soient enclins à accroître considérablement les risques encourus par leurs fonds spéculatifs si ces risques ne sont pas bien compris ou perçus par le marché. Le risque systémique (la possibilité de défauts de paiement en chaîne dans toute l'économie)

est un autre motif de l'attention accrue des autorités pour les fonds spéculatifs, affirme M. Spatt, qui évoque également la chute de LTCM.

Tanya Beder (Citigroup Alternative Investments) convient que la nécessité d'une régulation optimale des fonds spéculatifs suscite des interrogations cruciales, eu égard en particulier aux «changements massifs» attendus au cours des prochaines années pour répondre à de nouveaux besoins. Toutefois, M<sup>me</sup> Beder envisage les fonds spéculatifs d'un œil plus serein et soutient que leurs activités peuvent en fait contribuer à la stabilité des marchés, les transactions d'arbitrage des fonds spéculatifs étant connues pour «lisser» la volatilité en périodes de forte turbulence sur les marchés. ■

Jacqueline Irving

FMI, Département des relations extérieures



Massoud Elensadi/FMI

## Accords du FMI au 31 juillet

Pays membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Montant approuvé	Solde non tiré
(millions de DTS)				
<b>Accords de confirmation</b>				
Argentine	20 sept. 2003	19 sept. 2006	8.981,00	4.810,00
Bolivie	2 avr. 2003	31 mars 2006	171,50	60,00
Bulgarie	6 août 2004	5 sept. 2006	100,00	100,00
Colombie	2 mai 2005	2 nov. 2006	405,00	405,00
Croatie	4 août 2004	3 avr. 2006	97,00	97,00
Paraguay	15 déc. 2003	30 sept. 2005	50,00	50,00
Pérou	9 juin 2004	16 août 2006	287,28	287,28
République Dominicaine	31 janv. 2005	31 mai 2007	437,80	385,26
Roumanie	7 juil. 2004	6 juil. 2006	250,00	250,00
Turquie	11 mai 2005	10 mai 2008	6.662,04	6.106,87
Uruguay	8 juin 2005	7 juin 2008	766,25	735,60
<b>Total</b>			<b>18.207,87</b>	<b>13.287,01</b>
<b>Accords élargis de crédit</b>				
Serbie-et-Monténégro	14 mai 2002	31 déc. 2005	650,00	62,50
Sri Lanka	18 avr. 2003	17 avr. 2006	144,40	123,73
<b>Total</b>			<b>794,40</b>	<b>186,23</b>
<b>Accords FRPC</b>				
Albanie	21 juin 2002	20 nov. 2005	28,00	4,00
Arménie	25 mai 2005	24 mai 2008	23,00	19,72
Bangladesh	20 juin 2003	31 déc. 2006	400,33	184,55
Burkina Faso	11 juin 2003	15 août 2006	24,08	10,32
Burundi	23 janv. 2004	22 janv. 2007	69,30	35,75
Congo, Rép. dém. du	12 juin 2002	31 oct. 2005	580,00	53,23
Congo, Rép. du	6 déc. 2004	5 déc. 2007	54,99	47,13
Dominique	29 déc. 2003	28 déc. 2006	7,69	3,48
Géorgie	4 juin 2004	3 juin 2007	98,00	70,00
Ghana	9 mai 2003	31 oct. 2006	184,50	79,10
Guyana	20 sept. 2002	12 sept. 2006	54,55	27,79
Honduras	27 févr. 2004	26 févr. 2007	71,20	40,69
Kenya	21 nov. 2003	20 nov. 2006	225,00	150,00
Mali	23 juin 2004	22 juin 2007	9,33	6,67
Mozambique	6 juil. 2004	5 juil. 2007	11,36	6,50
Népal	19 nov. 2003	18 nov. 2006	49,91	35,65
Nicaragua	13 déc. 2002	12 déc. 2005	97,50	41,78
Niger	31 janv. 2005	30 janv. 2008	6,58	5,64
Ouganda	13 sept. 2002	31 déc. 2005	13,50	4,00
République kirghize	15 mars 2005	14 mars 2008	8,88	7,62
Rwanda	12 août 2002	11 févr. 2006	4,00	1,14
Sénégal	28 avr. 2003	27 avr. 2006	24,27	13,86
Sri Lanka	18 avr. 2003	17 avr. 2006	269,00	230,61
Tadjikistan	11 déc. 2002	10 fév. 2006	65,00	9,80
Tanzanie	16 août 2003	15 août 2006	19,60	8,40
Tchad	16 févr. 2005	15 févr. 2008	25,20	21,00
Zambie	16 juin 2004	15 juin 2007	220,10	49,52
<b>Total</b>			<b>2.644,86</b>	<b>1.167,96</b>

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

Les chiffres étant arrondis, les totaux ne correspondent pas nécessairement à la somme des composantes.

Source : Département financier du FMI.

## Les priorités du BIE pour l'exercice 2006

Le Bureau indépendant d'évaluation du FMI (BIE) a récemment présenté les grandes lignes de son programme de travail pour l'exercice 2006. Outre une étude sur la conditionnalité structurelle du FMI déjà en cours, il s'est engagé à examiner les trois points suivants

**Les conseils en matière de politique de change.** Si les Statuts imposent à l'évidence aux pays membres d'éviter «de manipuler les taux de change» et de poursuivre «des politiques de change compatibles» avec un système de change ordonné et stable, il demeure malaisé d'avoir des discussions franches et sincères sur les questions de change. Cela tient en partie à ce que ces questions sont sensibles pour les marchés, ainsi qu'à l'absence de consensus sur ce qu'est un taux de change viable dans un contexte donné. Le BIE s'informerà à la fois sur les conseils donnés par le FMI pour choisir un régime de change dans diverses circonstances et sur la méthodologie que l'organisation utilise pour évaluer ou identifier la compétitivité, la viabilité du taux et les manipulations. Son évaluation portera sur les dernières années, ainsi que sur un échantillon représentatif de pays industrialisés, émergents ou en développement.

**Le rôle du FMI dans les pays africains.** Les appels en vue d'augmenter sensiblement l'aide aux pays africains ont amené à se demander purement et simplement comment cette aide trouve sa place dans les conseils du FMI et la conception des programmes. Comment le FMI évalue-t-il la viabilité des dépenses budgétaires financées par l'aide, ainsi que leurs effets sur le taux de change et la compétitivité, et le comportement de l'épargne et de l'investissement du secteur privé? Le BIE fondera son évaluation sur des études de cas approfondies consacrées à un petit nombre de pays d'Afrique subsaharienne, centrées sur les conseils effectifs du FMI et les informations reçues pour la conception des programmes, sur la base analytique de ces conseils et sur les résultats obtenus. Plus précisément, il examinera la façon dont est fixée l'enveloppe de ressources à moyen terme et la prévisibilité de l'aide, ainsi que des questions connexes comme l'érosion des recettes et le «mal hollandais» (perte de

compétitivité des importations imputable aux apports d'aide).

**La surveillance bilatérale.** La surveillance est l'une des principales missions du FMI et son efficacité revêt une priorité élevée pour le Comité monétaire et financier international et le Conseil d'administration.

Dans son évaluation, le BIE s'emploiera à répondre à trois questions : quelle est la valeur ajoutée de la surveillance pour les pays, la communauté internationale et les marchés? Quel est le degré d'intégration de la surveillance bilatérale et multilatérale, surtout dans les pays systématiquement importants et peut-on envisager d'ajuster les modalités de la surveillance afin d'en améliorer l'impact? Enfin, dans quelle mesure les revues biennales internes de la surveillance par le FMI la rendent-elles plus efficace?

Le BIE s'appuiera sur une analyse portant sur plusieurs pays et sur un examen de la surveillance dans divers groupes de pays (industrialisés, émergents et en développement à faible revenu).

L'étendue précise de l'analyse, y compris l'importance à donner aux groupes de pays, sera déterminée par les conclusions de la précédente évaluation de la surveillance multilatérale.

### Étapes ultérieures

Selon la pratique suivie par le BIE, des documents de synthèse détaillés ou de premiers cadres de référence seront préparés pour chaque projet. Avant d'arrêter définitivement l'étendue d'une évaluation, le BIE demandera le point de vue du FMI et de parties prenantes extérieures (universitaires et organisations de la société civile, par exemple). Le cadre de référence définitif sera affiché sur le site du BIE (<http://www.imf.org/external/np/ieo>) et les parties prenantes intéressées seront invitées à présenter leurs observations sur tous les aspects des sujets couverts dans le cadre de référence. ■

Pour plus de renseignements sur le BIE, y compris le texte annonçant le programme de travail de l'exercice 2006, voir le site du BIE (<http://www.imf.org/external/np/ieo>).



Laura Wallace  
Rédactrice en chef  
Sheila Meehan  
Rédactrice principale

Jacqueline Irving  
Directrice de production

Camilla Andersen  
Christine Ebrahim-zadeh  
Conny Lotze  
Rédactrices

Maureen Burke  
Lijun Li

Assistantes principales de rédaction

Kelley McCollum  
Assistante de rédaction

Julio Prego  
Graphiste

Graham Hacche  
Conseiller principal  
Prakash Loungani  
Rédacteur associé

Édition française  
Division française  
Services linguistiques

Alfred Detchou  
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'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; ou par messagerie électronique à [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org).

Abonnement annuel : 109 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Demandes d'abonnement au *Bulletin du FMI* ou aux autres publications du FMI : Publication Services, Box X2005, 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.