

ACTUALITÉ : Aperçu de l'Assemblée annuelle

L'économie mondiale fait preuve d'une vigueur remarquable, mais la forte hausse du pétrole et les déséquilibres mondiaux figureront sans doute en tête des préoccupations des décideurs mondiaux qui vont se réunir à Washington les 24 et 25 septembre pour l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale. L'orientation stratégique à moyen terme du FMI et l'amélioration de son aide aux pays pauvres seront aussi à l'ordre du jour.



Dennis Zaraf/FMI

267

RÉGIONS : L'Europe manque de tonus

Le chômage élevé, l'augmentation des déficits budgétaires et le vieillissement de la population ont mis à mal la confiance des Européens dans l'État-providence, ce qui, explique Michael Depler, Directeur du Département Europe du FMI, les conduit à épargner au lieu de dépenser. Que faire? Accroître le nombre d'actifs, rééquilibrer les finances publiques et encourager la concurrence. En outre, s'il est bon que les pays se chargent de résoudre eux-mêmes leurs problèmes, ils ne doivent pas négliger les synergies que créent les actions communes.



Maurizio Gambianni/NewsCom

269

ÉTUDES : Les institutions peuvent évoluer

La recherche d'outils efficaces pour lutter contre la pauvreté s'intensifie. Une croissance forte et soutenue est bien sûr fondamentale, et il apparaît de plus en plus clairement que, pour y parvenir, il est indispensable d'améliorer les institutions économiques de base, telles que les droits de propriété et la gouvernance. Quel est le moteur des changements institutionnels? L'évolution peut-elle être rapide? L'édition de septembre 2005 des *Perspectives de l'économie mondiale* fait le point des connaissances en la matière et cite plusieurs facteurs qui semblent concourir au progrès institutionnel.

274

ÉTUDES : Le FMI juge les marchés financiers solides

D'après le FMI, l'évolution récente de l'économie et des marchés a permis l'établissement d'un environnement favorable pour le système financier mondial et réduit les risques à court terme. Mais, vu l'ampleur des déséquilibres mondiaux et l'endettement élevé des ménages sur de nombreux marchés matures, ces forces positives ajoutent aussi aux facteurs de vulnérabilité pour le moyen terme. Le rapport met en évidence les mesures qui s'imposeraient pour atténuer ces risques et les tendances qui pourraient créer des forces autostabilisatrices.



Justin Sullivan/Getty Images

278

DANS CE NUMÉRO

- 266 Calendrier
- 266 Boussole
- 267 Actualité
Assemblée annuelle 2005
Bangladesh
Pologne
- 269 Régions
Zone euro
Intégration commerciale
de la CEEA
- 274 Études
Perspectives de
l'économie mondiale
Institutions
Épargne et
investissement
- 277 Prêts du FMI
Accords
- 278 Études
Rapport sur la stabilité
financière dans le monde
Réserves internationales

Calendrier

SEPTEMBRE

19–23 Séminaire du FMI à l'intention des parlementaires de Bosnie-Herzégovine, Croatie, Macédoine et Serbie-et-Monténégro, Institut multilatéral de Vienne, Autriche

20 Ouverture officielle du second bâtiment du siège du FMI, Washington

21 Édition d'automne 2005 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (chapitre I)

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

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

27–30 Réunion du groupe de travail international sur l'harmonisation de la comptabilité du secteur public, FMI, Washington

OCTOBRE

5–8 Assemblée annuelle du Conseil national de l'éducation économique, San Antonio, Texas

15–16 Réunion des ministres des finances et des gouverneurs de banque centrale du Groupe des Vingt, Beijing, Chine

19 Forum du livre du FMI, Pietra Rivoli, *Travels of a T-Shirt in the Global Economy: An Economist*

Examines the Markets, Power, and Politics of World Trade, Washington

NOVEMBRE

3–4 Sixième conférence annuelle de recherche Jacques Polak, FMI, Washington

4–5 Quatrième Sommet des Amériques, Mar del Plata, Argentine

8–11 Série de forums du FMI sur l'évolution économique régionale à l'intention des universitaires, des législateurs, des ONG et des médias au Guatemala, au Salvador, au Nicaragua et en République Dominicaine

18 Assemblée ministérielle conjointe de l'APEC, Busan, Corée

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

24 Forum du FMI sur l'évolution économique régionale à l'intention des universitaires, des législateurs, des ONG et des médias, San José, Costa Rica

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)

Conseil d'administration

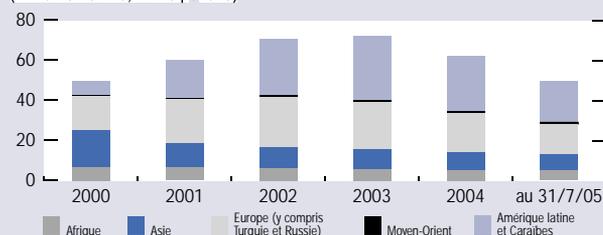
On trouvera un calendrier à jour des réunions du Conseil d'administration du FMI à <http://www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp>.

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 31/7/05)

Non concessionnels

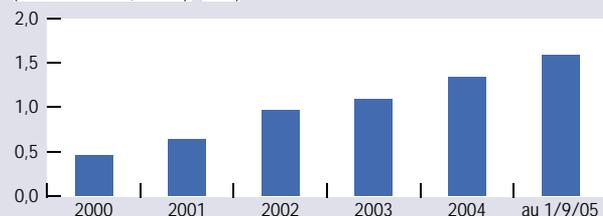
Turquie	11,97
Bésil	10,79
Argentine	7,59
Indonésie	5,85
Uruguay	1,67

Concessionnels

Pakistan	1,02
Congo, Rép. dém. du	0,53
Zambie	0,49
Ghana	0,31
Tanzanie	0,26

Allègement de la dette des pays pauvres très endettés¹

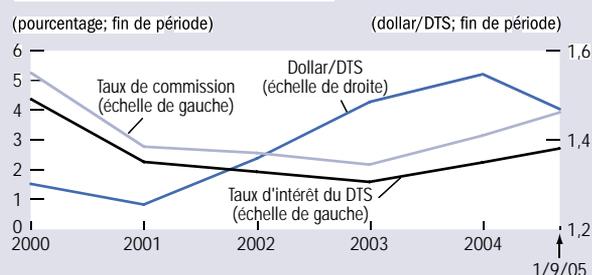
(milliards de DTS; fin de période)



¹Décaissements 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 international créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves officielles existantes des États membres. Les DTS

sont alloués à chaque État membre en proportion de sa 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.

Aperçu de l'Assemblée annuelle 2005

Pétrole et déséquilibres mondiaux au cœur des débats

A lors que l'économie mondiale continue de faire preuve d'une vigueur remarquable, ministres des finances et gouverneurs de banque centrale venus du monde entier se retrouveront à Washington les 24 et 25 septembre pour discuter des moyens d'entretenir cette dynamique d'expansion. L'envolée des prix du pétrole, l'amenuisement des réserves énergétiques et les ramifications des graves déséquilibres mondiaux à l'horizon du moyen terme devraient être au centre des préoccupations des participants à l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale.

Le 24 septembre, le Comité monétaire et financier international (CMFI), principal organe de direction du FMI, devrait examiner les perspectives de l'économie mondiale et les risques qui pèsent sur elles, l'orientation stratégique à moyen terme du FMI et les propositions avancées pour renforcer l'aide qu'il apporte aux pays à faible revenu. Le CMFI sera présidé par Gordon Brown, Chancelier de l'Échiquier du Royaume-Uni.

Le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, dressera un bilan des travaux de l'institution sur divers fronts : surveil-

lance et prévention des crises, résolution des crises, utilisation des ressources et gouvernance du FMI, lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

Les échanges de vues sur l'économie mondiale s'appuieront sur les projections effectuées par les services du FMI pour l'édition d'octobre des *Perspectives de l'économie mondiale* et leur analyse des politiques économiques conduites à travers le monde. Ces projections seront présentées par Raghuram Rajan, Conseiller économique et Directeur du

Département des études du FMI, lors d'une conférence de presse donnée le 21 septembre.

Le Comité du développement, réuni le 25 septembre sous la présidence de Trevor Manuel, Ministre des finances d'Afrique du Sud, devrait donner suite aux initiatives récentes visant à renforcer le partenariat et l'aide financière prévus pour permettre la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement, en mettant l'accent principalement sur l'Afrique. La poursuite des allègements de dettes devrait aussi être à l'ordre du jour, de même que le programme de Doha pour le développement et l'aide pour le commerce.

L'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale se réunira en séance plénière les 24 et 25 septembre.

Elle sera précédée, le 23 septembre, par une réunion des ministres des finances du Groupe des Vingt-Quatre (pays en développement) et du Groupe des Sept (pays avancés). Deux journées de séminaires ouverts au public (les 22 et 23 septembre) aborderont diverses questions d'actualité dans les domaines de l'économie, des finances et du développement.

Le 25 septembre, à l'Université George Washington, M. Camdessus, ancien Directeur général du FMI, présentera dans le cadre de la Conférence Per Jacobsson un exposé sur les institutions financières internationales et les nouveaux défis mondiaux.

Pour plus d'informations sur l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, et notamment pour le texte intégral des communiqués du CMFI et du Comité du développement ainsi que les transcriptions des discours et conférences de presse, voir le site Internet du FMI (www.imf.org). ■



Gordon Brown, Chancelier de l'Échiquier du Royaume-Uni et Président du CMFI, s'adresse aux représentants des États membres à l'ouverture de l'Assemblée annuelle 2004.

Eugène Salazar/FMI

Bangladesh : l'économie est robuste mais gare aux chocs extérieurs

Soutenue par un environnement macroéconomique stable et des réformes structurelles, l'économie du Bangladesh continue de se développer à un rythme satisfaisant, note le FMI dans son rapport annuel sur l'économie du pays. Pour l'exercice clos le 30 juin 2005, la croissance du PIB réel est estimée à 5,2 %, en léger retrait par rapport aux 5,5 % de l'exercice précédent, à cause en partie des inondations dévastatrices de juillet 2004. Bien que l'inflation ait fait un bond fin 2004, sous l'effet des inondations, qui ont endommagé les récoltes, et de la hausse des prix du pétrole et des autres produits de base, l'augmentation des prix à la consommation s'est ralentie depuis et l'inflation moyenne devrait redescendre à 6,0 % pour l'exercice 2005/06, contre 6,5 % pour 2004/05. La politique budgétaire est restée prudente ces dernières années : le déficit global est estimé à 4,2 % du PIB pour l'exercice 2004/05 et devrait se maintenir à ce niveau en 2005/06.

La position extérieure du Bangladesh s'est renforcée en 2003-04, mais les recettes d'exportation ont fléchi depuis novembre 2004, en raison surtout de la forte baisse des prix avant l'élimination de l'Arrangement multifibres (AMF) le 1^{er} janvier 2005. En même temps, les importations se sont accrues rapidement sous l'effet de la hausse des prix du pétrole et des autres produits de base, de l'augmentation des importations de vivres et de la forte demande de biens d'équipement. Le compte extérieur courant devrait accusé un déficit de l'ordre de 1,1 milliard de dollars pour l'exercice 2004/05, après un léger excédent de 176 millions pendant l'exercice précédent.

Bangladesh	Exercice	Exercice	Exercice	Projections
	2002/03	2003/04	2004/05	Exercice 2005/06
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	5,3	5,5	5,2	6,0
Indice des prix à la consommation	4,4	5,8	6,5	6,0
	(millions de dollars EU)			
Importations de biens et de services	8,7	9,8	11,6	12,3
Solde courant	76,0	176,0	-1,1	-1,4

Note : L'exercice budgétaire se termine le 30 juin.

Sources : autorités du Bangladesh; estimations des services du FMI.

Le Conseil d'administration du FMI se félicite du dynamisme de l'économie du Bangladesh, du faible niveau d'inflation et de l'augmentation des réserves internationales au cours de l'année écoulée, et il salue les efforts déployés par les autorités pour entretenir la stabilité économique et procéder aux réformes structurelles. Il note cependant que, à l'avenir, le Bangladesh devra relever plusieurs grands défis : accélérer la croissance et maintenir la stabilité macroéconomique tout en surmontant les effets peut-être très sensibles de l'élimination de l'AMF. À cet effet, il encourage vivement les autorités à poursuivre les principales réformes concernant l'administration fiscale, les banques et le secteur énergétique, en améliorant la gouvernance, de manière à favoriser le climat des affaires, promouvoir la diversification des exportations, et faciliter la reprise économique et la réduction de la pauvreté. ■

Pologne : bonne première année au sein de l'UE mais les obstacles à la croissance subsistent

L'économie polonaise a enregistré une croissance de 5,4 % en 2004, bien que la poussée de croissance qui a précédé l'entrée dans l'Union européenne (UE) se soit dissipée au second semestre, note le FMI dans son rapport annuel sur l'économie du pays. Le repli de la demande intérieure et extérieure nette a contribué au ralentissement de l'activité, encore que la demande d'exportations se soit relevée en fin d'année. Ce redressement est d'autant plus étonnant que la demande a reculé en Europe de l'Ouest et que le zloty s'est apprécié au second semestre. Le FMI rend hommage aux décideurs d'avoir su faire face à l'évolution défavorable des prix et de la demande induite par l'adhésion à l'UE, mais note que la demande intérieure a stagné au premier trimestre 2005, en raison surtout de la baisse des stocks et des investissements à forte intensité d'importations.

Pologne	2002	2003	Prél. 2004	Proj. 2005
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	1,4	3,8	5,4	3,7
Demande intérieure	0,8	2,6	5,0	2,6
	(pourcentage de la population active; inscrits en fin d'année)			
Chômage	16,2	16,7	19,0	19,4
	(milliards de dollars EU)			
Exportations	46,7	61,0	81,6	94,9

Sources : autorités polonaises; estimations des services du FMI. Les projections ont été établies en juin 2005.

Le Conseil d'administration du FMI félicite les autorités polonaises des bons résultats obtenus pendant la première année d'adhésion à l'UE, mais il note que l'arrêt récent de la dynamique de la croissance remet en question l'espoir que le pays soit entré dans une période de très forte croissance de l'investissement et de la production qui aurait pu accélérer la baisse du chômage, aujourd'hui élevé. Le taux d'emploi de la Pologne (52 %) est le plus faible de l'UE, en raison des rigidités structurelles et des pressions démographiques. Le chômage des jeunes et le chômage de longue durée sont particulièrement préoccupants.

Pour ce qui est des finances publiques, le Conseil encourage les autorités à continuer de prendre des mesures pour placer le déficit et la dette publics sur une courbe descendante, tout en préservant les projets d'investissements publics prévus par le programme de convergence en vue de l'adoption de l'euro. Au lendemain des élections du 25 septembre, le moment sera particulièrement propice à un rééquilibrage budgétaire et à une réforme des dépenses, estime le Conseil, qui note que la tâche macroéconomique la plus importante du prochain gouvernement consistera à œuvrer à la réalisation d'objectifs budgétaires à moyen terme clairs. À cette fin, et pour rehausser le potentiel de croissance, une stratégie budgétaire bien conçue sera indispensable, ajoute le Conseil. ■

Pour de plus amples informations, voir les notes d'information au public n° 05/90 (Bangladesh) et n° 05/93 (Pologne) sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Quelle stratégie de reprise pour la zone euro?

Faiblesse de la croissance, persistance d'un chômage élevé, «non» à la constitution européenne et désaccords sur le budget de l'Union européenne : les nouvelles d'Europe semblent révéler une profonde incertitude quant au chemin à suivre maintenant. Le cœur du problème, selon Michael Deppler, Directeur du Département Europe du FMI, est que l'économie, qui traverse une difficile phase d'ajustement, est déboussolée. Dans un entretien accordé à Camilla Andersen du Bulletin, il lance une mise en garde : tant que les gens n'auront pas confiance, surtout dans la viabilité de leur modèle social, ils choisiront d'économiser plutôt que de dépenser. La solution? Rétablir la confiance en définissant une stratégie globale tournée vers l'avenir, capable à la fois de renforcer la croissance et de sauvegarder le modèle social. Les composantes d'une telle stratégie sont bien connues, mais politiquement délicates : développer l'emploi, rééquilibrer le budget et renforcer la concurrence sur les marchés du travail, des biens et des services.

BULLETIN DU FMI : Pourquoi la zone euro n'a-t-elle pas bénéficié de l'expansion mondiale?

M. DEPPLER : La croissance, plus faible que prévu, a effectivement été décevante. Cela tient à des faits récents, notamment la hausse des prix du pétrole, et à des phénomènes de moyen terme, tels que les ajustements conjoncturels des entreprises européennes. Mais, plus profondément, il y a des problèmes de long terme : faiblesse des taux d'emploi hérités des trois dernières décennies, vieillissement de la population qui va s'étaler sur les quarante prochaines années, et incertitude quant à la façon dont les gouvernements vont traiter ces problèmes. C'est la combinaison de tous ces facteurs qui freine la croissance.

Cela dit, la zone euro progresse. Même s'il ne faut pas s'attendre à une croissance forte à brève échéance, la situation n'est pas si mauvaise qu'on le dit parfois. Selon nous, la croissance, de l'ordre de 1,25 % cette année, va bientôt monter en régime.

BULLETIN DU FMI : Les cours élevés du pétrole et de l'euro ont-ils freiné la reprise économique?

M. DEPPLER : Le prix du pétrole et le niveau de l'euro ont certainement joué un rôle. Le pétrole a sans doute ralenti la croissance cumulativement d'environ 1 % ces deux dernières années et l'euro a probablement coûté un demi point supplémentaire. Ce n'est pas négligeable lorsque la croissance n'est que de 1,25 %! Mais la hausse des cours du pétrole vient d'une forte croissance mondiale qui a profité aux exportations de la zone euro, de sorte que la croissance faible de la zone ne peut pas être attribuée simplement à des facteurs externes. Les vrais problèmes sont d'ordre interne.



Henk Gschwindt De Goy/FMI

M. Deppler : «Malheureusement, les gens se demandent actuellement si la zone euro et l'UE font partie du problème ou bien de la solution.»

BULLETIN DU FMI : Pourquoi les entreprises restent-elles si pessimistes dans de nombreux pays?

M. DEPPLER : L'investissement a connu un boom jusqu'en 2000, mais a été décevant depuis, comme d'ailleurs dans une grande partie du monde, y compris aux États-Unis. En Europe, les entreprises ont surinvesti lors du boom des marchés boursiers et se sont surendettées, notamment en Allemagne. Elles cherchent donc à rééquilibrer leurs bilans et non à investir. Mais la situation se stabilise et on décèle un regain d'optimisme du côté des entreprises.

BULLETIN DU FMI : Et la consommation?

M. DEPPLER : La modération salariale, nécessaire pour permettre la reprise de l'emploi à plus long terme, et la ténacité de l'inflation ralentissent la progression des revenus réels. Plus fondamentalement, le vieillissement de la population, qui va s'accélérer dans les années qui viennent, mine la viabilité budgétaire d'une grande partie de l'Europe de l'Ouest. La population vieillissant, les prestations sociales vont augmenter juste au moment où va diminuer la population active qui les finance par ses cotisations. La plupart des gouvernements n'ont pas encore expliqué de façon convaincante comment ils entendent faire face à cette situation. Cela explique en partie la prudence des consommateurs et, par voie de conséquence, des investisseurs.

BULLETIN DU FMI : Que peuvent donc faire les décideurs?

M. DEPPLER : D'abord, ces problèmes, selon nous, sont fondamentalement structurels et non conjoncturels. Ils relèvent donc du long terme et non du court terme. S'inquiéter du

court terme lorsqu'il n'y a pas de perspectives crédibles n'a guère de sens.

Les responsables politiques doivent donc s'attacher à définir avec détermination et clairvoyance des stratégies globales, intégrant politiques budgétaires et structurelles, capables de relancer l'emploi et la croissance et de pérenniser le modèle social. Si, par exemple, les gouvernements veulent financer la hausse des dépenses résultant du vieillissement par un alourdissement des impôts et une réduction des retraites, l'offre de travail et la croissance en pâtiront, ainsi que la demande, parce que les ménages devront économiser pour compenser ces mesures. Si, par contre, ils retardent l'âge de la retraite, cela accroîtra l'offre de travail et aura peu d'effet sur la consommation. Il ne faut pas se tromper de stratégie. Fondamentalement, il faut que davantage de gens travaillent et que le travail devienne plus productif.

BULLETIN DU FMI : Qu'est-ce qui a été fait jusqu'ici?

M. DEPPLER : L'Europe a bien avancé en matière de modération des salaires et de suppression des retraites anticipées. Au cours de la décennie passée, il y a eu aussi des réformes du marché du travail et, même si les changements ont été plutôt timorés, les résultats sont là. Contrairement à une idée répandue, la zone euro a eu, entre 1996 et 2004, des résultats en matière d'emploi comparables à ceux des États-Unis : environ 12 millions de nouveaux emplois. Plus récemment, de nouveaux progrès ont été accomplis. Je pense à l'adoption de l'Agenda 2010 en Allemagne et la réforme des retraites en France : ces deux réformes ont nettement renforcé l'incitation à travailler et amélioré la viabilité budgétaire de ces deux pays. Cela dit, il reste bien sûr encore beaucoup à faire.

BULLETIN DU FMI : Cela veut-il dire que la politique monétaire n'a aucun rôle à jouer?

M. DEPPLER : Non. Elle a bien un rôle à jouer, mais il n'est pas essentiel, car les problèmes sont fondamentalement structurels. Elle doit faciliter autant que possible le processus de transition, dans un cadre qui maintienne la stabilité des prix.

À nos yeux, la situation monétaire a été favorable et les taux d'intérêt ont été largement adéquats. La difficulté de la Banque centrale européenne vient de ce que, alors que la croissance est faible, l'inflation reste tenace : au bout de cinq ans, l'inflation globale reste un peu au-dessus de l'objectif fixé, à savoir «légèrement inférieur à 2 %» et va sans doute se maintenir à ce niveau pendant un certain temps encore à cause de la hausse des prix du pétrole. En outre, on s'attend à un rebond de la croissance, de sorte que nous ne voyons aucune raison pour l'instant de baisser les taux d'intérêt. Ce serait différent si la reprise faiblissait à nouveau et que les tensions inflationnistes restaient contenues.

BULLETIN DU FMI : Le FMI appelle les pays de la zone euro à viser l'équilibre budgétaire. Est-ce réaliste à un moment de faible croissance économique et de hausse de la demande de prestations sociales?

M. DEPPLER : Le fin mot est la cohérence des politiques, sans quoi elles ne peuvent être crédibles. On ne peut pas, d'un côté, parler de réformes visant à pérenniser le modèle social et, de l'autre, adopter des budgets impliquant un accroissement des déficits et des taux d'endettement publics alors que le vieillissement de la population va s'accélérer. Toute mesure sociale à court terme conduisant à un accroissement des déficits voit ses effets annulés par le sentiment justifié de la population que l'on ne fait que de reporter les échéances inévitables.

La cohérence exige une vision claire de la façon dont on va assumer les tendances à moyen et à long terme, ce qui signifie une combinaison équilibrée d'ajustements budgétaires et structurels qui se complètent. La combinaison idoine varie selon les pays, mais, pour la zone euro dans son ensemble, nous pensons nécessaire que les budgets atteignent en gros l'équilibre d'ici 2010, ce qui implique un ajustement d'un demi point de PIB par an, et donc un abandon résolu des politiques budgétaires actuelles, dangereusement laxistes.

Fondamentalement, il faut que davantage de gens travaillent et que le travail devienne plus productif.

Michael Deppler

BULLETIN DU FMI : Le Pacte de stabilité et de croissance ne semble guère réussir à obliger les pays à tenir leurs engagements. Que peut-on faire pour encourager la discipline budgétaire?

M. DEPPLER : C'est une période difficile pour l'Europe. Nombre de difficultés sont devenues critiques précisément dans le cadre de l'application du Pacte. L'Europe a donc décidé une réforme de ce pacte qui assouplit le cadre budgétaire de la zone euro. Techniquement, c'est-à-dire

en faisant abstraction du contexte de la politique économique, les décisions prises n'ont rien de pernicieux. En fait, si les gouvernements acceptent vraiment cette réforme, ce sera un progrès, car ils feront leur la discipline, ce qui n'était pas vraiment le cas jusqu'ici.

Cela dit, la discipline budgétaire dans une union monétaire ayant des politiques budgétaires décentralisées est une affaire délicate. Il faut éviter les comportements opportunistes. C'est une sérieuse préoccupation à un moment où les politiques budgétaires de la plupart des pays sont déjà en difficulté. On pourra juger le nouveau Pacte quand il sera soumis à l'épreuve des faits : le Conseil des ministres des finances européens appliquera-t-il les règles? S'il le fait rigoureusement, le nouveau Pacte s'avèrera un progrès. Sinon, on peut s'inquiéter de ce qui va advenir.

BULLETIN DU FMI : Que faut-il faire pour créer plus d'emplois?

M. DEPPLER : Le taux d'emploi de la zone euro est, en moyenne, inférieur de trois quarts à celui des États-Unis. C'est là le princi-

pal problème de la zone euro — moins d'actifs devront supporter le financement de plus de prestations sociales — mais c'est aussi sa principale chance : il existe des actifs disponibles pour participer au financement de ces prestations et ainsi sauvegarder le modèle social. Les politiques à mener pour susciter la création d'emplois sont certes politiquement difficiles, mais elles sont bien connues : plus de souplesse dans les règles d'embauche et de licenciement, poursuite de la modération salariale et, pour les chômeurs, meilleures incitations à rechercher un emploi.

Cela dit, l'Europe pratique la modération salariale et a engagé des réformes des marchés du travail depuis plus d'une décennie, et cela a donné plus de résultats qu'on ne le pense généralement. Il faut poursuivre dans cette voie, mais toute la question aujourd'hui est de consolider ces résultats en termes de croissance.

Pour cela, il faut améliorer la productivité, qui est à la traîne. Malheureusement, nous en savons beaucoup moins sur la façon d'accroître la productivité que sur celle d'augmenter l'emploi, mais il existe un moyen qui semble marcher sur les deux fronts à la fois : le renforcement de la concurrence sur le marché intérieur. Cela oblige les entreprises à devenir plus efficaces et donc plus productives. En outre, en disciplinant la fixation des prix, la concurrence plus forte se traduit par un accroissement des revenus réels et donc de la consommation,

ce qui aide à compenser l'effet de freinage de la modération salariale seule. On peut ainsi tirer davantage de la modération salariale en termes de croissance de l'emploi et de la production.

Ce qu'il faut, donc, ce sont des stratégies plus globales que par le passé, associant réformes des marchés du travail et des produits. La stratégie de Lisbonne révisée offre des moyens d'y parvenir.

BULLETIN DU FMI : *Étant donné la réticence de nombreux pays à engager des réformes, pensez-vous que la zone euro parviendra à se redresser?*

M. DEPPLER : Les résultats économiques médiocres de la zone euro ont suscité une frustration considérable et il ne fait aucun doute que les gouvernements sont impatients de résoudre les problèmes auxquels leurs sociétés sont confrontées. Une fois les incertitudes politiques actuelles levées (des élections auront lieu ce mois-ci en Allemagne, l'année prochaine en Italie et la France

se prépare à des élections présidentielles dans un an et demi), il y aura un nouvel élan. La question est plutôt de savoir si les initiatives seront une fois encore ponctuelles et partielles ou décisives et globales.

BULLETIN DU FMI : *On parle beaucoup de différences politiques au sein de l'UE et de la zone euro : entre les grands et les petits pays, entre les anciens et les nouveaux membres et entre les*

pays «libéraux» et ceux qui sont attachés au modèle social européen. Ces différences menacent-elles l'UE et la zone euro telles que nous les connaissons?

M. DEPPLER : Malheureusement, les gens se demandent actuellement si la zone euro et l'UE font partie du problème ou bien de la solution. Ils font une pause pour réfléchir et, dans le cadre de cette réflexion très médiatisée, on constate une polarisation des opinions. Mais, d'après mon expérience, les décideurs se rejoignent sur ce qu'il convient de faire, car les divergences sont mineures. La difficulté pour les gouvernements est de présenter des perspectives crédibles.

Mais le scepticisme actuel a une conséquence regrettable : un repli sur les solutions nationales, voire une tendance au protectionnisme. En un sens, c'est une évolution saine, car de nombreux problèmes ne peuvent être résolus qu'au niveau

national. Il est bon que les pays cessent de se cacher derrière Bruxelles et commencent à s'attaquer à leurs problèmes.

Mais les décideurs ne doivent pas perdre de vue la valeur ajoutée considérable qui résulte de l'action commune. Selon nous, il est évident que, avec ses hauts et ses bas, l'intégration européenne depuis la guerre a été globalement bénéfique. En outre, les avantages de la coopération sont particulièrement clairs dans une union monétaire décentralisée telle que la zone euro. Je pense que, une fois encore, passé ce cap difficile, les Européens en redécouvriront les avantages. ■



Manifestation en mars 2004 contre les réformes de l'Agenda 2010 du gouvernement allemand.

Alexandra Winkler/Reuters

Les rapports du FMI n° 05/265 et n° 05/266, intitulés *Euro Area Policies* et *Euro Area Policies: Selected Issues*, sont en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 280. Le texte complet peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Intégration régionale et accession à l'OMC : par où la CEI doit-elle commencer?

L'intégration commerciale régionale n'est ni une solution de remplacement, ni forcément un obstacle à la libéralisation commerciale multilatérale. Les accords régionaux continuent à jouer un rôle majeur dans la politique économique de bon nombre de pays, et l'on peut penser qu'intégration régionale et réforme commerciale multilatérale coexisteront encore à l'avenir. Une étude du FMI analyse dans quel ordre doivent se dérouler l'accession à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et la création d'une union douanière régionale. Ses auteurs examinent en particulier si la Communauté économique eurasiennne (CEEAE) — accord régional regroupant cinq membres de la Communauté des États indépendants (CEI) — facilite ou retarde l'entrée de certains de ses membres à l'OMC, et montrent que les petites économies au régime commercial relativement libéral ont de bonnes raisons d'accéder d'abord à l'OMC.

Bien qu'inférieurs économiquement — dans une perspective plus large — à la libéralisation commerciale non discriminatoire fondée sur la clause de la nation la plus favorisée (NPF), les accords commerciaux régionaux continuent à proliférer. Ce type d'intégration peut faciliter un dialogue et une coordination à l'échelle régionale qui ne figurent pas à l'ordre du jour du multilatéralisme. D'autre part, les accords régionaux ne sont pas incompatibles avec l'OMC, qui autorise les pays membres à participer à des accords commerciaux préférentiels pour autant que les obstacles sont levés sur «l'essentiel des échanges commerciaux» entre eux. Cela dit, l'accession à l'OMC doit-elle précéder ou suivre l'intégration commerciale régionale, et notamment la création d'une union douanière?

Deux considérations

L'ordre dans lequel se déroulent l'accession à l'OMC et l'adhésion à une union douanière doit être examiné avec soin par les intéressés. L'adoption d'une séquence ou de l'autre aura des répercussions économiques très variables selon les préférences commerciales et le pouvoir de négociation des différents pays. Deux considérations doivent les guider. Premièrement, comment ce choix influera-t-il sur le poids du pays dans les négociations commerciales régionales, donc sur la structure de protection qui en résultera? Deuxièmement, la priorité donnée à l'intégration régionale retardera-t-elle ou non l'accession à l'OMC?

En rejoignant très tôt l'OMC, les petites économies ouvertes peuvent peser sur la politique commerciale d'autres pays plus importants, et peut-être moins ouverts, encore engagés dans le

processus d'accession. En fait, elles peuvent alors arracher à leurs voisins régionaux, dans le cadre de l'OMC, des concessions qu'elles n'auraient pas pu obtenir par des négociations bilatérales ou dans un accord régional, vu l'influence économique très inégale des pays concernés. Ce poids dans les négociations peut être précieux quand on crée une union douanière dont le tarif extérieur commun résulte d'un compromis entre les préférences des producteurs et des consommateurs des pays membres.

Le processus d'accession peut être retardé lorsque l'union douanière est négociée avant l'accession à l'OMC, car les membres d'une telle union doivent coordonner leurs positions et harmoniser les engagements futurs avec les «conditions d'accession communes» à l'OMC. Ce retard sera particulièrement coûteux pour les petites économies ouvertes, qui ont plus à gagner, en proportion, à l'intégration commerciale. Les grandes économies risquent quant à elles de se soucier davantage des conditions d'accession que de la vitesse du processus. En outre, si l'on peut penser que la négociation en commun de l'accession accroîtra le pouvoir de négociation collectif, il n'est pas dit qu'elle débouche sur des résultats répondant aux attentes des petits pays.

Enfin, si l'un des membres de l'union douanière appartient déjà à l'OMC, cela peut créer une incompatibilité entre les engagements pris dans le cadre de l'institution et dans celui de l'union douanière : le tarif extérieur commun doit alors être fixé au niveau le plus bas en vigueur entre les membres.

La longue marche de la CEI vers l'OMC

La CEEAE, union douanière régionale qui remplace celle créée dans le cadre de la CEI, pourrait retarder l'accession de ses membres à l'OMC.

Membres de la CEI	Demande d'accession	Situation
<i>Membres de la CEEAE</i>		
Bélarus	Septembre 1993	Négociations en cours
Kazakhstan	Janvier 1996	Négociations en cours
République kirghize	Février 1996	Accession en 1998
Russie	Juin 1993	Négociations en cours
Tadjikistan	Mai 2001	Négociations en cours
<i>Observateurs</i>		
Arménie	Novembre 1993	Accession en 2003
Moldavie	Novembre 1993	Accession en 2001
Ukraine	Novembre 1993	Négociations en cours
<i>Autres pays</i>		
Azerbaïdjan	Juillet 1997	Négociations en cours
Géorgie	Juillet 1996	Accession en 2000
Ouzbékistan	Décembre 1994	Négociations en cours
Turkménistan	N'est pas encore candidat à la CEEAE	...

Note : CEI : Communauté des États indépendants; CEEAE : Communauté économique eurasiennne; OMC : Organisation mondiale du commerce.
Source : Organisation mondiale du commerce.



De gauche à droite : les présidents Kocharian (Arménie), Lukashenko (Biélorus), Poutine (Russie), et Rahmonov (Tadjikistan) au sommet de la Communauté économique eurasiennne (CEEA) en juin 2005 à Moscou. La CEEA envisage la création d'une union douanière régionale et, peut-être, d'une zone économique commune.

Cela réduit aussi autant qu'il est possible le risque de détournement de trafic et d'augmentation globale de la protection.

La Communauté économique eurasiennne

En octobre 2000, le Biélorus, la Fédération de Russie, le Kazakhstan, la République kirghize et le Tadjikistan ont signé un accord créant la CEEA, qui est entré en vigueur en mai 2001. Cet accord, qui remplace celui qui avait institué l'union douanière de la CEI des années 90, envisage la création d'une nouvelle union douanière et, à terme, d'une zone économique commune prévoyant une intégration et une coopération économiques qui vont au-delà de l'harmonisation des droits de douane aux frontières de la CEEA. L'accord sur le tarif douanier commun de février 2000 envisageait de mettre en place ce tarif dans un délai de cinq ans pouvant être prolongé au besoin par décision commune. Concrètement, ce tarif extérieur n'est toujours pas entré en vigueur.

Au milieu des années 90, lorsque la plupart des pays de la CEI ont posé leur candidature à l'OMC, chacun d'eux a engagé seul le processus d'accession. Le principe d'une approche coordonnée de l'accession à l'OMC tenant compte des engagements relatifs à la CEEA a été adopté en mai 2003 par les pays qui n'appartiennent pas encore à l'institution et réaffirmé à Almaty (Kazakhstan) en juin 2004. Cela risque de compliquer encore leur accession en entraînant des retards importants qui peuvent être préjudiciables aux petites économies ouvertes, qu'avantagerait un processus plus rapide. En effet, les pays de la CEEA doivent harmoniser les engage-

ments sur le tarif extérieur commun avec les conditions d'accession communes à l'OMC en rapprochant des intérêts très différents au plan régional. Ces retards risquent aussi d'imposer des coûts aux économies plus ouvertes en les empêchant d'obtenir des concessions des membres plus protectionnistes de l'union douanière. La perspective d'une entrée en vigueur intégrale de la CEEA a déjà conduit la région à rehausser le niveau de protection en application des dispositions de l'union douanière.

La structure tarifaire de la CEEA est telle que le niveau de protection commerciale du Kazakhstan, de la République kirghize et du Tadjikistan augmentera une fois que l'union douanière sera mise en œuvre dans sa totalité, car ses membres devront aligner leurs structures de droits sur celle de la CEEA. Dans ces trois pays, le coût de l'union douanière reposera surtout sur les consommateurs, car il faudra relever les taux de droits pour tenir les engagements au titre de la CEEA.

La simulation des deux séquences montre qu'en accédant à l'OMC avant de mettre en œuvre l'union douanière, on améliore la situation des consommateurs dans les pays où les taux de droits sont initialement bas. Quant au détournement net de trafic, il varie selon les membres, car leur niveau de protection commerciale actuel n'est pas le même.

La prudence est de mise

La création de l'union douanière prévue par la CEEA doit être abordée avec prudence. D'abord, certains pays pourraient pâtir du détournement de trafic qu'entraînera le renforcement de la protection. Ensuite, il est possible que l'harmonisation bénéficie davantage à certains pays qu'à d'autres. Enfin, même si l'union douanière ne limite pas en principe les perspectives de libéralisation multilatérale à l'avenir, la nécessité de coordonner les positions de chacun peut retarder la prise de décisions et, ce faisant, permettre aux tenants du protectionnisme dans certains pays de peser davantage sur la politique commerciale d'autres pays plus libéraux, ce qui risque bien de ralentir le processus d'accession à l'OMC. ■

Patrizia Tumbarello
FMI, Département Asie et Pacifique

Le document de travail du FMI n° 05/94, intitulé *Regional Trade Integration and WTO Accession: Which Is the Right Sequencing? An Application to the CIS*, est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 280. Le texte complet peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Qu'est-ce qui fait évoluer les institutions?

Avec un milliard de personnes ayant moins d'un dollar par jour pour vivre dans les pays en développement, l'élimination de l'extrême pauvreté reste l'une des grandes priorités de la communauté internationale. Des taux d'activité élevés et durables sont indispensables pour réduire la pauvreté et, souvent, la croissance dépend d'une amélioration de la qualité d'institutions économiques essentielles comme les droits de propriété et la gouvernance (moins de corruption, notamment). Mais qu'est-ce qui stimule les mutations institutionnelles? Les institutions peuvent-elles être améliorées rapidement? L'un des chapitres des *Perspectives de l'économie mondiale* de septembre 2005 fait le point sur ce que l'on sait dans ce domaine et identifie plusieurs facteurs qui semblent renforcer la qualité des institutions.

Si l'environnement macroéconomique est maintenant beaucoup plus stable dans nombre de pays en développement, de bonnes institutions sont capitales pour parvenir à une croissance forte et durable et relever le niveau de vie. À long terme, le PIB par habitant doublerait presque en Afrique si la qualité globale des institutions pouvait être la même en Afrique subsaharienne que dans les pays en développement d'Asie (voir *Perspectives* d'avril 2003). Cependant, l'amélioration des institutions risque d'être lente et complexe.

Une évolution est possible

Les institutions économiques de base découlent de règles codifiées, ainsi que de traditions et de conventions informelles. Les institutions d'un pays résultent de l'interaction complexe de facteurs politico-économiques, de son histoire et de sa culture et sont souvent très persistantes (voir graphique ci-contre). Dans les économies planifiées d'Europe, la propriété privée n'était guère protégée et l'innovation et le dynamisme des économies de marché faisaient défaut. Dans l'ère postcommuniste, ces pays ont en général adopté des législations de type occidental, mais le climat des affaires (recul de la corruption, célérité des procédures judiciaires et des formalités de création d'entreprises) a été lent à s'améliorer.

Malgré la permanence institutionnelle généralement observée, on a pu constater ces trente dernières années qu'une évolution rapide est réalisable et a en fait permis de relever le niveau de vie dans beaucoup de pays. Les *Perspectives* ont identifié 65 cas de nette amélioration des institutions économiques («transitions institutionnelles») depuis le début des années 70 (voir graphique page 275).

Plusieurs facteurs ont peut-être facilité ces transitions. Tout d'abord, avec l'effondrement des empires coloniaux, les institutions ont cessé d'être axées sur la recherche systé-

matique du profit. Puis, les progrès techniques rapides ont aidé les économies à quitter des secteurs générateurs de rentes, comme l'extraction des ressources naturelles. Ensuite, la mondialisation a ouvert de nouveaux débouchés économiques, alors même que les coûts de transport et de communication baissaient. Enfin, la chute du communisme a bouleversé la gouvernance de nombre de pays, supprimant une autre source majeure de permanence institutionnelle.

Les déterminants de l'évolution

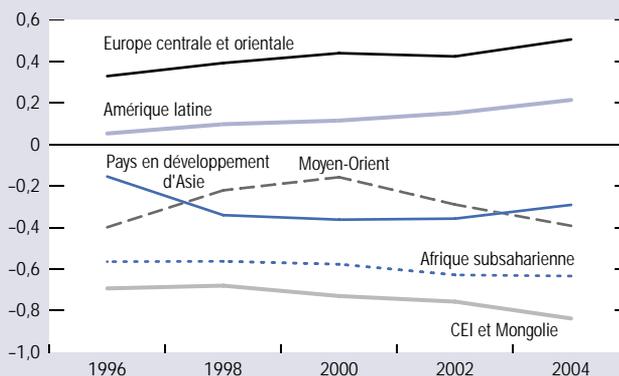
À partir de données sur 90 pays pour la période 1970–2004, divers facteurs pouvant entraîner une amélioration sensible des institutions économiques sont évalués :

- **L'ouverture aux échanges.** Le passage d'un régime entièrement autarcique à la libéralisation totale induit une hausse d'environ 15 points de la probabilité d'une transition. En effet, les secteurs exportateurs sont fermés aux rentes et ont besoin d'innovations pour soutenir la concurrence internationale. Par ailleurs, face aux importations, les producteurs nationaux ont plus de difficulté à maintenir des rentes de monopole qui freinent les améliorations institutionnelles.
- **La liberté de la presse.** Une forte responsabilisation est en général associée à des politiques qui stimulent la croissance à long terme au lieu de profiter à de puissantes minorités.

Qualité institutionnelle : de grandes différences entre les régions

La qualité des institutions s'est dans l'ensemble améliorée en Europe centrale et orientale et en Amérique latine, alors qu'elle est restée médiocre ou s'est dégradée en Afrique subsaharienne et dans la CEI.

(indice de gouvernance¹)



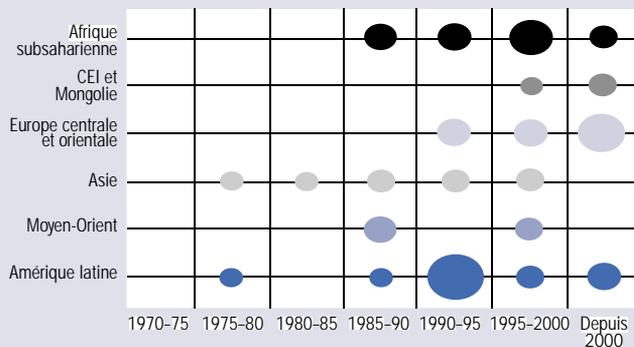
¹ Les notes régionales sont calculées sous forme de moyennes simples. La qualité institutionnelle est mesurée par l'indice de gouvernance global de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2004).

Sources : Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2004); calculs des services du FMI.

Évolution des institutions

La plupart des 65 transitions institutionnelles ont eu lieu après l'effondrement du communisme.

(transitions économiques¹)



Note : La taille des cercles correspond au nombre de transitions par période de 5 ans.

¹Seuls les pays en développement sont pris en considération, sauf dans le cas de l'Asie, qui comprend aussi toutes les transitions des nouvelles économies industrialisées.

Sources : Gwartney et Lawson (2004); calculs des services du FMI.

- **La qualité institutionnelle élevée des pays voisins.** La concurrence entre pays et les effets de démonstration des succès régionaux peuvent faciliter la transition.

- **Un niveau élevé d'éducation,** ce qui est conforme à l'idée que les populations plus instruites participent plus efficacement au processus décisionnel global.

Dans une analyse complémentaire, les *Perspectives* examinent les facteurs déterminant la qualité institutionnelle d'un pays à l'autre et dans le temps. Il n'est guère surprenant de constater qu'en général, nombre des facteurs déjà évoqués favorisent cette qualité; par contre, un secteur des ressources naturelles important la pénalise dans certains pays qui ne tirent malheureusement que peu d'avantages compétitifs des améliorations et de l'innovation institutionnelles, car leurs résultats sont surtout déterminés par la demande et les cours mondiaux des produits de base concernés.

Quant à l'aide extérieure, les données empiriques sont contrastées : l'analyse fait ressortir une relation négative entre son ampleur et la probabilité d'une transition. Mais, un examen de la qualité globale des institutions économiques ne donne pas des résultats clairs. Dans l'ensemble, l'aide risque apparemment d'avoir plus d'effets défavorables lorsque les institutions sont faibles. Davantage de travaux sont nécessaires pour mieux comprendre l'impact de l'aide, mais elle semble plus efficace lorsque les institutions sont meilleures.

La contribution des ancrages extérieurs

Divers ancrages extérieurs et les initiatives internationales peuvent améliorer la qualité des institutions. L'ouverture de

l'économie, par exemple, favorise une évolution positive des institutions sur de nombreux plans. Outre les politiques nationales qui abaissent les obstacles au commerce, les initiatives multilatérales visant à libéraliser les échanges dans le cadre du cycle de Doha devraient avoir un impact favorable prononcé sur la transformation institutionnelle.

L'adhésion à l'UE a favorisé une mutation institutionnelle en Europe centrale et orientale. Dans les pays non membres, le Programme de voisinage européen pourrait aussi induire une évolution favorable. Grâce à son mécanisme d'examen mutuel, le NEPAD pourrait devenir un forum de premier plan pour diagnostiquer les défaillances institutionnelles, formuler des recommandations et attirer l'investissement dans les pays appliquant des réformes efficaces.

La communauté internationale contribue fortement à promouvoir la transparence dans les pays en développement et reconnaît que les pays développés doivent aussi combattre certaines pratiques nuisibles, comme la corruption. La Convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption dans le cadre de transactions commerciales internationales oblige les pays signataires à traiter la corruption d'agents publics étrangers comme celle d'un agent public national. L'Initiative du Royaume-Uni pour la transparence des industries extractives encourage les gouvernements et les entreprises opérant dans les pays exportateurs de ressources naturelles à divulguer leurs recettes et leurs paiements, améliorant ainsi la qualité des données et réduisant les risques de mauvaise affectation des crédits.

Le FMI, la Banque mondiale et d'autres organismes internationaux favorisent la transparence, notamment par les conditions dont ils assortissent leurs prêts. Le Code de bonnes pratiques pour la transparence des finances publiques du FMI contribue à la responsabilisation des gouvernements. De même, le Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière peut aider à réduire les pratiques non compétitives au sein du secteur financier.

L'analyse des *Perspectives* ne clôt pas le dossier des flux d'aide et de leur impact sur les politiques monétaires et financières. Au cours des prochaines années, il est probable que le ratio flux d'aide/dépenses publiques augmentera nettement dans plusieurs pays. Les donateurs et les pays bénéficiaires doivent donc peser soigneusement les effets potentiels de ces flux sur les institutions et s'efforcer de structurer la distribution de l'aide (et les mesures d'accompagnement) de façon à en circonscrire les retombées. En outre, de meilleures institutions permettent sans doute d'utiliser plus efficacement l'aide pour lutter contre la pauvreté. ■

Martin Sommer et Angela Espiritu
FMI, Département des études

L'épargne et l'investissement, causes des déséquilibres mondiaux?

Les taux d'épargne et d'investissement mondiaux ont chuté et les déséquilibres des comptes courants ont atteint des niveaux sans précédent; pourtant les taux d'intérêt réels à long terme restent bas dans la plupart des pays. Que se passe-t-il? D'après l'édition de septembre 2005 des *Perspectives de l'économie mondiale*, des changements importants du comportement de l'épargne et de l'investissement ont eu une incidence considérable sur les déséquilibres mondiaux et les taux d'intérêt à long terme.

L'épargne et l'investissement sont proches de leurs plus bas historiques : ils représentaient en 2004 moins de 22 % du PIB mondial, contre 26 % au début des années 70. La baisse récente semble être due à des facteurs mondiaux, nationaux et régionaux. Le crédit facile et la hausse des prix des actifs ont rongé l'épargne dans beaucoup de pays industrialisés, mais les déficits budgétaires aux États-Unis et le vieillissement de la population au Japon et en Europe ont aussi été des facteurs majeurs. Les taux d'investissement ont pour leur part chuté nettement au Japon, dans la zone euro, et dans quelques régions émergentes,

en particulier en Asie (hormis en Chine). Du coup, la part de l'épargne et de l'investissement attribuable aux pays industrialisés est tombée de 85 % en 1970 à 70 % en 2004.

Ces tendances ont eu une forte incidence sur les déséquilibres des comptes courants dans le monde entier. Du fait notamment de la chute de l'épargne, le déficit courant des États-Unis (l'écart entre investissement et épargne) a atteint un niveau sans précédent — 6,1 % du PIB, soit 760 milliards de dollars en 2005, à en croire les projections. Par contre, les mouvements de hausse de l'épargne en Chine et dans les pays producteurs de pétrole et de baisse de l'investissement au Japon et dans les pays émergents d'Asie (Chine exclue) se sont soldés par un excédent de l'épargne sur l'investissement (un excédent courant).

La configuration actuelle des déséquilibres externes, dispersés parmi un grand nombre de pays divers, dont beaucoup de pays émergents et de pays producteurs de pétrole, mais aussi de pays industrialisés (voir graphique), diffère beaucoup de celle du milieu des années 80 — période marquée par de gros déséquilibres mondiaux principalement concentrés aux États-Unis, au Japon et en Europe (surtout en Allemagne). La configuration actuelle semble résulter d'un grand nombre d'événements au niveau national, et non d'un seul événement mondial.

L'autre élément troublant — la persistance de faibles taux d'intérêt réels — est semble-t-il attribuable aux taux exceptionnellement bas de l'investissement à ce stade du cycle économique. L'investissement est faible alors que les bénéfices des entreprises sont en forte hausse, principalement parce que, dans beaucoup de pays, ces dernières ont continué à assainir leurs bilans en se débarrassant de leurs dettes. Dans les pays émergents d'Asie en particulier, il y a des indices d'un « désinvestissement » des entreprises.

Que faut-il en penser?

Pour l'avenir, ces constats amènent deux conclusions importantes. D'abord, il n'y a pas de panacée pour remédier aux déséquilibres des comptes courants d'un grand nombre de pays divers. Il est urgent d'agir sur bien des fronts, notamment rééquilibrer les finances publiques aux États-Unis, mener des réformes pour doper la croissance au Japon et en Europe, et stimuler l'investissement en Asie (en menant à bien la restructuration des secteurs financiers et des entreprises en cours) et dans les pays producteurs de pétrole.

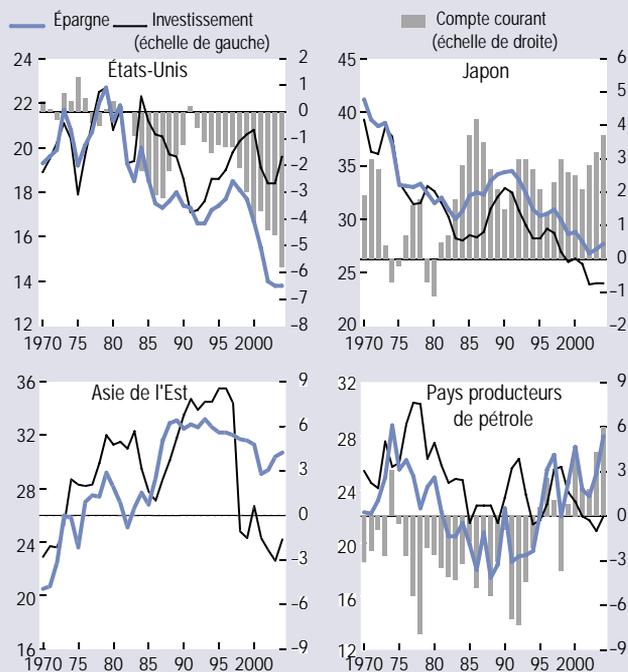
Deuxièmement, l'évolution de l'investissement sera cruciale, car elle déterminera l'inflexion des taux d'intérêt à long terme. Il y a gros à parier qu'un rebond de l'investissement induirait une hausse des taux longs. ■

Marco Terrones et Roberto Cardarelli
FMI, Département des études

L'épargne et l'investissement dans les pays industrialisés

La chute prononcée de l'épargne aux États-Unis et le recul de l'investissement au Japon et dans la zone euro ont contribué aux déséquilibres mondiaux.

(pourcentage du PIB)



Sources : base de données analytique de l'OCDE; Banque mondiale, *Indicateurs du développement dans le monde*; calculs des services du FMI.

Accords du FMI au 31 août

Pays membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Montant approuvé	Solde non tiré
(millions de DTS)				
Accords de confirmation				
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
Macédoine, ex-Rép. yougoslave de	31 août 2005	30 août 2008	51,68	51,68
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 juill. 2004	6 juill. 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
Total			18.259,54	13.338,68
Accords élargis de crédit				
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
Total			794,40	186,23
Accords FRPC				
Albanie	21 juin 2002	20 nov. 2005	28,00	0,00
Arménie	25 mai 2005	24 mai 2008	23,00	19,72
Bangladesh	20 juin 2003	31 déc. 2006	400,33	184,55
Bénin	5 août 2005	4 août 2008	6,19	5,31
Burkina Faso	11 juin 2003	15 août 2006	24,08	10,32
Burundi	23 janv. 2004	22 janv. 2007	69,30	28,60
Congo, Rép. du	6 déc. 2004	5 déc. 2007	54,99	39,27
Congo, Rép. dém. du	12 juin 2002	31 mars 2006	580,00	53,23
Dominique	29 déc. 2003	28 déc. 2006	7,69	3,48
Géorgie	4 juin 2004	3 juin 2007	98,00	56,00
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
Malawi	5 août 2005	4 août 2008	38,17	32,75
Mali	23 juin 2004	22 juin 2007	9,33	6,67
Mozambique	6 juill. 2004	5 juill. 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	2,00
République kirghize	15 mars 2005	14 mars 2008	8,88	7,62
Rwanda	12 août 2002	11 févr. 2006	4,00	1,14
São Tomé-et-Príncipe	1 ^{er} août 2005	31 juill. 2008	2,96	2,54
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 févr. 2006	65,00	9,80
Tanzanie	16 août 2003	15 août 2006	19,60	5,60
Tchad	16 févr. 2005	15 févr. 2008	25,20	21,00
Zambie	16 juin 2004	15 juin 2007	220,10	49,52
Total			2.692,18	1.170,74

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 marchés mondiaux sont de plus en plus résistants, mais...

Le système financier mondial devient de plus en plus résistants, selon la dernière édition du rapport semestriel du FMI sur la *Stabilité financière dans le monde*. Cette évolution doit beaucoup à l'expansion de l'économie mondiale ainsi qu'à la ferme volonté de restructuration et de réduction des coûts des entreprises, qui ont ainsi amélioré leurs bilans dans la plupart des pays. Tablant sur la poursuite de la croissance mondiale dans des conditions de faible inflation et sur des marchés financiers généralement favorables, le rapport prévoit que le système mondial va gagner en robustesse à court terme.

Les faibles rendements obligataires et les courbes de rendement plates ont continué d'encourager les investisseurs à rechercher des rendements plus élevés en acceptant davantage de risques, ce qui a encore réduit les écarts de taux, y compris sur les marchés émergents. Les investisseurs ont aussi été séduits par l'amélioration des données macroéconomiques fondamentales dans de nombreux pays émergents, ce qui, ajouté à des rendements à long terme plus élevés compte tenu des risques, a convaincu les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension, à s'orienter stratégiquement vers cette catégorie d'actifs. Cela a eu un effet stabilisateur sur les marchés obligataires émergents et s'est produit malgré des corrections périodiques sur les marchés de crédit matures et l'incertitude politique croissante dans plusieurs pays émergents où doivent se tenir des élections.

Mais les forces bénignes qui ont soutenu la croissance de l'économie mondiale et le dynamisme des marchés financiers ont aussi contribué à l'aggravation des déséquilibres des paiements mondiaux et à l'augmentation de la dette, en particulier celle des ménages. Ainsi, les développements récents qui ont réduit les risques pour l'immédiat les ont aggravés pour le moyen terme.

Les rendements obligataires modestes, les faibles écarts de taux et, plus généralement, les primes de risque réduites exposent davantage les marchés financiers à des ajustements. Ceux-ci pourraient survenir si les investisseurs se détournent des placements à risque, par exemple à la suite d'une dégradation des données fondamentales. Si la croissance économique se mettait à ralentir sensiblement, les bilans des entreprises pourraient se détériorer. Cependant, la solidité du système financier mondial ne diminuerait sans doute que progressivement.

Le cycle du crédit étant probablement près de culminer, la forte croissance des bénéfices des entreprises observée ces dernières années va sans doute ralentir. Les indicateurs actuels sont excellents, mais la hausse de l'endettement des entreprises, due par exemple à la recrudescence des regroupements d'entreprises ou à l'augmentation des paiements de dividendes, pour-

rait entamer la qualité du crédit. En effet, l'accentuation récente de la courbe de crédit américaine (augmentation des écarts sur les crédits à longues échéances des entreprises par rapport aux écarts encore étroits pour les échéances plus courtes) traduit les craintes du marché de voir une détérioration à moyen terme. L'aplatissement des courbes de rendement a réduit les possibilités de carry trades traditionnels (emprunts sur un marché à faible rendement pour investir sur un marché à haut rendement) qui ont tendance à avoir une influence négative sur les perspectives de bénéfices des établissements financiers.

Sur les marchés matures, en particulier aux États-Unis, le secteur des ménages a accumulé un endettement record.

L'appréciation des actifs, en particulier sur le marché immobilier, a accru la richesse des ménages, mais a laissé ces derniers de plus en plus tributaires du comportement des marchés d'actifs. Une forte baisse des prix des actifs saperait la confiance des consommateurs et freinerait la consommation personnelle. Il semblerait aussi que le cycle du crédit aux ménages ait culminé sur de nombreux marchés matures. Ainsi, au Royaume-Uni, les taux de défaillance personnelle sont en augmentation et, aux États-Unis, les autorités réglementaires devront surveiller de près les formules de prêts hypothécaires à autorisation négative, certes populaires mais risquées, en vertu desquelles l'emprunteur ne paie que les intérêts et le service de la dette est différé de plusieurs années.

L'accentuation des déséquilibres mondiaux présente une grave difficulté pour le moyen terme. Grâce à l'appréciation du dollar et aux entrées de capitaux privés, les États-Unis ont pu financer leur déficit courant facilement cette année, mais on peut craindre que, comptant sur la volonté des investisseurs de continuer de financer les déséquilibres mondiaux, les décideurs tardent à prendre les mesures correctrices nécessaires. Or, les investisseurs pourraient décider brutalement de se détourner du dollar. Le rapport du FMI estime que cela est peu probable à brève échéance, mais si cela devait se produire, les coûts et les perturbations qui en résulteraient seraient considérables : forte baisse de la monnaie américaine et hausse des taux d'intérêt américains, peut-être avec des désordres sur les marchés financiers et sans doute un ralentissement marqué de la croissance mondiale.

Des ajustements sur les marchés des dérivés de crédit et des titres d'emprunt garantis sont plus à craindre qu'un élargissement ample et soudain des écarts de taux. Ces instruments complexes sont utilisés pour des opérations en valeur relative et, le plus souvent, par de nombreux investisseurs suivant des stratégies similaires. En outre, leurs prix sont déterminés en fonction de modèles relativement peu éprouvés et sur la base d'hypothèses de corrélation par défaut.

Pare-chocs en cas de tensions

Sans chercher à minimiser la gravité de ces risques et faiblesses, le rapport note qu'ils doivent être considérés à la lumière de tendances pouvant créer des forces «autostabilisatrices». Il est probable que les écarts de taux se creuseront, mais ils le feront progressivement et de façon modérée. Pour ce qui est des entreprises en général, la bonne tenue et la liquidité actuelle de leurs bilans devraient servir de «fusibles» de nature à retarder un resserrement général du crédit. De même, pour les ménages des marchés matures, l'augmentation cumulative du patrimoine pourrait atténuer les effets immédiats d'un repli de l'activité.

Outre ces facteurs plutôt conjoncturels, deux tendances pourraient aider à contrer le risque à moyen terme d'une inversion brutale et généralisée des flux de capitaux. Premièrement, les actifs gérés par les investisseurs institutionnels sont en forte hausse, ce qui s'explique par l'évolution démographique et les réformes des retraites depuis quinze ans et, compte tenu du développement prévisible des investisseurs institutionnels dans de nombreux marchés émergents et matures, cette évolution devrait se poursuivre. Comme ces investisseurs suivent en général des stratégies de long terme, sans se soucier des perturbations mineures au jour le jour sur les marchés, ils continueront sans doute d'avoir un effet stabilisateur. Deuxièmement, le risque de contagion a diminué ces dernières années grâce aux progrès de la transparence, surtout chez les emprunteurs des pays émergents, et à la meilleure information des investisseurs.

Lignes de défense

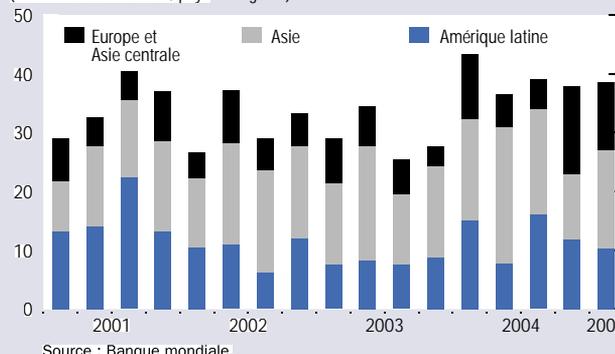
Les décideurs peuvent aussi prendre les devants pour atténuer les risques à moyen terme par une vigilance constante des autorités de surveillance. Pour les autorités monétaires nationales, la difficulté consiste à trouver un juste équilibre, tout en contenant l'inflation, entre un encouragement à prendre des risques excessifs, d'une part, et des contraintes démesurées sur les marchés financiers au risque de ralentir la croissance économique, d'autre part. À cet égard, le rapport salue le resserrement progressif de la politique monétaire des autorités américaines depuis le milieu de 2004 et les engage à continuer dans cette voie.

Pour empêcher que les déséquilibres mondiaux ne se creusent, les décideurs nationaux des principaux pays devront coopérer en prenant des mesures qui se complètent, tout en appliquant des politiques adaptées à la situation particulière de leur pays. Parmi les mesures les plus urgentes, le rapport cite les suivantes : accroissement des taux d'épargne publique et privée aux États-Unis, poursuite des grandes réformes structurelles pour relever les taux de croissance tendanciels en Europe et au Japon, et réforme du secteur financier et nouvelles mesures pour assouplir les taux de change dans de nombreux pays d'Asie, après l'initiative récente et bien accueillie de la Chine et de la Malaisie. Des politiques complémentaires de ce type contribueraient à entretenir la confiance des investisseurs, des entreprises et des consommateurs.

Hausse des IDE en direction des marchés émergents

Au premier trimestre 2005, les IDE à destination des marchés émergents ont continué de croître, après un repli en 2002-03.

(milliards de dollars EU; pays émergents)



Pour se prémunir contre les risques afférents aux créances improductives des entreprises, il importera que les autorités de surveillance nationales veillent à ce que les institutions de crédit n'assouplissent pas leurs normes. Il importera tout autant, en particulier aux États-Unis et sur d'autres marchés matures, qu'elles surveillent de près l'endettement des ménages.

Étant donné qu'une correction sur les marchés des dérivés de crédit et des titres d'emprunt garantis pourrait avoir des conséquences plus graves, les autorités de surveillance doivent veiller à ce que les établissements réglementés observent rigoureusement les principes d'une saine gestion des risques de contrepartie, notamment en évitant que ces corrections éventuelles des marchés ne fassent tache d'huile. Compte tenu de la complexité de ces instruments et marchés, les autorités de réglementation devront trouver les moyens de devenir plus efficaces.

Les autorités de surveillance financière de tous les pays devront aussi comprendre et anticiper les implications pour tout le système des tendances observées dans la répartition mondiale des actifs. L'influence des flux de capitaux privés va sans doute croître, les marchés émergents cherchant de plus en plus à capter eux aussi une part des capitaux mondiaux (voir graphique). En outre, la réaffectation des actifs par les investisseurs institutionnels peut avoir des effets importants sur les mouvements de capitaux entre catégories d'actifs et entre pays, ainsi que sur les prix de ces actifs. C'est pourquoi le rapport du FMI engage les autorités financières nationales à établir de nouvelles politiques réglementaires et compatibles, ou à les réviser, afin de préserver la diversité de comportement des investisseurs sur les différents marchés financiers ainsi que la stratégie à long terme des principaux investisseurs institutionnels. ■

Jacqueline Irving
FMI, Département des relations extérieures

La part du dollar reste stable dans les réserves internationales

Les réserves internationales, or inclus, ont augmenté de 15 % en 2004, pour s'établir à 2,7 billions de DTS (4 billions de dollars) en fin d'année, selon le *Rapport annuel 2005* du FMI qui vient de paraître (et peut être consulté sur le site www.imf.org). Les réserves de change, principale composante des réserves officielles, se sont accrues de 18 % pour atteindre 2,4 billions de DTS (3,6 billions de dollars). Les avoirs en compte au FMI, qui composent le reste des réserves, or exclu, ont baissé de 12 % pour se chiffrer à 76 milliards de DTS (113 milliards de dollars), sous l'effet de la diminution récente de l'encours des crédits aux pays membres. Enfin, la valeur marchande de l'or détenu par les autorités monétaires a reculé de 1 % pour s'établir à 254 milliards de DTS (377 milliards de dollars) en 2004.

Selon le rapport, la composition par monnaie des réserves de change évolue progressivement depuis une dizaine d'années (voir tableau) : la part du dollar américain est passée de 60 % en 1995 à 71 % en 1999, puis est restée stable en 2000 et 2001. En 2002, elle a accusé une forte baisse, s'établissant à 67 %, en raison de la chute de la valeur du dollar et de la réduction des achats nets d'actifs libellés en dollars. Elle a continué de baisser légèrement en

2003 avant de se stabiliser en 2004. La part du dollar dans les réserves officielles s'est fortement accrue au cours de ces deux années (elle est à l'origine de plus de 80 % de l'augmentation des réserves officielles), mais cette hausse a été compensée par la dépréciation de la devise américaine par rapport aux autres principales monnaies.

L'euro, qui a remplacé 11 monnaies européennes nationales le 1^{er} janvier 1999, a représenté 24 à 25 % des réserves de change en 2002-04, soit plus qu'en 1999-2001. Au cours de la décennie écoulée, la part du yen est tombée de 7 à 4 %, celle de la livre sterling s'est maintenue autour de 2-3 %, et celle du franc suisse est restée inférieure à 1 %.

Les données qui figurent dans le *Rapport annuel* de cette année sont le produit d'améliorations apportées, entre autres, aux méthodes de compilation. La part globale de chaque monnaie est calculée à l'aide de données fournies par les autorités, les réserves non allouées étant inscrites en «postes pour mémoire» (voir les détails dans le *Rapport annuel*).

Étant donné que la composition par monnaie des réserves suscite un intérêt croissant, le FMI a l'intention de publier ces informations chaque trimestre à partir de décembre 2005. ■

Composition par monnaie des réserves

	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	(pourcentage, fin d'année) ¹						
Dollar EU	59,9	71,0	70,5	70,7	66,5	65,8	65,9
Yen	6,8	6,4	6,3	5,2	4,5	4,1	3,9
Livre sterling	2,1	2,9	2,8	2,7	2,9	2,6	3,3
Franc suisse	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2
Euro ²	—	17,9	18,8	19,8	24,2	25,3	24,9
Deutsche mark	15,8	—	—	—	—	—	—
Franc français	2,4	—	—	—	—	—	—
Florin néerlandais	0,3	—	—	—	—	—	—
Autres monnaies	4,8	1,6	1,4	1,2	1,4	1,9	1,8
Pour mémoire							
Réserves non allouées ³							
Tous les pays	25,6	22,9	23,6	26,0	28,3	29,8	32,6
Pays industrialisés	1,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3
Pays en développement	47,6	37,8	39,4	42,1	45,0	47,2	50,2

Note : Les chiffres ayant été arrondis, les totaux peuvent ne pas correspondre à la somme de leurs composantes. L'échantillon de pays couverts varie légèrement chaque année. Les changements ont été plus significatifs que d'habitude en 1996 (échantillon élargi) et en 2000 (échantillon restreint). Les données de 2004 sont préliminaires.

¹La part des monnaies est calculée pour les réserves des pays membres qui communiquent la composition de leurs réserves de change. Les données comprennent l'estimation minimale réalisée surtout pour les pays dont les données ont été communiquées tardivement. Les réserves dont la composition n'est pas communiquée sont classées dans les «réserves non allouées».

²Ce chiffre n'est pas comparable à la part globale des monnaies remplacées par l'euro pour les années précédentes, car il exclut les euros reçus par les pays membres de la zone euro au moment de la conversion en euros, le 1^{er} janvier 1999, de leurs avoirs dans la monnaie des autres pays de la zone.

³Réserves officielles de change dont la composition n'est pas communiquée au FMI, en pourcentage du total des réserves officielles.

Source : FMI, *International Financial Statistics*.

Laura Wallace
Rédactrice en chef

Sheila Meehan
Rédactrice principale

Christine Ebrahim-zadeh
Directrice de production

Camilla Andersen
Jacqueline Irving
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

Yannick Chevalier-Delanoue
Traduction

Annette Berthail-Costa
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^e édition). Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room 7-106, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-8585; ou par messagerie électronique à 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. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique, et par avion pour les autres pays.