

DANS CE NUMÉRO

- 334 Calendrier
- 334 Boussole
- 335 Actualité
Le travail du FMI dans le secteur financier Syrie, Zimbabwe, Mongolie et Russie
- 340 Politiques
Normes et codes
- 342 Études
Le marché des obligations de sociétés
- 344 Gros plan
Les défis budgétaires du Japon
- 347 Prêts du FMI
PTE
- 348 Dialogue
Réseau parlementaire sur la Banque mondiale

ACTUALITÉ : La prévention des crises selon M. Ingves

Stefan Ingves s'est trouvé sur la ligne de front dans la prévention et la lutte contre les crises financières, d'abord en Suède durant la crise bancaire nordique au début des années 90, puis comme Directeur du Département des systèmes monétaires et financiers du FMI. Au moment où il s'apprête à prendre les rênes de la banque centrale suédoise, il affirme dans un entretien que les causes des crises sont désormais mieux connues, mais ce n'est toujours pas facile de déterminer le moment où elles surviennent. Il ajoute que le FMI doit privilégier son travail sur le secteur financier.



Michael Spilner/FMI

335

ÉTUDES : Le marché des obligations de sociétés

De plus en plus conscientes de l'importance d'établir un marché des obligations de sociétés à la fois actif et liquide, les autorités nationales — des pays émergents comme des pays développés — encouragent depuis une dizaine d'années l'expansion des marchés obligataires. En dépit des progrès réalisés, le marché des obligations de sociétés est encore largement sous-développé dans bien des pays. Une récente étude du FMI recense les éléments indispensables à l'essor de ce marché et compare les expériences des pays émergents et des pays développés.

342

GROS PLAN : Nouveau départ au Japon

Au Japon, la dernière phase de la lutte contre la déflation est engagée. Mais le pays n'aura pas le temps de se reposer sur ses lauriers. Avec une population vieillissante et une main-d'œuvre en déclin, il doit maintenant s'atteler à réduire la dette publique, à stimuler la croissance de la productivité, à assouplir le marché du travail et à améliorer la concurrence au niveau national — tout cela en vue d'assurer une croissance durable, déclare Daniel Citrin, Directeur adjoint du Département Asie et Pacifique du FMI.



Yoshihiko Tsuno/APP/Getty Images

344

FORUM : Les législateurs planchent sur la dette

Comment les législateurs peuvent-ils promouvoir les initiatives d'annulation de la dette, d'accroissement de l'aide et de libéralisation du commerce? La sixième conférence du Réseau parlementaire sur la Banque mondiale (21-23 octobre, Helsinki) a permis à des parlementaires, des organisations de la société civile et autres participants d'examiner ces initiatives et d'envisager les ressources et la formation dont les législateurs ont besoin pour mieux accomplir leur devoir de surveillance des actions du pouvoir exécutif.



Vesa Lindeqvist/Parlement de Finlande

348

NOVEMBRE

- 16-18** Sommet mondial sur la société de l'information, Tunisie
- 18** Congrès bancaire européen, Francfort, Allemagne
- 18** Assemblée ministérielle conjointe de l'APEC, Busan, Corée
- 18** Présentation des *Global Economic Prospects (Perspectives économiques mondiales)* de la Banque mondiale, Berlin, Allemagne
- 21-22** Séminaire du FMI sur l'intégration régionale, Alger, Algérie
- 23-24** Initiative pour l'Europe centrale, 8^e Forum économique, Bratislava, Slovaquie

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

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

28-30 Séminaire du FMI à l'intention des parlementaires de l'Algérie, de la Libye, du Maroc et de la Tunisie (Rabat, Maroc)

28-9 décembre Conférence des Nations Unies sur le changement climatique dans le monde, Montréal, Canada

DÉCEMBRE

4-9 Conférence internationale sur le VIH/sida et les infections

transmises sexuellement en Afrique, Abuja, Nigéria

8 Organisation japonaise du commerce extérieur, Asahi Shimbun et Banque mondiale, «International Symposium on Economic Integration in Asia and India: What Is the Best Way of Regional Cooperation?» Tokyo, Japon

10 Réunion des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du Groupe des Sept, Londres, Royaume-Uni

12-14 CNUCED, réunion des experts sur le renforcement des capacités – établissement des données sur les IDE et formulation de la politique économique dans

les pays en développement, Genève, Suisse

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

JANVIER

6-8 Assemblée annuelle, American Economic Association, Boston

25-29 Sommet économique mondial, «Mastering our future», Davos, Suisse

Conseil d'administration

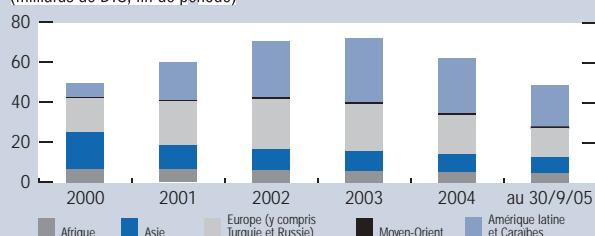
On trouvera un calendrier à jour des réunions du Conseil d'administration du FMI à www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp.

Boussole

Données financières du FMI

Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(milliards de DTS; fin de période)



Encours des crédits les plus élevés

(milliards de DTS au 30/9/05)

Non concessionnels

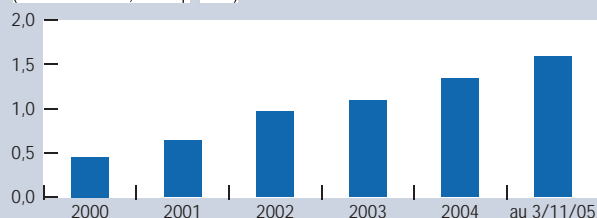
Bésil	10,79
Turquie	10,65
Argentine	7,16
Indonésie	5,63
Uruguay	1,61

Concessionnels

Pakistan	1,01
Congo, Rép. dém. du	0,55
Zambie	0,49
Ghana	0,30
Tanzanie	0,25

Allègement de la dette des pays pauvres très endettés¹

(milliards de DTS; fin de période)

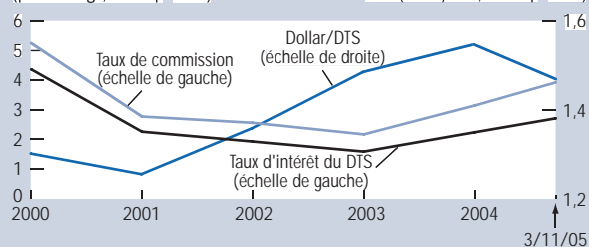


¹Décaissements cumulés dans le cadre de l'initiative en faveur des PPTÉ.

Évolution des taux

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

(pourcentage; fin de période)



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.

Entretien avec Stefan Ingves

Le FMI doit privilégier son travail sur le secteur financier

En devenant Gouverneur de la Riksbank (la banque centrale de la Suède, la plus ancienne au monde) en janvier 2006, Stefan Ingves apportera à ses nouvelles fonctions une mine d'expérience, surtout en gestion de crises financières. M. Ingves est arrivé au FMI en 1999, au lendemain de la crise financière est-asiatique, pour diriger le Département des systèmes monétaires et financiers. Auparavant, il a travaillé dix ans dans la fonction publique suédoise, notamment comme Premier Directeur adjoint de la Banque de Suède et Sous-Secrétaire au Ministère des finances. Sous sa houlette, le programme d'évaluation du secteur financier (PESF) du FMI a été lancé, outil essentiel qui permet désormais à la communauté internationale de cerner les carences des systèmes financiers. Il s'est entretenu avec Laura Wallace du Bulletin, peu de temps avant de quitter son poste au FMI à la mi-octobre.

BULLETIN : Vous avez beaucoup d'expérience en matière de crises financières, d'abord comme haut fonctionnaire suédois pendant la crise bancaire nordique du début des années 90, et ensuite au FMI, dans la lutte internationale contre les crises bancaires. Quel est l'état des connaissances du FMI en ce qui concerne la résolution des crises financières?

M. INGVES : La capacité du FMI à résoudre des crises financières est nettement meilleure aujourd'hui qu'elle ne l'était à mon arrivée. Avec toute une division d'experts en résolution de crises, nous sommes assurément en mesure de produire un bien public : la connaissance et l'expérience internationales qui font souvent défaut dans les pays. Nous sommes en quelque sorte la Croix-Rouge du secteur financier. Nous bâtissons des systèmes financiers, et nous les remettons sur pied quand ils flanchent. De plus, nous connaissons beaucoup mieux les types de crises financières qui peuvent survenir. Par exemple, il peut y avoir des différences majeures entre une crise dans une économie dollarisée et une crise dans une économie utilisant uniquement sa propre monnaie. Des différences notables sont également possibles entre une crise due à la faillite de l'État et une crise attribuable au portefeuille de prêts du secteur bancaire.

BULLETIN : Qu'en est-il de la capacité du FMI à prévenir les crises?

M. INGVES : Nous accordons désormais une attention accrue aux vulnérabilités, notamment dans le secteur financier, et nous en savons beaucoup plus sur les chiffres à surveiller. Mais cela ne signifie pas qu'il soit facile de prédire le moment où une crise va se déclencher. Je suis encore surpris de constater que, dans certains cas, les statistiques d'un pays peuvent sembler alarmantes et nous inciter à craindre le pire; pourtant le



M. Ingves : Le FMI est en quelque sorte la Croix-Rouge du secteur financier. Nous bâtissons des systèmes financiers, et nous les remettons sur pied quand ils flanchent.

pays tient le coup pendant des années. Dans d'autres cas où les chiffres paraissent assez bons, une crise peut survenir rapidement. La meilleure démarche pour le FMI consiste à suivre les cas où les chiffres ne sont pas bons et à préparer mentalement la riposte à une éventuelle détérioration. Évidemment, la tâche est plus facile si les pays sont plus disposés à agir lorsqu'il est encore possible de rectifier le tir pour éviter le pire. En l'occurrence, la difficulté d'agir avant une dégradation effective de la situation est sans doute dans l'ordre naturel des choses.

BULLETIN : Vivons-nous dans un monde plus risqué à cause des flux massifs de capitaux, des flux d'information instantanés et de la sophistication des instruments de couverture?

M. INGVES : En réalité, les crises financières apparaissent et disparaissent, et c'est le cas depuis bien longtemps. Le monde est-il plus risqué aujourd'hui? Pas forcément, mais la typologie des risques a évolué et continuera d'évoluer, surtout parce que les produits dérivés et les nouveaux instruments financiers modifient la répartition des risques dans le système. Mais si nous comprenons le fonctionnement de ces instruments, nous pouvons mieux cerner les risques, l'instrument en soi ne créant pas le risque.

BULLETIN : Depuis la mi-1999, le FMI et la Banque mondiale ont renforcé la surveillance des secteurs financiers avec le

PESF. À ce jour, près des deux tiers de nos membres ont réalisé ou sollicité une évaluation dans ce cadre. Estimez-vous que ce programme est couronné de succès?

M. INGVES : En lançant le projet pilote, nous sommes partis de zéro, le seul souci étant de prouver qu'il était réalisable — nous tenons à remercier les Canadiens d'avoir bien voulu servir de cobayes. Au fil des ans, le projet a dépassé toutes mes attentes et je suis fier que nous ayons réalisé quelque 120 évaluations nationales jusqu'ici. Aujourd'hui, les évaluations au titre du PESF sont beaucoup plus rationnelles et nous avons amélioré notre capacité d'en adapter le contenu aux besoins et au niveau de développement de chaque pays. S'agissant des questions de fond, il y a eu initialement tout un débat sur les tests de résistance des systèmes financiers. C'est désormais un outil largement accepté. De même, la publication des résultats des évaluations n'est plus remise en cause; c'est une pratique généralement acceptée et courante dans bien des pays.

BULLETIN : Quelles leçons importantes le FMI et les pays participants ont-ils tiré du PESF?

M. INGVES : La première leçon concerne la difficulté pour les pays d'autoévaluer leur système financier, non par manque de capacités (beaucoup en ont), mais parce qu'ils ne disposent pas d'un mécanisme de coordination du travail. Si les ministères des finances et de la justice et la banque centrale sont pratiquement au même niveau, qui doit rassembler et analyser les informations? C'est un service que le FMI peut offrir. La deuxième leçon est qu'on peut toujours améliorer les choses, même dans les pays qui fonctionnent bien et qui sont bien organisés. Dans chaque évaluation au titre du PESF, nous avons découvert quelque chose de nouveau, ce qui a souvent surpris les autorités nationales.

BULLETIN : À quelle fréquence les pays devront-ils faire évaluer leurs systèmes financiers?

M. INGVES : Puisque nous avons déjà évalué tant de pays et envisageons simplement des mises à jour dans bien des cas, le processus doit évoluer. Heureusement, la mise à jour sera beaucoup plus facile que l'évaluation proprement dite; cela est particulièrement vrai en ce qui concerne les normes. De plus, le Département des systèmes monétaires et financiers participera aux missions d'évaluation au titre de l'article IV — une quarantaine au cours du présent exercice. C'est une bonne chose, car le travail du FMI sur le secteur financier doit être approfondi et élargi. Nous sommes partis de rien en 1999, mais le moment est venu d'intégrer effectivement le PESF aux

activités des autres départements et d'en faire un outil standard du FMI en matière de surveillance.

BULLETIN : Êtes-vous satisfait de la manière dont la surveillance du secteur financier est intégrée à la surveillance nationale et mondiale?

M. INGVES : Il a fallu beaucoup de temps au FMI pour développer ses capacités de surveillance du secteur financier. À mon avis, cela est intervenu sur le tard. Dorénavant, le FMI doit trouver le juste équilibre entre ses activités macroéconomiques et techniques. Il doit aussi chercher à maximiser l'efficacité de son travail dans le secteur financier. Il n'existe pas de modèle préétabli. Le FMI devra en créer un et le laisser évoluer avec le temps.

BULLETIN : Qu'en est-il des États-Unis? Grand partisan du PESF, ce pays est le seul membre du G-7 qui n'a pas encore été évalué. Une évaluation des États-Unis serait-elle trop coûteuse pour le FMI comme le prétend ce pays? À votre avis, quels enseignements les États-Unis en tireraient-ils?

M. INGVES : Nous sommes prêts à faire le travail, et je m'attends à ce que les États-Unis y participent à un moment donné. Nous avons évalué tous les autres pays du G-7 et nous avons beaucoup d'expérience pour mener à bien le processus dans des pays assez grands et complexes. Quels enseignements les États-

Unis en tireraient-ils? Un PESF leur fournirait une seconde opinion d'un groupe d'experts extérieurs indépendants sur le système financier national. Cela contribuerait au débat intérieur — tant sur le plan technique, parfois avec une nouvelle réglementation, qu'au niveau politique, où le débat porterait davantage sur la performance générale du secteur financier, surtout dans le contexte de la mondialisation.

BULLETIN : Pouvez-vous citer de grands pays industrialisés où cela s'est produit?

M. INGVES : Dans le cas du Japon, nous avons instamment recommandé de régler le problème de la poste, qui est devenue un important enjeu électoral — la privatisation de cet énorme système d'épargne postale est désormais en cours. S'agissant de l'Allemagne, notre position sur la structure globale du système financier, et des banques d'épargne en particulier, fait actuellement l'objet d'un vif débat national. Pour ce qui est du Royaume-Uni, nous avons estimé que l'on pouvait apporter quelques améliorations dans le secteur des assurances.

BULLETIN : En matière de politique monétaire, de plus en plus de pays adoptent le ciblage de l'inflation. Est-ce une mode passa-

gère ou un objectif monétaire approprié et réalisable que devraient envisager sérieusement un plus grand nombre de pays?

M. INGVES : Les pays varient selon la taille de leur économie, selon le degré d'intégration économique avec leurs voisins et avec le monde, et selon leur régime de change. Chacun doit choisir le cadre de politique monétaire qui lui convient le mieux — il n'existe aucun manuel permettant d'opérer facilement ce choix. Dans un monde où les flux de capitaux internationaux ne cessent de croître, les pays ont sans doute plus de mal à défendre une parité fixe. Pour certains, le ciblage de l'inflation peut donc être un bon choix. C'est certainement le cas de la Suède.

BULLETIN : Que devrait recommander le FMI en matière d'indépendance des banques centrales?

M. INGVES : L'indépendance est une bonne chose. Mais elle va de pair avec la transparence. Si vous avez le droit de décider en toute indépendance, vous devez expliquer aux autres ce que vous faites et pourquoi vous le faites. En outre, une banque centrale fait partie d'une société; elle doit donc comprendre le fonctionnement de cette société et son rôle dans la société. Sous ce rapport, l'indépendance n'est jamais absolue. L'indépendance est accordée à la banque centrale pour qu'elle réalise ce qu'on attend d'elle, à savoir la stabilité monétaire.

BULLETIN : Vous soulignez depuis longtemps l'importance d'une transparence accrue du secteur financier, et notamment des banques centrales. Cette question est-elle encore d'actualité? Le surcroît de transparence a-t-il protégé les banques centrales contre les ingérences politiques?

M. INGVES : Quand je suis arrivé au FMI, le Département des systèmes monétaires et financiers terminait le travail sur ce qui est devenu le code de transparence des banques centrales. Le processus était assez controversé et, à l'époque, le principe de la transparence n'était pas acquis. À ce jour, le FMI a évalué bien des pays et banques centrales à la lumière de ce code et j'ai l'impression que la nécessité de la transparence est rarement contestée. Par ailleurs, la transparence rend difficile l'ingérence politique. Discrètement, ce travail a fait évoluer bien des mentalités.

BULLETIN : De nombreux pays industrialisés examinent le meilleur moyen d'adopter le nouveau cadre complexe des normes de fonds propres (Bâle II). Les marchés émergents devraient-ils également l'adopter? Quel devrait être le rôle du

FMI à cet égard? Qui doit vérifier que les pays appliquent effectivement Bâle II?

M. INGVES : Il existe plusieurs versions de Bâle II, y compris une version simplifiée. L'essentiel est de choisir la bonne version qui correspond aux besoins et aux capacités du pays. Pour certains pays émergents, il s'agira de choisir la version simplifiée jusqu'à ce que les marchés et les données soient plus sophistiqués. Je ne serais pas étonné s'il incombait finalement au FMI d'en évaluer l'application. Mais je pense que les autres parties prenantes devraient intervenir également dans ce processus. Un modèle

pourrait consister à faire des évaluations conjointes comme nous le faisons dans le cadre du Groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux.

BULLETIN : À votre avis, quelle sera l'orientation des activités du FMI dans le secteur financier?

M. INGVES : Il y a toujours eu un débat interne sur la portée de l'intervention du FMI dans le secteur financier. En fin de compte, nous en faisons toujours plus parce qu'il existe une demande naturelle pour cette catégorie d'activité dans les pays, et cela va probablement continuer. Au demeurant, il faut bien comprendre les mécanismes du secteur financier pour bien exécuter divers types de politiques macroéconomiques — surtout la politique monétaire et la gestion des crises.

BULLETIN : Avez-vous une idée de ce que vous souhaiteriez accomplir comme Gouverneur de la banque centrale de la Suède?

M. INGVES : Premièrement, la Suède a une cible d'inflation qu'il importe d'atteindre. Il est également important de communiquer de manière à susciter un appui solide pour cette cible afin qu'elle soit largement acceptée et comprise. Deuxièmement, il faudrait poursuivre et développer le travail sur la stabilité financière et rester à la pointe de l'innovation financière. Troisièmement, il est essentiel de conserver de l'expertise à la banque centrale pour qu'elle reste une institution respectée à l'échelle nationale et internationale. Enfin, il importe de s'assurer que la Riksbank demeure modeste et efficace.

BULLETIN : Il paraît que vous avez toujours voulu être coureur de fond. Où en êtes-vous dans ce domaine?

M. INGVES : Après avoir vécu sept ans dans la région, je connais par cœur toutes les pistes de McLean, en Virginie. Ce matin au gymnase, j'ai fait quatre séries de 1 mile en sept minutes chacune, et je pourrais en faire cinq d'affilée. Cela me suffit pour le moment. ■



Michael Spindler/FMI

M. Ingves : Dans un monde où les flux de capitaux internationaux ne cessent de croître, les pays ont sans doute plus de mal à défendre une parité fixe. Pour certains, le ciblage de l'inflation peut donc être un bon choix.

Face à l'épuisement des ressources pétrolières, la Syrie doit accélérer et approfondir les réformes

L'économie syrienne a connu une légère reprise en 2004 après un ralentissement en 2003 dû à la baisse de la production pétrolière et à l'impact du conflit iraquien sur les exportations et l'investissement, a indiqué le FMI dans son dernier bilan économique annuel. La reprise, qui s'est poursuivie en 2005, a été facilitée par un vif essor des exportations et de l'investissement privé attribuable aux réformes en cours.

Pour l'heure, l'inflation reste modérée malgré une politique budgétaire expansionniste et un assouplissement des conditions de crédit. Une certaine austérité budgétaire devrait prévaloir en 2005 après l'introduction d'une taxe sur la consommation, un léger ajustement des prix pétroliers et la réduction envisagée des

investissements publics inefficaces. Conjuguées à l'expansion modérée du crédit, ces mesures permettront de juguler l'inflation.

Encouragé par la forte croissance non pétrolière et par l'environnement macroéconomique stable de la Syrie, le Conseil d'administration du FMI a félicité les autorités d'avoir poursuivi les réformes structurelles, y compris la libéralisation du commerce et du taux de change, la simplification du régime fiscal et l'élargissement de l'assiette de l'impôt, ainsi que le renforcement des procédures budgétaires pour améliorer l'efficacité des dépenses publiques.

Toutefois, l'épuisement des ressources pétrolières étant prévu pour la fin des années 2020, les perspectives à moyen terme de la Syrie sont préoccupantes. Le Conseil a exprimé la crainte que le rythme et la portée des réformes ne soient pas à la mesure des défis énormes dus à l'épuisement éventuel des recettes pétrolières et aux fortes pressions démographiques sur le marché du travail. La Syrie risque d'être coincée dans un cycle d'instabilité financière, de détérioration budgétaire, de faible croissance et de chômage galopant. Pour parer à cette éventualité, le Conseil engage les autorités à accélérer les réformes structurelles et à concevoir une stratégie solide et crédible de rééquilibrage budgétaire dans un cadre à moyen terme transparent. ■

Syrie	2001	2002	Prov. 2003	Prov. 2004	Proj. 2005
			(variation en pourcentage)		
PIB réel	3,6	4,1	1,3	3,1	3,8
IPC (moyenne annuelle)	5,6	-2,3	5,9	4,6	10,0
			(en pourcentage du PIB)		
Solde global	2,4	-1,6	-2,7	-5,3	-4,8
Solde budgétaire non pétrolier	-16,1	-15,4	-17,9	-18,0	-16,9

Sources : autorités syriennes et estimations et projections des services du FMI.

Un virage décisif s'impose pour améliorer les perspectives économiques du Zimbabwe

Après quelques améliorations en 2004, la situation économique et sociale du Zimbabwe s'est encore détériorée en 2005, a déclaré le FMI dans son bilan économique annuel. La chute continue de la production agricole, l'inflation galopante (qui devrait dépasser 400 % par an d'ici la fin de l'année) et la pénurie de devises devraient entraîner une contraction du PIB de plus de 7 % cette année. La surévaluation du taux de change officiel et les restrictions à l'importation ont causé de vastes pénuries de denrées de première nécessité.

Le Conseil d'administration du FMI s'est dit très préoccupé par le profond déclin économique et social du Zimbabwe, la perspective d'une inflation continue à trois chiffres et l'aggravation de la pauvreté. Il a exhorté les autorités à mettre en œuvre sans délai un programme global de politiques macroéconomiques et de réformes structurelles. À court terme, un rééquilibrage budgétaire décisif comprenant la réduction de la masse salariale du secteur public est essentiel, mais il faudra assurer une sécurité alimentaire adéquate et établir des dispositifs de sécurité sociale pour aider les groupes vulnérables, surtout les victimes du VIH/sida et de l'«Opération rétablir l'ordre» (destruction récente des bidonvilles par l'État). Le Conseil a souligné la nécessité de libéraliser entièrement le régime de change aux fins des transactions courantes et de laisser le marché déterminer le taux de change, tout en établissant un ancrage monétaire solide et crédible. Le Conseil a salué le récent resserrement de la politique monétaire et a recommandé de poursuivre cette mesure sans relâche. Il s'est réjoui des efforts consentis par la banque cen-

Zimbabwe	2002	2003	Prov. 2004	Proj. 2005
			(variation en pourcentage)	
PIB réel	-4,4	-10,7	-4,2	-7,2
IPC (variation sur 12 mois – fin d'année)	198,9	598,7	132,7	404,6
Volume des exportations	-17,6	-19,3	-9,0	-7,3
Volume des importations	-0,5	-19,9	-5,8	-11,9
			(en pourcentage du PIB)	
Solde budgétaire global ¹	-2,8	-0,4	-7,1	-14,2

¹Dans exclus, y compris les arriérés d'intérêts.

Sources : autorités zimbabwéennes et estimations et projections des services du FMI.

trale pour renforcer le contrôle bancaire, en insistant sur l'impératif de préserver l'indépendance des autorités de contrôle.

Le Conseil a souligné que des réformes structurelles fondamentales seront essentielles pour assurer une stabilité macroéconomique et une croissance durables. Il a invité les autorités à prendre des mesures décisives en ce qui concerne notamment la déréglementation, la réforme des entreprises publiques, la réforme budgétaire (et surtout de la fonction publique), la réforme agraire et agricole et l'amélioration de la gouvernance pour accroître la confiance des investisseurs.

Le Conseil a salué le récent paiement du Zimbabwe au FMI, qui a nettement réduit les arriérés, mais il s'est enquis de la source des fonds ayant servi à ce paiement. Il a accepté de revoir dans six mois les obligations du pays au titre des obligations financières envers le FMI, donnant ainsi aux autorités plus de temps pour renforcer leur coopération avec l'institution sur les politiques et les paiements. ■

Pour soutenir sa croissance, la Mongolie doit créer un environnement plus propice au secteur privé

La Mongolie a affiché une croissance économique généralisée dépassant les prévisions en 2004 et au début de 2005, grâce à des conditions climatiques favorables et à la hausse des cours internationaux des produits miniers, a déclaré le FMI dans son bilan économique annuel. La bonne tenue de l'agriculture (et surtout de l'élevage) et des secteurs du cuivre et de l'or a revigoré la croissance. De plus, l'essor du tourisme et des transferts privés a permis de compenser l'effet négatif d'importations pétrolières plus coûteuses.

Toutefois, les pressions inflationnistes se sont fortement accrues durant l'année jusqu'à la mi-2005, en raison notamment de la hausse des prix du carburant et de la viande. Les prix à la consommation ont grimpé de 10,6 % en 2004, soit plus du

Mongolie	2002	2003	Prov. 2004	Proj. 2005
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	4,0	5,6	10,6	5,0
IPC (variation sur 12 mois – fin d'année)	1,7	4,7	10,6	10,0
	(en pourcentage du PIB)			
Solde budgétaire global	-5,9	-4,2	-2,2	-1,8
	(millions de dollars)			
Exportations	524	627	872	914
Or et cuivre	258	319	524	580

Sources : autorités mongoliennes et estimations et projections des services du FMI.

double de l'augmentation enregistrée en 2003. En félicitant les autorités nationales de la croissance robuste et du maintien de la stabilité générale de l'économie, le Conseil d'administration du FMI a recommandé la poursuite de l'austérité monétaire pour éviter qu'un surcroît d'inflation compromette la stabilité macroéconomique durement acquise ces dernières années.

Selon le Conseil, les résultats budgétaires ont été bons en 2004 et les perspectives pour 2005 sont excellentes. Le Conseil a approuvé l'objectif des autorités de contenir le déficit budgétaire global de 2005 bien en deçà de l'objectif initial, en tenant compte des pressions inflationnistes et du repli escompté du compte courant.

Les perspectives à moyen terme sont largement favorables, à condition que les autorités parviennent à ramener l'inflation annuelle à un chiffre et continuent d'appliquer une politique budgétaire idoine. Bien que l'éventualité d'une vive accélération de l'activité minière confirme les perspectives à moyen terme, le Conseil a averti que la Mongolie reste vulnérable à une forte baisse des cours du cuivre et à une détérioration des conditions climatiques qui pourrait affecter la productivité du secteur agricole. Le Conseil a par ailleurs encouragé les autorités à exécuter les réformes structurelles en veillant particulièrement à l'amélioration de l'environnement pour l'activité du secteur privé, tout en poursuivant les efforts de réduction de la pauvreté et de la dette. ■

La vigueur de la croissance en Russie donne la possibilité d'accélérer les réformes

La Russie en est à sa septième année de croissance économique vigoureuse, l'essor de la production et des investissements dans le secteur pétrolier ayant largement contribué à une reprise généralisée après la crise de 1998, a indiqué le FMI dans son dernier bilan économique annuel. Toutefois, bien que l'économie soit encore dynamique, elle a légèrement ralenti depuis la mi-2004 en raison du repli de la production pétrolière et de l'investissement. La consommation reste soutenue et constitue la principale source de croissance de la demande intérieure, dopée par l'expansion rapide et continue des salaires réels. La croissance devrait conserver sa vigueur, mais pas au rythme observé au premier semestre de 2004. Selon le Conseil d'administration du FMI, la solidité des fondamentaux de l'économie russe donne aux autorités une occasion d'accélérer les réformes structurelles.

La politique budgétaire a compensé l'essentiel de la stimulation résultant de la nette amélioration des termes de l'échange due à la hausse des cours du pétrole, l'excédent des administrations publiques ayant augmenté chaque année depuis 2001. Mais les autorités sont en train d'assouplir l'orientation budgétaire sous-jacente (mesurée par le solde non pétrolier des administrations publiques) et le Conseil prévient que cela risque d'exacerber les pressions inflationnistes et d'accélérer l'appréciation réelle du rouble. Dans le même temps, une fois que ces pressions conjoncturelles seront atténuées, il y aura tout lieu de dépenser une plus forte proportion des recettes pétrolières exceptionnelles. Le Conseil a donc vivement découragé le relâchement de la politique budgétaire à court terme et encouragé les autorités à élaborer un pro-

Russie	2002	2003	Prov. 2004	Proj. 2005
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	4,7	7,3	7,2	5,5
IPC (moyenne annuelle)	15,8	13,7	10,9	12,9
	(en pourcentage du PIB)			
Solde des administrations publiques	0,6	1,1	5,0	7,6
	(dollars/baril)			
Cours du pétrole en Russie	23,5	27,3	34,3	47,3

Sources : autorités russes et estimations et projections des services du FMI.

gramme intégré de réformes budgétaires et structurelles pour l'utilisation des ressources pétrolières.

Le Conseil a exhorté les autorités à accorder la priorité aux réformes (surtout dans la fonction publique et l'administration) pour améliorer le climat de l'investissement, favoriser le développement du secteur privé et promouvoir la diversification économique.

La politique monétaire demeure assez laxiste. Malgré un certain ralentissement depuis la mi-2004, la croissance de la base monétaire est encore vigoureuse, de même que celle des principaux agrégats monétaires. La hausse de l'inflation globale et la baisse des taux d'intérêt reflètent le maintien d'une orientation accommodante. ■

Pour en savoir plus, voir les notes d'information au public n° 05/140 (Mongolie), n° 05/130 (Russie), n° 05/138 (Syrie) et n° 05/139 (Zimbabwe) sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Revue de l'initiative en matière de normes et codes

Lancée au lendemain des crises qui ont frappé les marchés émergents du milieu à la fin des années 90, l'initiative en matière de normes et codes du FMI et de la Banque mondiale faisait partie des efforts visant à renforcer l'architecture financière internationale et à promouvoir la stabilité financière. Six ans plus tard, quel en est le bilan? Le Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI examine les résultats d'une récente revue de l'initiative et sonde son avenir.

L'initiative du FMI en matière de normes et codes (voir encadré) est axée sur trois objectifs : aider les pays à renforcer leurs institutions économiques; aider les services du FMI et de la Banque mondiale à répondre plus efficacement aux besoins des pays membres et aux risques qu'ils encourent; fournir des informations aux marchés financiers, améliorant ainsi la discipline du marché. Dans quelle mesure l'initiative a-t-elle atteint ces objectifs? Selon la revue, les deux premiers objectifs sont atteints, au moins en partie; mais les marchés ne recourent pas encore autant que prévu aux rapports sur l'observation des normes et codes (RONC).

Une initiative louable

Les RONC ont-ils permis aux pays de renforcer leurs institutions économiques? La plupart des 122 pays qui ont participé à l'initiative jusqu'ici estiment de manière générale qu'elle les a beaucoup aidés à fixer des priorités pour améliorer leur cadre de politique économique. En particulier, les pays émergents en ont eu une opinion favorable, beaucoup d'entre eux soulignant qu'elle leur a aussi permis d'améliorer leur dialogue avec le FMI et la Banque mondiale.

Toutefois, à la question de savoir si les rapports sur l'observation des normes et codes ont donné lieu à des réformes effectives, les pays ont répondu «dans une certaine mesure». Bien que ce résultat décevant tienne sans doute au délai considérable nécessaire pour mener à bien des réformes institutionnelles, il reflète aussi le surcroît d'assistance dont les pays ont besoin pour appliquer les recommandations des RONC. Le FMI et la Banque mondiale recherchent donc les moyens d'améliorer la prestation de l'assistance technique.

Utilité pour le FMI

S'agissant du deuxième objectif (aider les services du FMI et de la Banque mondiale à faire face aux besoins des pays membres et aux risques qu'ils encourent), l'initiative semble l'avoir atteint, au moins en partie. *Grosso modo*, les chefs de mission du FMI ont estimé que l'initiative est utile «dans une certaine mesure» pour le renforcement de la surveillance (suivi régulier de l'évolution et des politiques économiques des pays membres et de l'économie mondiale par le FMI, et conseils de l'institution y afférents). Certains chefs de mission, dont près de 40 % de ceux qui travaillent sur les économies émergentes, ont été beaucoup plus enthousiastes, notant que l'initiative a étayé «largement» ou «très largement» la surveillance. Toutefois, les équipes de mission — et les intervenants sur le marché — ont signalé un problème : bien que les RONC recommandent des améliorations, il est souvent difficile pour un non-spécialiste de mesurer l'ampleur des lacunes et de déterminer si elles ont une incidence sur les résultats macroéconomiques.

Les marchés souhaitent plus de clarté

Le constat le plus décevant se rapporte au troisième objectif (fournir des informations aux marchés financiers). De façon générale, les intervenants sur le marché n'ont guère utilisé directement les RONC, pas

tant par manque d'intérêt pour

les domaines visés qu'en raison de ce que les analystes du marché considèrent comme les déficiences du produit. Les plus importantes de ces déficiences sont la faible fréquence des mises à jour des RONC et l'absence de notation de l'observation des diverses normes, de sorte que les analystes ont du mal à comparer les résultats des pays et de mesurer les progrès accomplis au fil du temps.

Côté positif, les agences de notation déclarent utiliser les RONC, influant ainsi sur le comportement des autres intervenants sur le marché. Une majorité des répondants déclare également utiliser des succédanés des RONC dans leur travail, qui sont en partie inspirés de ces derniers. D'après les intervenants sur le marché, des changements majeurs seraient nécessaires pour assurer une utilisation plus généralisée des RONC. Ces changements consisteraient notamment à instaurer des mesures quantitatives d'observation, des mises à jour



Messoud Elernadi/FMI

Bref aperçu des normes et codes

L'initiative en matière de normes et codes couvre douze domaines différents et trois thèmes généraux :

- **transparence des politiques** (données, finances publiques, politiques monétaire et financière);
- **régulation et supervision du secteur financier** (contrôle bancaire, surveillance des sociétés d'assurances, réglementation des valeurs mobilières, systèmes de paiement et de règlement, lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme);
- **intégrité du marché** (gouvernance d'entreprise, comptabilité, audit, insolvabilité et droits des créanciers).

Il incombe principalement au FMI et à la Banque mondiale de déterminer si les pratiques nationales sont conformes aux normes internationales reconnues dans ces domaines. Les résultats de l'évaluation sont présentés dans les rapports sur l'observation des normes et codes (RONC). S'agissant des normes du secteur financier, les évaluations se font généralement dans le cadre du programme d'évaluation du secteur financier. La participation à cet exercice est volontaire, de même que la publication des RONC.

Plus de 700 RONC ont été préparés jusqu'ici, notamment sur la transparence des politiques économiques et le contrôle bancaire, assortis d'autres types d'évaluation du secteur financier. De nom-

breux pays ayant déjà fait l'objet de ces évaluations, elles sont de moins en moins courantes. Par contre, le rythme de production des RONC statistiques reste soutenu, mais l'évaluation de l'intégrité des marchés est en hausse, tout comme l'évaluation de la nouvelle norme sur la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme.

La participation à l'initiative est très forte dans les pays émergents et avancés, mais plus faible dans les pays en développement. Près de 90 % des économies avancées et émergentes ont fait l'objet d'au moins un RONC, contre 50 % des pays en développement. Ceux-ci constituent désormais la majorité des nouveaux participants, encore que toutes les normes ne sont pas forcément pertinentes par rapport à leur stade de développement.

Il existe en outre des disparités régionales. Les taux de participation sont le plus élevés en Europe (Europe de l'Est comprise) et le moins élevés en Asie de l'Est et en Afrique subsaharienne. Pour les pays émergents, la participation est nettement inférieure en Asie. Dans certains cas, la faiblesse du taux de participation tient sans doute au fait que les pays préfèrent effectuer des réformes avant de lancer l'initiative. La plupart des grandes économies ont réalisé plusieurs évaluations, à quelques exceptions notables près : les États-Unis et la Chine.

annuelles et une insertion régulière des conclusions et recommandations des RONC dans les rapports du FMI sur les pays membres.

Avenir de l'initiative

Quel avenir pour les RONC? En examinant les résultats de la revue, le Conseil d'administration du FMI a déclaré que l'initiative a déjà obtenu des résultats substantiels et devrait avoir d'autres effets positifs en aidant notamment les pays à réaliser des réformes institutionnelles. Cependant, l'objectif de fournir plus d'informations aux marchés restera probablement difficile à atteindre.

Le Conseil a recommandé plusieurs mesures pour améliorer l'efficacité de l'initiative :

- **Un meilleur ciblage.** Il faudrait redoubler d'efforts pour que les pays participant à l'initiative soient les mieux placés pour en bénéficier. Le processus actuel de sélection des pays à évaluer doit être renforcé afin de concentrer les ressources sur les besoins les plus pressants.
- **Plus de souplesse dans la mise à jour.** L'actualisation des RONC existants serait trop coûteuse, mais la priorité doit être accordée aux pays où l'on a identifié des lacunes considérables lors des évaluations antérieures et où les RONC contribue-

raient le plus à la stabilité nationale ou systémique. Les administrateurs ont jugé acceptable le principe d'une mise à jour quinquennale.

- **Une meilleure intégration.** Les administrateurs ont approuvé des mesures visant à renforcer l'intégration de l'initiative aux autres activités du FMI, y compris la surveillance et l'assistance technique. Il s'agit surtout d'améliorer la coordination dans les départements du FMI et entre eux.

- **Une clarté accrue.** Les administrateurs ont recommandé que chaque RONC comporte un résumé analytique présentant une évaluation claire du degré global d'observation de la norme, un résumé principe par principe de l'observation de la norme et une liste de recommandations classées par ordre de priorité. ■

Jean-François Dauphin
Piyabha Kongsamut
FMI, Département de l'élaboration
et de l'examen des politiques

Le texte intégral du rapport intitulé «The Standards and Codes Initiative—Is It Effective? And How Can It Be Improved?» est disponible sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Le lent mûrissement du marché des obligations de sociétés

Depuis le milieu des années 90, les obligations de sociétés sont devenues une source croissante de financement pour le secteur privé, dans les pays émergents comme dans les pays développés. Les autorités nationales encouragent l'expansion de ces marchés, qui restent cependant largement sous-développés dans de nombreux pays. Une récente étude du FMI recense les éléments indispensables pour promouvoir un marché local des obligations de sociétés à la fois actif et liquide. Les auteurs de cette étude, Pipat Luengnaruemitchai et Li Lian Ong (des Départements des marchés de capitaux internationaux et des systèmes monétaires et financiers) s'entretiennent avec Jacqueline Irving, du Bulletin.

BULLETIN : Quelles sont les conditions de base pour établir un marché des obligations de sociétés?

M. ONG : L'expérience, dans les pays développés comme dans les pays émergents, montre qu'un certain nombre d'éléments doivent être présents pour qu'un marché des obligations de sociétés se mette en place et se développe. En nous appuyant sur des recherches approfondies que nous avons réalisées pour de précédentes éditions du Rapport sur la stabilité financière dans le monde, qui nous avaient donné en particulier l'occasion de nous entretenir avec des décideurs et des opérateurs, nous avons répertorié un certain nombre de caractéristiques communes : infrastructures de marché fiables, émissions de référence crédibles, sous forme de titres facilement réalisables et comportant un risque de défaillance relativement faible, bon gouvernement d'entreprise et transparence et mûrissement des investisseurs institutionnels nationaux. S'agissant de l'émission phare, le faible risque de crédit et le caractère hautement liquide des titres publics en font la source naturelle du taux d'intérêt de référence. Cela peut d'ailleurs faciliter l'émission de titres privés d'échéance semblable.

M. LUENGNARUEMITCHAI : D'autres aspects, tels que le barème de prix du risque de crédit, la politique gouvernementale — en matière de fiscalité ou de réglementation des émissions —, le rôle des investisseurs étrangers et l'ordre de succession des réformes des marchés financiers, ont une incidence moins manifeste sur le développement des marchés d'obligations de sociétés.

BULLETIN : Qu'est-ce qui a provoqué l'émergence des marchés d'obligations de sociétés au cours des dix dernières années et en quoi leur évolution a-t-elle été différenciée d'une région à l'autre?

M. LUENGNARUEMITCHAI : Dans les pays développés, des facteurs institutionnels et stratégiques ont eu une incidence importante. En Europe, par exemple, l'introduction de l'euro au début de 1999 a eu un effet catalyseur qui a favorisé l'expansion du marché des titres de créance des sociétés, à telle enseigne que les émissions privées ont plus que doublé, atteignant environ 680 milliards de dollars en 1999. Les sociétés européennes ont saisi l'occasion d'établir rapidement des points de référence pour les émissions en euros et de diversifier

leurs engagements, qui consistaient auparavant presque exclusivement en emprunts bancaires.

Dans quelques pays émergents, la mise sur pied de marchés obligataires s'est imposée à la suite des crises financières. En Asie, l'essor des émissions d'obligations de sociétés a été pour une large part suscité par le manque de financements bancaires et la nécessité de restructurer les bilans. En Amérique latine, la rapide croissance des investisseurs institutionnels locaux ainsi que les énormes besoins de refinancement des sociétés dans une conjoncture extérieure tendue ont été des facteurs décisifs.

M. ONG : En règle générale, la façon dont les réformes sont mises en œuvre et leur ordre de succession ont beaucoup d'influence sur le développement des marchés. Mais c'est plus facile à dire qu'à faire. Bien des pays ont nettement développé leur marché de titres publics, tandis que celui des obligations de sociétés a été plus lent à prendre de l'expansion. Il peut y avoir plusieurs explications : manque de liquidité des marchés secondaires, absence d'une base suffisante d'investisseurs possédant des capacités poussées d'évaluation des crédits, ou encore coût élevé des émissions sur le marché national. Même sur les marchés développés, tels que ceux des États-Unis et de l'Europe, où les obligations de sociétés ont pris davantage d'essor, la majorité des émissions obligataires sont encore relativement illiquides.

BULLETIN : Que peut-on faire, alors, pour rendre même ces marchés développés plus liquides? Stimuler l'activité des marchés secondaires?

M. LUENGNARUEMITCHAI : C'est une question épineuse. Comme chaque émission a ses caractéristiques propres, le marché des obligations de sociétés peut ne pas être aussi liquide que celui des titres publics, où les émissions d'échéance semblable présentent des caractéristiques plus uniformes. Aux États-Unis et sur quelques marchés développés d'Europe, la mise en place et l'évolution des marchés de produits dérivés ont aussi beaucoup contribué à l'approfondissement de ceux des obligations de sociétés.

M. ONG : Bien entendu, la liquidité du marché secondaire est moindre dans les pays émergents, où seules quelques sociétés sont en mesure d'émettre des émissions à une échelle suffisante pour créer un marché où les investisseurs peuvent modifier leurs positions sans faire évoluer les prix à leur détriment. Cela se complique souvent du fait que les marchés de produits dérivés sont peu développés dans certains de ces pays, de sorte qu'il est difficile aux investisseurs de couvrir leurs risques.

BULLETIN : Pourriez-vous expliquer brièvement la relation entre le développement du marché des titres publics et celui des obligations de sociétés?

M. LUENGNARUEMITCHAI : Les titres publics donnent la base de référence, qui est essentielle pour la mise sur pied du marché des obligations de sociétés. D'autres titres liquides ayant un risque de défaillance relativement faible pourraient aussi servir de

titres de référence, mais le faible risque de crédit et le caractère hautement liquide des obligations publiques en font la référence naturelle pour les émissions privées. L'institution du marché des titres publics peut aussi avoir des retombées positives pour celui des obligations de sociétés, notamment du fait que les deux marchés peuvent partager les infrastructures qui sont mises en place pour les faire fonctionner, telles que les systèmes de compensation et de règlement, le processus d'émission sur le marché primaire et le système de diffusion des données. De plus, la mise en place d'un marché des titres publics permet de nouer des relations avec un ensemble d'investisseurs auxquels les émetteurs d'obligations de sociétés peuvent aussi s'adresser.

BULLETIN : Les avis divergent beaucoup parmi les auteurs en ce qui concerne le degré de priorité qu'il convient d'accorder à la mise en place d'un marché des valeurs dans le cadre général du développement économique et financier, particulièrement dans les pays moins développés. Certains sont d'avis que les banques et les marchés de valeurs ont des rôles complémentaires et contribuent les unes et les autres de façon positive à la croissance, tandis que d'autres sont favorables à une démarche graduelle consistant à promouvoir et améliorer le fonctionnement et la réglementation du système bancaire avant de passer aux marchés de valeurs. Qu'en pensez-vous?

M. ONG : Comme la crise asiatique l'a mis en évidence, il est important d'avoir un système financier bien diversifié, car cela réduit la vulnérabilité au risque systémique. Il est indispensable pour le bon fonctionnement des marchés de valeurs que la bonne gouvernance et la transparence soient assurées afin de permettre la fixation de prix crédibles pour les titres. Dans les marchés peu développés, où l'asymétrie de l'information est un grave handicap et où les structures institutionnelles nécessaires ne sont pas en place, les banques peuvent être en mesure de fournir des services d'intermédiation plus fiables. Si les ressources sont rares et, comme on peut le supposer, s'il existe déjà un système bancaire, il serait préférable que le pays s'emploie d'abord à consolider le secteur bancaire, au lieu de disperser exagérément les ressources disponibles. En d'autres termes, il convient de veiller en priorité à ce que les institutions puissent fonctionner dans un environnement où les infrastructures sont adaptées et où l'appareil juridique et réglementaire requis est en place.

S'agissant de l'ordre de succession des réformes, il importe de se souvenir qu'il n'y a pas de formule unique applicable à tous les pays. Tout dépend des infrastructures, des institutions et du cadre réglementaire qui sont en place au moment voulu.

BULLETIN : Comment évaluez-vous les chances de succès d'une approche régionale du développement des marchés d'obligations de sociétés — par exemple l'établissement de fonds obligataires asiatiques?

M. LUENGNARUEMITCHAI : Dans certains pays, qui doivent encore réaliser un minimum d'économies d'échelle pour se doter de marchés de valeurs nationaux fonctionnant correctement, la coo-



Pipat Luengnaruemitchai (à gauche) et Li Lian Ong.

pération régionale et les investissements transfrontaliers peuvent aider à élargir et approfondir les marchés locaux. Bien qu'il soit encore trop tôt pour se prononcer, l'approche régionale semble prometteuse en Asie, où un deuxième fonds obligataire asiatique a vu le jour en décembre 2004. Ce fonds, connu sous le sigle ABF2, comprend un fonds obligataire indexé pan-asiatique, qui investit dans les émissions souveraines et quasi souveraines en monnaies nationales lancées sur les marchés de huit pays — Chine, RAS de Hong Kong, Inde, Corée du Sud, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande —, ainsi que huit fonds monétaires nationaux. Chacun de ces fonds monétaires nationaux investit dans les émissions souveraines et quasi souveraines en monnaie nationale lancées sur son propre marché.

M. ONG : L'objectif de l'établissement de fonds obligataires asiatiques est au bout du compte de faire découvrir aux investisseurs asiatiques les possibilités de placement en obligations asiatiques, d'améliorer l'intermédiation financière en Asie, de promouvoir de nouveaux produits financiers et d'améliorer les infrastructures des marchés, ainsi que de limiter au possible les formalités réglementaires sur les marchés nationaux. À notre avis, les autorités de chaque pays ont un rôle à jouer dans le développement des marchés, car elles peuvent aider à créer un climat propice ou, comme dans le cas des fonds obligataires asiatiques, donner l'impulsion initiale d'un processus qui se déploie à l'échelle régionale. Il faut laisser les mécanismes des marchés jouer sans interférence des pouvoirs publics, toutefois, afin d'assurer une affectation plus efficace des ressources et de promouvoir une plus grande transparence. ■

Le document de travail du FMI n° 05/152, *An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains*, est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. (Pour commander, voir page 348.) Il peut aussi être consulté sur le site Internet (www.imf.org).

Entretien avec Daniel Citrin

La déflation étant en passe d'être vaincue, le Japon se tourne vers les défis à long terme

Le Japon reprend du tonus : le passage à vide de 2004 est oublié et les temps de la bulle financière semblent enfin révolus. Dans un entretien avec Sheila Meehan, Daniel Citrin, Directeur adjoint du Département Asie et Pacifique du FMI, explique que les priorités de la politique économique du Japon ne se limitent pas à combattre la déflation. Avec une population qui vieillit et une population active qui rétrécit, le Japon doit maintenant rééquilibrer ses finances publiques et s'atteler énergiquement à des réformes propres à stimuler la productivité et la croissance à long terme.

BULLETIN : Vu les résultats des élections et l'apparent regain d'optimisme, peut-on dire que le pays est sorti de l'ornière?

M. CITRIN : L'embellie avait commencé avant les élections. Au cours des deux dernières années, la croissance a repris en affichant par ailleurs une certaine solidité. Dans un premier temps grâce aux exportations, puis surtout grâce à la demande intérieure. En fait, la croissance s'est étendue à l'ensemble de l'économie. Depuis la fin de 2003, nous assistons à une poussée de l'investissement privé, ce qui petit à petit se traduit par une plus grande confiance des consommateurs, une amélioration de l'emploi, actuel et prospectif, et un accroissement de la demande des ménages et des consommateurs. Ce redressement est en partie attribuable aux vigoureuses réformes entreprises sur les marchés du travail et des produits, à la restructuration du bilan des banques et aux efforts consentis par les entreprises pour supprimer leur capacité excédentaire et se désendetter, autant de facteurs à l'œuvre depuis cinq ou six ans. Les résultats des élections de septembre — largement interprétés comme un appui éloquent aux politiques du gouvernement — confirment la réussite de cette stratégie et marquent la transition vers l'étape suivante.

BULLETIN : Ces réformes, pour résolues qu'elles soient, suffiront-elles à chasser les fantômes du passé?

M. CITRIN : Beaucoup de gens se demandent si le Japon est reparti pour de bon, car il y a eu quelques faux départs durant les 15 dernières années : reprise, puis essoufflement, puis récession. L'étape qu'il traverse aujourd'hui a cela de différent que l'excédent de main-d'œuvre, de capital et de dette, qui a caractérisé la bulle financière, s'est résorbé. La rentabilité des entreprises est de nouveau celle du milieu des années 80 et l'on est revenu aux niveaux d'endettement qui existaient avant la bulle. Les grands établissements bancaires ont restructuré leur bilan et le volume de prêts improductifs est nettement inférieur aux objectifs fixés par les autorités.

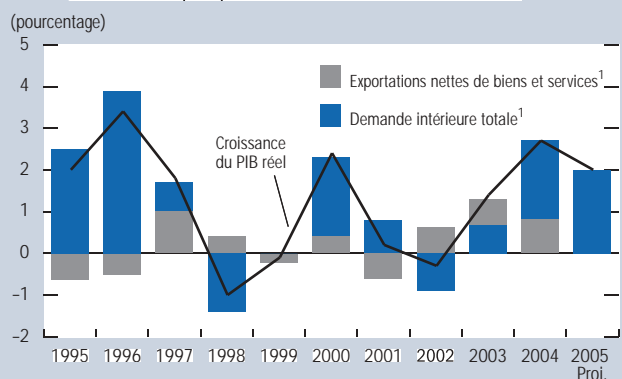
Des progrès sont également à signaler, cette année, sur le front de l'emploi. Pendant la longue période de récession, le traditionnel emploi à vie a cédé le pas au travail à temps partiel, ou bien encore aux contrats de courte durée; les entreprises voulaient ainsi réduire les coûts de main-d'œuvre. Cela a eu un impact déflationniste, car les salaires sont inférieurs d'environ 40 % pour ce type d'emploi, d'où un tassement des revenus du travail. Le Japon a toutefois inversé cette tendance au début de l'année. Les grandes entreprises embauchent aujourd'hui davantage de travailleurs à plein temps, et la part des salariés à temps partiel commence à diminuer après avoir atteint 30 %. Nous assistons à la phase ultime de la correction après la bulle. C'est pourquoi nous sommes convaincus, comme d'autres observateurs, que cette fois-ci la reprise est réelle.

BULLETIN : Le Japon est-il vulnérable au renchérissement du pétrole?

M. CITRIN : À court terme, il s'agit du plus gros risque. Le problème tient surtout aux conséquences de la hausse des cours du pétrole pour les États-Unis et les autres principaux partenaires commerciaux. Durant les deux dernières décennies, le Japon a considérablement amélioré son rendement énergétique et donc les retombées directes de la montée des cours sont relativement modestes. Globalement, le redressement de l'économie sur le plan intérieur est un gage de croissance pour le court terme, et nous sommes convaincus que, durant

Le Japon redémarre

La reprise de la demande intérieure au Japon est signe d'amélioration des perspectives d'une croissance durable.



les deux prochaines années, la croissance sera soutenue, aux alentours de 2 %.

BULLETIN : Quels vont être, selon le FMI, les principaux défis à relever en matière de politique économique?

M. CITRIN : Tout d'abord, sur le plan macroéconomique, en dépit de la reprise, la déflation n'a pas disparu. Autrement dit, il importe que la politique monétaire continue de jouer un rôle d'accompagnement pour permettre au pays de tourner définitivement la page sur cette période de déflation. Il faut que la politique monétaire soit particulièrement accommodante pendant un certain temps, jusqu'à ce que les anticipations déflationnistes soient neutralisées. À l'évidence, ce moment approche, car, selon les prévisions, l'inflation des prix à la consommation deviendra positive l'année prochaine.

BULLETIN : Comment les autorités monétaires devraient-elles gérer cette transition?

M. CITRIN : Ces derniers mois, il y a eu beaucoup de spéculation sur le moment choisi par la Banque du Japon pour abandonner son cadre d'assouplissement quantitatif et sur la nature de cette action, d'aucuns craignant un durcissement prématuré de la politique monétaire. Évidemment, cet abandon entraînera une politique plus conventionnelle par laquelle la Banque du Japon ciblera un taux d'intérêt à court terme — comme le font la plupart des banques centrales de par le monde. Je suis certain que les autorités monétaires sont bien conscientes de la nécessité d'être souple et de prendre en compte l'évolution des prix et le bien-être général de l'économie. On peut donc prévoir que la Banque du Japon cherchera à mener la transition de façon graduelle et transparente, en évitant de déstabiliser les attentes du marché et les taux d'intérêt à long terme — facteurs essentiels aux décisions d'investissement et de consommation. Dans cette optique, il importe de communiquer clairement pour que les intervenants sur le marché soient bien informés des décisions de la Banque du Japon. À cet égard, l'évolution me semble encourageante jusqu'ici.

BULLETIN : La situation budgétaire présente-t-elle également des difficultés?

M. CITRIN : À l'évidence, le gouvernement doit s'attaquer résolument au déficit budgétaire. Il a agi dans ce sens ces dernières années et il doit poursuivre son action pour maîtriser un endettement insoutenable. La réforme fiscale est un dossier très

important. Il faut maintenant décider des échéances, mais le gouvernement a pris conscience du problème. Vu l'ampleur du déficit, il faudra agir sur les dépenses et sur les recettes fiscales.

S'agissant des dépenses, il y a encore de la marge pour éliminer des dépenses inutiles dans les travaux publics. S'agissant des recettes, les taux d'imposition des entreprises sont déjà relativement élevés, mais l'assiette de l'impôt sur le revenu est assez restreinte, tandis que les exonérations et incitations sont nombreuses. Ce sont cependant les taxes à la consommation qui sont au cœur du problème; elles sont très faibles par rapport à d'autres pays. Les autorités savent que, pour être en mesure d'assurer un niveau raisonnable de protection sociale à une population vieillissante, il faudra accroître sensiblement les taxes à la consommation. Reste cependant à définir le rythme et les échéances de ces augmentations.



M. Citrin : Pour être en mesure d'assurer un niveau raisonnable de protection sociale à une population vieillissante, il faudra accroître sensiblement les taxes à la consommation. Reste cependant à définir le rythme et les échéances de ces augmentations.

BULLETIN : Cela ne risque-t-il pas d'être difficile alors même que le Japon cherche justement à stimuler la demande intérieure?

M. CITRIN : Bien sûr que si, mais durant les quatre à cinq dernières années, la demande intérieure a augmenté en dépit d'une forte diminution de la demande du secteur public. L'expérience montre que les pays qui s'attaquent résolument aux déséquilibres budgétaires sous-jacents sont mieux à même de soutenir la croissance à long terme, et, même à court terme, des actions convaincantes visant à résorber les déficits structurels peuvent stimuler la croissance. Le moment est venu d'agir avec fermeté et lucidité pour assainir les finances publiques du Japon. Il appartient aux autorités de définir la meilleure stratégie.

La société japonaise semble prête à accepter une plus forte pression fiscale si le gouvernement démontre d'abord qu'il a fait tout son possible pour réduire les dépenses inutiles, et notamment qu'il s'est attaqué aux lourdeurs bureaucratiques. Sensible à l'évolution des courants politiques, il s'est penché sur le dossier de la réforme de la fonction publique et espère d'autres économies en la matière. Il attendra sans doute avant de s'attaquer aux taxes à la consommation, mais il ne devra pas atermoyer.

BULLETIN : Mis à part le budget, sur quoi devra porter l'action du gouvernement pour promouvoir la croissance?

M. CITRIN : Dans les années à venir, le Japon devra assurer une croissance soutenue avec une population vieillissante. La po-

pulation active — les 15 à 64 ans — a déjà diminué et, à partir de 2007, c'est la population totale qui commencera à décliner. Selon certaines estimations, la population active pourrait diminuer de 35 % d'ici 2050.

Les autorités peuvent faire deux choses. Elles peuvent continuer à rééquilibrer les finances publiques, à réduire le fardeau social de la dette et à dégager la marge de manœuvre nécessaire pour assumer les coûts grandissants de l'assurance médicale, des pensions et de la sécurité sociale à mesure que la population vieillira. Elles doivent également s'atteler à de nombreuses réformes structurelles pour accroître la productivité et veiller à ce que la croissance soit suffisamment solide pour améliorer les niveaux de vie et faire face au gonflement des dépenses sociales dû au vieillissement.

BULLETIN : De quelles réformes s'agit-il concrètement?

M. CITRIN : La liste est longue. Il faut assouplir le marché du travail, encourager l'investissement direct étranger, promouvoir la concurrence au plan interne et réformer et libéraliser l'agriculture. Des progrès ont été accomplis dans plusieurs domaines, mais cela ne suffit pas pour améliorer les perspectives de croissance à long terme. Il s'agit de définir les priorités et d'agir avec conviction.

BULLETIN : Un important jalon a, semble-t-il, été franchi dernièrement avec l'approbation du plan de privatisation de la poste. Qu'en est-il?

M. CITRIN : C'est effectivement à marquer d'une pierre blanche. Les ménages confient 30 % de leur épargne à la poste. À court terme, l'effet direct ne se fera sans doute pas trop sentir, car la privatisation s'étalera sur dix ans. Cependant, de par son ampleur, le système d'épargne postale est à l'origine de profondes distorsions. L'épargne a contribué à financer des investissements publics aussi dispendieux qu'inefficaces. En outre, la poste bénéficiait d'avantages de coûts par rapport aux banques privées; elle n'était pas tenue de verser des primes d'assurance des dépôts et son revenu n'était pas imposable. Difficile donc pour les institutions financières privées de lui faire concurrence. La situation était devenue alarmante. Certaines de ces exonérations sont en train d'être éliminées. En conséquence, la compression des dépôts et la réduction des dépenses publiques contribueront à redéployer les ressources financières vers des emplois plus productifs.

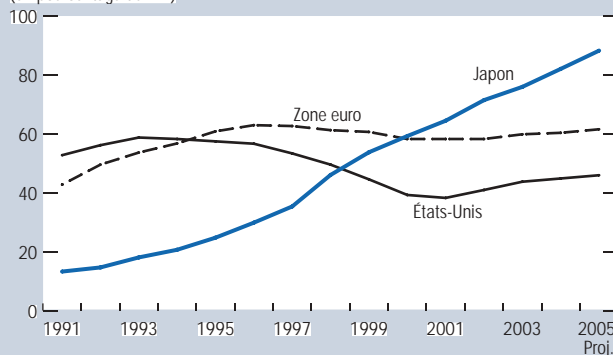
BULLETIN : Selon vous, le poids grandissant de la Chine risque-t-il de poser des problèmes à moyen et à long terme?

M. CITRIN : Aujourd'hui, le Japon a un avantage comparatif dans les technologies de pointe, mais au fil des ans les deux pays pourraient être en concurrence directe dans un nombre croissant de secteurs. Cela dit, la croissance chinoise est et restera une source de débouchés pour le Japon. Les investisse-

Situation préoccupante des finances publiques

Le Japon doit s'attaquer à sa lourde dette publique, qui s'est accrue sensiblement par rapport à celle des autres grandes économies.

(en pourcentage du PIB)



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

ments directs étrangers japonais sont considérables et les exportations vers la Chine sont celles qui progressent le plus; elles représentent désormais 15 % des exportations totales du Japon. Les produits exportés servent certes à fabriquer des biens pour le marché américain et d'autres pays, mais la demande chinoise de produits japonais est considérable.

BULLETIN : A-t-on raison de dire que ce qui est bon pour le Japon l'est également pour le reste du monde, et vice-versa?

M. CITRIN : Plus le Japon sera actif sur le front des réformes structurelles, et donc de la croissance, et plus cela renforcera la demande intérieure et contribuera à réduire les déséquilibres mondiaux des transactions courantes, dont la menace continue de peser sur l'économie mondiale. Bien entendu, la question est de savoir à quel rythme le Japon assainira ses finances publiques; en effet, les modèles macroéconomiques traditionnels montrent qu'une contraction budgétaire soudaine risque d'accroître l'excédent des transactions courantes. En tout état de cause, en menant de front des réformes structurelles et un assainissement des finances publiques, on peut non seulement doper la productivité, mais aussi stimuler la demande intérieure privée et, partant, promouvoir la santé de l'économie japonaise et réduire, à terme, les déséquilibres mondiaux. Donc, effectivement, ce qui est bon pour le Japon l'est également pour le reste du monde. ■

Le texte intégral du rapport du FMI sur le Japon (Rapport sur les économies nationales, n° 273), les Questions générales (n° 272) et la note d'information au public (n° 05/105) publiés à l'issue des délibérations du Conseil d'administration sont affichés sur le site internet du FMI (www.imf.org).

Allégement de la dette des PPTÉ (au 3 novembre 2005)

État membre	Point de décision	Point d'achèvement	Montant engagé	Montant décaissé ¹
(millions de DTS)				
Initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTÉ)				
Au titre de l'initiative lancée en 1996				
Bolivie	Septembre 1997	Septembre 1998	21,2	21,2
Burkina Faso	Septembre 1997	Juillet 2000	16,3	16,3
Côte d'Ivoire	Mars 1998	—	16,7 ²	—
Guyana	Décembre 1997	Mai 1999	25,6	25,6
Mali	Septembre 1998	Septembre 2000	10,8	10,8
Mozambique	Avril 1998	Juin 1999	93,2	93,2
Ouganda	Avril 1997	Avril 1998	51,5	51,5
Total initiative PPTÉ originelle			235,3	218,6
Au titre de l'initiative PPTÉ renforcée de 1999				
Bénin	Juillet 2000	Mars 2003	18,4	20,1
Bolivie	Février 2000	Juin 2001	41,1	44,2
Burkina Faso	Juillet 2000	Avril 2002	27,7	29,7
Burundi	Août 2005	Flottant	19,3	0,1
Cameroun	Octobre 2000	Flottant	28,5	11,3
Congo, Rép. dém. du	Juillet 2003	Flottant	228,3 ³	3,4
Éthiopie	Novembre 2001	Avril 2004	45,1	46,7
Gambie	Décembre 2000	Flottant	1,8	0,1
Ghana	Février 2002	Juillet 2004	90,1	94,3
Guinée	Décembre 2000	Flottant	24,2	5,2
Guinée-Bissau	Décembre 2000	Flottant	9,2	0,5
Guyana	Novembre 2000	Décembre 2003	31,1	34,0
Honduras	Juin 2000	Avril 2005	22,7	26,4
Madagascar	Décembre 2000	Octobre 2004	14,7	16,4
Malawi	Décembre 2000	Flottant	23,1	11,6
Mali	Septembre 2000	Mars 2003	34,7	38,5
Mauritanie	Février 2000	Juin 2002	34,8	38,4
Mozambique	Avril 2000	Septembre 2001	13,7	14,8
Nicaragua	Décembre 2000	Janvier 2004	63,5	71,2
Niger	Décembre 2000	Avril 2004	31,2	34,0
Ouganda	Février 2000	Mai 2000	68,1	70,2
Rwanda	Décembre 2000	Avril 2005	46,8	50,6
São Tomé-et-Principe	Décembre 2000	Flottant	—	—
Sénégal	Juin 2000	Avril 2004	33,8	38,4
Sierra Leone	Mars 2002	Flottant	98,5	66,0
Tanzanie	Avril 2000	Novembre 2001	89,0	96,4
Tchad	Mai 2001	Flottant	14,3	8,6
Zambie	Décembre 2000	Avril 2005	468,8	508,3
Total initiative PPTÉ renforcée			1.622,5	1.379,1
Total général			1.857,8	1.597,7

Définitions

Point de décision : Point auquel le FMI décide si un État membre remplit les conditions requises pour bénéficier d'une aide au titre de l'initiative PPTÉ (normalement au vu des résultats obtenus au terme d'une période initiale de trois ans) et détermine le montant de l'aide qui sera engagée.

Point d'achèvement : Point auquel le pays reçoit sans autres conditions le reliquat de l'aide engagée au point de décision. Dans le cadre de l'initiative PPTÉ renforcée, le point d'achèvement est dit «flottant», car il dépend de la mise en œuvre des principales réformes structurelles convenues au préalable.

¹Comprend les intérêts sur les sommes engagées au titre de l'initiative PPTÉ renforcée.

²Équivalant à la somme de 22,5 millions de dollars engagée au point de décision, au taux de change en vigueur le 17 mars 1998.

³La somme engagée est équivalente au reliquat de l'aide PPTÉ de 337,9 millions de DTS, déduction faite de 109,6 millions de DTS représentant l'élément concessionnel du décaissement d'un prêt au titre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance après l'apurement des arriérés de la République démocratique du Congo à l'égard du FMI le 12 juin 2002.

Source : Département financier du FMI.

Les législateurs planchent sur la dette et le commerce

Dans une année marquée par d'importantes initiatives visant à annuler la dette, à libéraliser le commerce et à accroître l'efficacité de l'aide, que peuvent faire les parlementaires pour traduire les promesses en progrès? À la sixième conférence annuelle du Réseau parlementaire sur la Banque mondiale (PNoWB), du 21 au 23 octobre à Helsinki, quelque 200 législateurs de 90 pays environ se sont joints à des représentants d'organisations de la société civile, d'instituts de recherche et d'organismes multilatéraux pour y réfléchir.

La récente initiative du Groupe des Huit (G-8) portant annulation de la dette de nombreux pays pauvres très endettés (PPTTE) a été saluée par tous, mais les discussions ont révélé un certain malaise. Charles Mutasa, du Forum et réseau africain sur la dette et le développement, a estimé que l'initiative PPTTE initiale et maintenant la proposition du G-8 ne concernent pas plusieurs pays lourdement endettés.

Vikram Nehru, de la Banque mondiale, a prévenu que, selon le nombre de pays finalement admis, le coût de l'initiative pour l'Association internationale de développement (IDA) pourrait compromettre les prêts futurs. Alison Johnson, de Debt Relief International, a abondé dans le même sens en déclarant que l'allègement de la dette ne doit pas empêcher le FMI d'accorder des prêts aux pays à faible revenu ou en proie à des chocs exogènes. M^{me} Johnson et les autres ont exprimé l'espoir que l'annulation de la dette ne soit assortie d'aucune conditionnalité supplémentaire.

Les parlementaires peuvent aussi contribuer largement à ce que leurs pays bénéficient des avantages de l'annulation. M^{me} Johnson a invité les délégués représentant les pays emprunteurs à passer au crible les actions du gouvernement pour s'assurer que l'allègement de la dette aide effectivement les pays à atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement. Les législateurs devraient également suivre les emprunts contractés par le pouvoir exécutif pour éviter d'accumuler de nouveau une dette insoutenable. M. Mutasa a suggéré la mise en place d'un bureau de gestion de la dette placé sous le contrôle du Parlement. Et M. Nehru a

engagé les parlementaires des pays donateurs à faire leur part pour s'assurer que les engagements à compenser l'IDA soient respectés.

En attendant Hong Kong

«Quand deux éléphants se battent, c'est l'herbe qui en pâtit», a déclaré Mutahi Kagwe, législateur kényan, décrivant ainsi l'état des négociations entre les États-Unis et l'Union européenne (UE) sur les subventions agricoles. Prenant la parole par liaison vidéo, Pascal Lamy, Directeur général de l'Organisation mondiale du commerce, s'est dit gravement préoccupé que les positions actuelles des États-Unis et de l'UE soient trop distantes pour que les négociations avancent. Si les réunions ministérielles de Hong Kong échouent, a-t-il affirmé, le cycle du développement de Doha aura peu de chances d'être conclu avant la fin de 2006. Pourquoi un accord est-il si difficile? Bert Koenders, délégué des Pays-Bas et Président du PNoWB, a constaté que

«trop souvent, les politiciens considèrent le monde comme un risque, et non pas comme une opportunité».

Renforcement des capacités

S'agissant du rôle du Parlement comme autorité de surveillance, plusieurs orateurs ont estimé que le manque de ressources et d'informations rend difficile le suivi effectif des actions du pouvoir exécutif. Plusieurs organisations peuvent aider dans ce sens, notamment l'Institut de la Banque mondiale, qui offre un vaste programme de formation parlementaire. Peter Koepfinger a signalé que son organisation (la Konrad-Adenauer Stiftung) est vouée au renforcement des capacités non seulement des parlementaires, mais aussi du personnel législatif et des partis politiques. Beatrice Kiraso, législatrice ougandaise, a suggéré que la formation des pairs peut être encore plus utile, et elle a encouragé les législateurs à partager leur expérience et leurs connaissances. ■

Sabina Bhatia
FMI, Département des relations extérieures



Paul Wolfowitz (à g.), Président de la Banque mondiale, et les législateurs à Helsinki.

Visa Lindqvist/Parlement de Finlande



Laura Wallace
Rédactrice en chef

Sheila Meehan
Rédactrice principale

Jacqueline Irving
Directrice de production

Christine Ebrahim-zadeh
Conny Lotze

Camilla Andersen
Rédactrices

Maureen Burke
Lijun Li

Kelley McCollum
Assistants 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^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; e-mail : 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.