

Le FMI prévoit un ralentissement de la croissance mondiale

Affaibli par les turbulences financières et le ralentissement de l'économie américaine, la croissance mondiale devrait s'établir à 4,1 % en 2008, contre 4,9 % (estimation) en 2007. C'est ce qu'affirme le FMI dans la mise à jour trimestrielle de ses prévisions économiques.

Les tensions financières issues du marché américain du crédit hypothécaire à risque (*subprime*) — et les dépréciations d'actifs bancaires qui en découlent — se sont accentuées, tandis que les récents délestages massifs sur les places boursières mondiales entraînent une incertitude montante.

Risques en hausse

Tout en prévoyant une croissance mondiale de plus de 4 %, le FMI estime que les remous financiers risquent de freiner encore plus la demande intérieure dans les pays avancés et craint que cela ne se répercute davantage sur les pays émergents et en développement. «La croissance dans les pays émergents fortement tributaires des flux de capitaux pourrait être particulièrement touchée, mais la grande vitalité de la demande intérieure de certains pays

(suite page 18)



Magasin à New York. Selon les chiffres récents, la consommation s'est ralentie aux États-Unis au quatrième trimestre 2007.

Hiroko Masuika/Getty

Le FMI intensifie ses travaux sur les retombées des «subprimes»

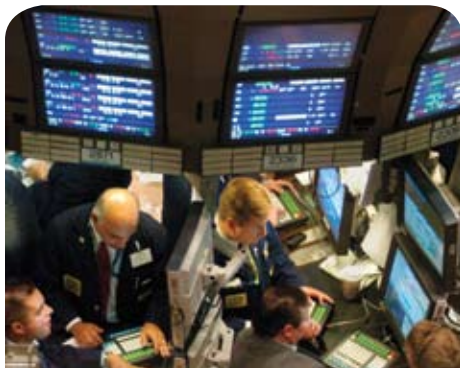
Le FMI a recadré son programme de travail à la suite de la crise du marché américain du crédit immobilier à risque (*subprime*) et des turbulences qu'elle a provoquées sur les marchés mondiaux. Dans le même temps, l'institution a lancé

plusieurs initiatives en vue d'élaborer des propositions pour faire face à la crise actuelle et accroître sa capacité à déceler les points névralgiques.

La crise a eu des conséquences profondes et en aura d'autres. Le choc a forcé certaines grandes institutions financières à procéder à d'importantes dépréciations et a parfois nécessité de fortes injections de capitaux par les actionnaires existants et de nouveaux intervenants, y compris des fonds souverains.

Les banques centrales ont réagi en abaissant leurs taux directeurs et en modifiant leurs conditions de crédit habituelles afin de fournir aux marchés interbancaires les liquidités dont ils avaient tant besoin. Les autorités de contrôle réfléchissent aux améliorations qu'elles devront peut-être apporter aux normes et réglementations prudentielles actuelles.

(suite page 20)



La crise des *subprimes* a forcé de grandes institutions financières à procéder à d'importantes dépréciations.

Frances Roberts/LRP

L'Afrique subsaharienne attire les investisseurs

Deux pays africains ont fait appel avec succès aux marchés internationaux des capitaux au second semestre de 2007, apportant ainsi la preuve que les résultats et les perspectives économiques de l'Afrique subsaharienne (ASS) inspirent de plus en plus confiance aux investisseurs mondiaux.

(suite page 27)

Sommaire

- 21 Nouvelles mesures des risques
- 22 Banques centrales et liquidités
- 24 Évaluation des titres *subprime*
- 26 Finance : déceler les points faibles
- 27 L'Afrique attire les investisseurs
- 28 Allègement : bons résultats au Niger
- 30 Transparence en Amérique latine
- 32 L'actualité en bref



Laura Wallace
Rédactrice en chef

Jeremy Clift
Rédacteur principal

Maureen Burke
Directrice de production

Elisa Diehl
Archana Kumar
James Rowe
Simon Willson
Rédacteurs

Lijun Li
Randa Elnagar
Assistants de rédaction

Kelley McCollum
Assistante de production

Luisa Menjivar
Directrice artistique

Julio Prego
Compositeur

Michael Spilotro
Photographe

Édition française
Division française

Services linguistiques

Jean-Marie Macabrey
Traduction
Anne Rousseau
Correction et PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est aussi publié en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Douze numéros paraissent chaque année. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, pas plus que les cartes publiées : les noms et les frontières figurant sur ces cartes ne peuvent être considérés comme représentant l'opinion du FMI ni sur le statut juridique des territoires concernés, ni sur la validité des frontières. 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 Communications Division
Room 7-106, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-8585
Courriel : imfsurvey@imf.org
Abonnement annuel : 15 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Demandes d'abonnement au *Bulletin du FMI* ou aux autres publications du FMI

IMF Publication Services, Box X2008
IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430
Télécopie : (202) 623-7201
Courriel : publications@imf.org

Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique, et par avion pour les autres pays.

Ralentissement de la croissance

(suite de la page 17)

émérgents présente un potentiel d'activité supplémentaire», lit-on dans la mise à jour des *Perspectives de l'économie mondiale*.

D'autres risques restent élevés. «La politique monétaire doit faire face à la redoutable tâche qui consiste à concilier les risques liés à une poussée de l'inflation et ceux d'un ralentissement de l'activité économique, encore qu'une éventuelle modération des cours du pétrole puisse apaiser les tensions inflationnistes», note le FMI.

États-Unis

Aux États-Unis, la croissance économique s'est nettement affaiblie au quatrième trimestre 2007. Les indicateurs récents y font état d'une baisse de régime dans les secteurs de l'industrie et du logement, de même que dans l'emploi et la consommation.

Selon le FMI, la croissance américaine se ralentira cette année pour s'établir à 1,5 % (contre 2,2 % l'an dernier), mais ce chiffre tient compte de l'acquis de croissance de 2007. Aussi, les projections en glissement annuel au quatrième trimestre donnent-elles une meilleure idée du ralentissement : sur cette base, le taux de croissance serait de 0,8 % en 2008, contre 2,6 % en 2007.

De l'avis du FMI, la décision de la Réserve fédérale des États-Unis d'abaisser les taux interbancaires au jour le jour de 0,75 point est «appropriée et utile».

Europe occidentale

La croissance est également en repli en Europe occidentale, où les indicateurs de confiance se sont globalement détériorés.

S'agissant de la zone euro, la croissance a été ramenée à 1,6 % en 2008 sur une base annuelle, contre 2,6 % l'an dernier. En glissement annuel, elle passe à 1,3 % au quatrième trimestre 2008, contre 2,3 % en 2007. Selon le Directeur du Département des études du FMI, Simon Johnson, l'inflation reste un grave sujet de préoccupation en Europe et la BCE a bien géré la liquidité.

Japon

Au Japon, la croissance a été freinée par le resserrement des normes de construction, tandis que les indicateurs de confiance des ménages et des entreprises sont en baisse. Sur une base annuelle, la croissance japonaise devrait être de 1,5 % en 2008, contre 1,9 % l'an dernier, même si elle devait s'améliorer quelque peu en glissement annuel pour passer de 1,2 à 1,6 % au quatrième trimestre de 2008.

Pays émergents et en développement

Malgré un recul de la croissance des exportations, les pays émergents et en développement — Chine et Inde en tête — restent pour l'instant sur la voie d'une expansion vigoureuse. Ces pays bénéficient de la grande vitalité de leur demande intérieure, de politiques macroéconomiques plus disciplinées et, dans le cas des exportateurs de matières premières, de la montée des cours des produits énergétiques et alimentaires.

Dans les pays émergents et en développement, la croissance devrait également fléchir, en passant de 7,8 % (base annuelle) en 2007 à 6,9 % en 2008. En Chine, elle

Le *Bulletin du FMI* sur votre portable!

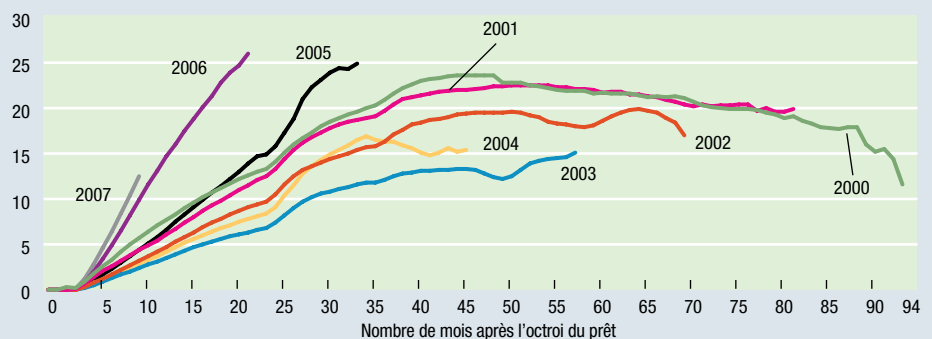


Souhaitez-vous consulter régulièrement les informations du FMI? Rendez-vous sur le site www.imf.org/imfsurvey pour vous abonner à notre fil RSS.

Prêts subprime en souffrance depuis 60 jours ou plus

Les défauts sur les prêts à risque augmentent beaucoup plus vite que les années précédentes.

(en % de l'encours initial)



Source : FMI.

devrait passer de 11,4 à 10 % et ainsi contribuer à dissiper les craintes de surchauffe. En revanche, la croissance de l'Afrique devrait passer de 6 % en 2007 à 7 % cette année.

Inflation et taux d'intérêt

L'inflation globale est en hausse depuis le milieu de 2007 dans les pays avancés et dans les pays émergents. L'inflation de base a également entamé une trajectoire ascendante. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a diminué les taux d'intérêt face aux risques grandissants de ralentissement de l'activité, alors que le *statu quo* prévaut dans la zone euro et au Japon. Par ailleurs, les banques centrales ont continué de resserrer la politique monétaire dans de nombreux pays émergents, où les produits alimentaires et énergétiques représentent une part plus grande de la consommation et où les risques de surchauffe inquiètent davantage.

Perspectives des marchés financiers

Dans sa dernière édition de l'*Actualité des marchés financiers*, le FMI écrit que la détérioration de la conjoncture économique risque d'accentuer les pressions sur les grands établissements financiers qui ont déjà subi de lourdes pertes du fait des *subprimes*.

Dans l'éventualité d'un ralentissement plus prononcé de l'activité aux États-Unis ou ailleurs, lit-on dans le rapport, la crise risquerait de déborder du secteur *subprime*, sous l'effet d'une détérioration plus générale du crédit. De fait, les taux de défaillance sur les crédits hypothécaires octroyés en 2007 aux emprunteurs les plus solvables aux États-Unis augmentent plus vite que lors des années précédentes, même si les niveaux de départ étaient faibles. Les autres formes de crédit à la consommation donnent aussi des signes de détérioration (voir graphique).

Ralentissement mondial

La croissance s'affaiblit dans la plupart des pays avancés.

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	2006	Est. 2007	Proj. 2008	Est. 4T 2006 au 4T 2007	Proj. 4T 2007 au 4T 2008
Production mondiale	5,0	4,9	4,1	...	...
Pays avancés	3,0	2,6	1,8	2,6	1,5
Dont :					
États-Unis	2,9	2,2	1,5	2,6	0,8
Zone euro (15)	2,8	2,6	1,6	2,3	1,3
Japon	2,4	1,9	1,5	1,2	1,6
Autres pays avancés	3,7	3,8	2,8	3,9	2,9
Pays émergents et en développement	7,7	7,8	6,9	...	...
Afrique	5,8	6,0	7,0	...	...
Europe centrale et orientale	6,4	5,5	4,6	...	...
Communauté des États indépendants	8,1	8,2	7,0	...	...
Asie, pays en développement d'	9,6	9,6	8,6	...	...
Dont :					
Chine	11,1	11,4	10,0	11,2	9,4
Moyen-Orient	5,8	6,0	5,9	...	...
Hémisphère occidental	5,4	5,4	4,3	...	...

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008.

Note : On suppose que les taux de change effectifs réels restent constants aux niveaux observés entre le 4 déc. 2007 et le 2 janv. 2008.

En Europe occidentale, les prémices d'un ralentissement de la croissance du crédit commencent juste à s'esquisser. Il existe un risque de dégradation de la qualité du crédit, car les activités de prêt ont été très soutenues dans plusieurs pays, et certains marchés immobiliers nationaux sont jugés surévalués.

Le crédit a par ailleurs connu une forte expansion dans certains segments du secteur des entreprises au premier semestre 2007, avec la montée des acquisitions par emprunt (LBO). Les entreprises dont la no-

tation est faible constatent d'ores et déjà un renchérissement du crédit, bien que les rendements des obligations de premier ordre soient restés relativement stables. Enfin, le ralentissement des économies entraînera vraisemblablement un resserrement plus prononcé du crédit à mesure qu'augmentera le chômage et que la création d'emplois marquera le pas.

Les pays émergents ont jusqu'à présent bien résisté, mais ils vont être mis à l'épreuve. Si les valeurs boursières s'y sont mieux comportées que sur les marchés matures, certaines places ont accusé un net fléchissement depuis le début de l'année face à la probabilité d'un ralentissement plus marqué de l'économie américaine. «Les signes de contagion sont particulièrement manifestes dans la forte contraction des émissions obligataires privées, notamment dans certains pays émergents d'Europe où les banques dépendent fortement des financements extérieurs pour nourrir une croissance rapide du crédit intérieur», lit-on dans l'*Actualité des marchés financiers*. D'une manière générale, les flux de capitaux en direction des pays émergents sont restés positifs jusqu'à maintenant. ■

Projections en fonction de la parité de pouvoir d'achat

Les dernières prévisions du FMI reposent sur les nouvelles données de parités de pouvoir d'achat (PPA) publiées en décembre 2007 par le Programme de comparaison internationale (PCI). De ce fait, les estimations de croissance mondiale pour 2005-07 ont été revues à la baisse d'environ ½ point par an par rapport aux estimations de l'édition d'octobre 2007 des *Perspectives de l'économie mondiale*.

Le FMI utilise les taux de change PPA calculés par le PCI pour mesurer la taille relative des économies. Or, la révision à laquelle ce dernier vient de procéder se traduit par une réduction substantielle des taux de change PPA de certains grands pays émergents et un ajustement à la hausse des taux d'autres pays (exportateurs de pétrole notamment).

La méthode des taux de change à parité de pouvoir d'achat est une autre façon de calculer les taux de change entre pays et repose sur une comparaison des prix de biens et services similaires en vigueur dans ces pays. Le taux de change PPA est le taux auquel un montant donné de monnaie d'un pays devrait être converti pour acheter le montant d'une monnaie de référence (généralement le dollar des États-Unis) nécessaire pour acheter la même quantité de biens et de services.

Le FMI intensifie ses travaux sur les retombées des «subprimes»

(suite de la page 17)

En dépit de ces réactions, il est probable que la crise aura un impact durable et la plupart des prévisionnistes, y compris le FMI, ont abaissé leurs estimations de croissance pour cette année (on trouvera dans l'article de «une» consacré aux *Perspectives* les dernières estimations du FMI sur la croissance mondiale et une mise à jour de son appréciation des marchés financiers).

Le FMI publiera début avril, dans son prochain *Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR)*, un examen en profondeur actualisé de l'état des marchés financiers dans le monde, en partant des prescriptions contenues dans le *GFSR* d'octobre.

Priorité aux pays membres

Pour mieux comprendre les interactions complexes entre les marchés financiers, le FMI a renforcé ses travaux pour analyser les causes de la crise, ses retombées sur l'économie mondiale et les mesures éventuelles à prendre.

La priorité du FMI est d'aider les pays membres à s'attaquer à leurs vulnérabilités économiques et financières dans ce nouvel environnement très volatil, même si ces vulnérabilités ne sont pas directement liées à la crise du crédit immobilier.

Au niveau bilatéral, la préparation et la communication aux pays membres des évaluations et de leurs mises à jour dans le cadre du Programme d'évaluation du secteur financier (PESF), initiative conjointe FMI-Banque mondiale, qui étaient déjà en augmentation, ont été intensifiées après la crise, les autorités nationales prenant davantage conscience, parfois douloureusement, des liens critiques entre le secteur financier et la macroéconomie.

En outre, la composante «secteur financier» des consultations régulières annuelles avec les membres du FMI a aussi été renforcée et une place plus grande a été donnée à l'analyse des conséquences régionales.

De nouveaux outils analytiques

Le Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI a lui aussi accéléré l'élaboration d'outils pour la recherche des vulnérabilités et des risques de contagion, et pour

évaluer la capacité de résistance du système financier aux niveaux national et mondial.

Une nouvelle génération de tests de résistance et de modélisation des risques macrofinanciers s'élabore peu à peu. Elle vise à capter les interactions très complexes entre la macroéconomie et les marchés financiers, les effets de second tour des chocs, les risques de liquidité et l'effet éventuel des «événements extrêmes», les éléments mêmes qui sont au cœur de la récente crise. L'article sur les modèles quantitatifs d'évaluation des risques décrit les diverses orientations de ces travaux (voir page 26).

Il s'agit surtout de créer des outils pratiques et conviviaux qui peuvent être utilisés facilement par les équipes du FMI et les autorités nationales pour mesurer et suivre les risques (voir page 21).

Cinq grands domaines d'investigation

En plus de ces activités, le Comité monétaire et financier international, organe consultatif du FMI, a demandé à celui-ci d'enquêter sur les conséquences de la crise du crédit immobilier à risque. Le Département des marchés monétaires et de capitaux a donc créé cinq groupes de travail, dont chacun se concentre sur un domaine lié à la récente crise :

- pratiques de gestion du risque relatives aux produits financiers complexes, notamment dans les plus grandes institutions financières;
- traitement des produits complexes par les agences de notation et ses effets sur le comportement des investisseurs;
- principes de base de la surveillance prudentielle pour les entités financières réglementées;
- évaluation et comptabilisation des instruments hors bilan;
- gestion de la liquidité.

Dans ces domaines, le FMI travaille en collaboration étroite avec les autorités nationales, les organismes de contrôle, les institutions chargées d'élaborer les normes internationales, le Forum pour la stabilité financière et le secteur privé, entre autres. L'analyse du FMI s'intégrera aux travaux menés actuellement par plusieurs organismes internationaux et nationaux pour

identifier le déficit d'information et élaborer des recommandations, notamment sur les pratiques de gestion du risque, les modèles d'évaluation, la réglementation financière et les pratiques de contrôle. Les tâches des cinq groupes de travail sont les suivantes :

Gestion du risque. Le groupe de travail évaluera les pratiques de gestion du risque sous l'angle des acheteurs (fonds de pension, compagnies d'assurance, gestionnaires d'actifs et de trésorerie et fonds spéculatifs) et sous celui des vendeurs (banques d'investissement et banques commerciales). Il se centrera dans l'immédiat sur les points suivants : les pratiques de gestion du risque dans les plus grandes institutions financières mondiales et les exemples de pratiques optimales qui présentent un intérêt pour les responsables de la politique économique; les influences structurelles sur les pratiques de gestion du risque, comme les lignes directrices en matière de réglementation, de fonds propres et de comptabilité; les leçons tirées des récentes turbulences par les gestionnaires de risque; enfin les nouveaux outils de gestion du risque qui pourraient s'avérer nécessaires sur l'ensemble du marché pour s'attaquer aux problèmes actuels et relever de nouveaux défis éventuels.

Rôle des agences de notation du crédit. Existe-t-il un conflit d'intérêts pour les agences de notation qui sont payées pour coter des produits structurés complexes, et pourtant se concertent souvent avec les émetteurs sur les structures spécifiques qu'il faut élaborer pour obtenir la note voulue? Le groupe de travail examine si cet éventuel conflit d'intérêts a pu contribuer à l'attribution de notes excessivement élevées aux produits structurés, en particulier ceux qui sont liés aux hypothèques à risque.

Ce groupe examine aussi les avantages des échelles de notation différenciées qui mettent en évidence les risques composites et les diverses caractéristiques de risque spéculatif qui sont inhérentes à beaucoup de produits structurés et que l'on ne trouve pas dans les titres de créance classiques.

Principes de base de la surveillance prudentielle. Un troisième groupe travaille avec d'autres organismes internationaux pour

élaborer des principes et des conseils opérationnels afin de mieux aligner les structures de contrôle sur les objectifs de stabilité financière, y compris par des dispositifs d'action coordonnés entre les organismes responsables de la fourniture de liquidités, de la surveillance prudentielle et de la résolution des problèmes bancaires. Entre autres sujets, ce groupe se concentre sur les normes de fonds propres, les normes de garantie de placement et de divulgation, et les systèmes d'assurance des dépôts.

Évaluation et comptabilisation. Les processus actuels de comptabilisation et d'évaluation des produits complexes et peu négociés sont-ils déstabilisants? Quand la liquidité du marché a diminué au milieu de 2007 en raison des préoccupations suscitées par l'exposition des produits structurés

aux titres liés à des hypothèques à risque aux États-Unis, il est devenu de plus en plus difficile aux intervenants d'évaluer ces instruments. En effet beaucoup utilisaient des modèles de détermination des prix liés à des structures historiques qui n'étaient plus valables, ce qui a provoqué une panne des modèles. Ce groupe de travail examine les questions relatives à l'évaluation et à la comptabilisation des produits structurés, notamment la façon dont les grandes institutions financières ont traité ces questions.

Gestion de la liquidité. Les récentes turbulences des marchés ont posé d'importants problèmes à plusieurs banques centrales de pays avancés, notamment la BCE, la Réserve fédérale des États-Unis et la Banque d'Angleterre. Elles ont mis en lumière des lacunes dans la capacité des banques centrales à réa-

gir efficacement et à fournir les liquidités nécessaires face à une grave perte de confiance sur les marchés des actifs et chez les intervenants. Ce groupe de travail examine comment les grandes banques centrales ont remédié à ces lacunes et se demande si elles doivent en tirer de nouvelles leçons.

Comme l'explique l'article sur la réaction des banques centrales aux turbulences récentes, plusieurs facteurs ont influencé l'efficacité de leurs réactions à la crise de liquidité, en particulier la gamme des garanties qu'elles étaient prêtes à accepter, la capacité à interagir directement avec un grand nombre de contreparties et le niveau de rémunération des réserves. Faut-il le dire, cette expérience a aussi mis en évidence la nécessité d'une coordination plus étroite de leurs activités en période de tempête. ■

Dette publique : le FMI conçoit de nouveaux outils de mesure des risques

Il est nécessaire de mieux apprécier les risques liés à la gestion de la dette publique obligataire. Le FMI a donc récemment mis au point, à l'usage des autorités nationales et de ses propres économistes, des moyens pratiques de les mesurer.

Le nouveau cadre de mesure des risques permet d'analyser la qualité de la gestion de la dette publique nationale tout en proposant une méthode pour définir une stratégie viable en la matière et vérifier la cohérence de la politique macroéconomique.

L'élaboration d'une stratégie avisée dans le domaine de la dette, parallèlement à la mise en œuvre de politiques monétaires et budgétaires solides, peut contribuer à protéger les pays contre les remous financiers et les fluctuations soudaines des marchés.

Le gestionnaire de la dette publique doit prendre plusieurs facteurs en considération pour faire son travail efficacement : l'importance des risques de marché, de crédit et de liquidité; le niveau, l'échéance et la composition de la dette; l'accès à l'information sur le portefeuille de créances; le coût potentiel de la stratégie de gestion de la dette; la coordination de cette gestion avec les objectifs budgétaires et monétaires.

En prenant ces facteurs en compte, le gestionnaire est mieux à même de saisir les répercussions de l'évolution de la situation financière et économique sur la dette de son pays et de prendre rapidement des mesures correctives.

La mesure des risques relatifs à la dette publique est donc, en matière de gestion de la dette, une première étape cruciale, qui a le grand avantage d'atténuer les facteurs de vulnérabilités, notamment vis-à-vis des chocs financiers internationaux. Les petits pays et les pays émergents sont plus vulnérables que les autres, car leur économie est moins diversifiée, leur épargne financière intérieure repose sur une base plus étroite et leurs systèmes financiers sont moins développés. Ces pays, en outre, sont plus exposés à la contagion financière.

Les nouveaux modèles de mesure des risques fournissent un cadre opérationnel (en format Excel) pour évaluer les risques des

emprunts publics et les intégrer à la gestion de la dette. Ce cadre permet aussi de bien comprendre le degré de risque de la dette publique d'un pays donné comparativement à celle d'autres nations ayant un niveau de développement similaire. Il donne des indications sur la notation de crédit de ce pays, sa faculté d'accéder aux marchés de capitaux internationaux et les possibilités de placement de sa dette auprès d'investisseurs étrangers.

Avec ces modèles, on peut calculer un certain nombre de mesures, certaines classiques, d'autres nouvelles. Parmi elles figurent des indicateurs qui appréhendent les risques de taux d'intérêt et de change (duration, convexité et valeur à risque ou VaR), le risque de crédit (analyse à partir des créances conditionnelles) et le risque de liquidité résultant d'une insuffisance éventuelle de négociabilité des titres de la dette publique.

Les modèles estiment aussi une mesure du coût potentiel d'une stratégie donnée de gestion de la dette (coût à risque). Ces mesures sont estimées pour des titres de dette considérés individuellement et pour des ensembles (ou portefeuilles). Elles constituent un moyen d'apprécier la vulnérabilité de la dette d'un pays, de porter un jugement sur sa gestion et de concevoir une stratégie qui minimise la charge du service de cette dette.

À l'avenir, les modèles seront perfectionnés pour intégrer les emprunts (particulièrement utiles pour discerner les faiblesses de la dette des pays à bas revenu) et d'autres méthodes pour aider à gérer la dette obligataire, face à la recherche d'un risque particulier, telles que l'utilisation des frontières d'efficience. ■

*Carlos Medeiros, Michael Papaioannou et Marcos Souto
Département des marchés monétaires
et de capitaux du FMI*

Pour savoir comment obtenir une copie des modèles de mesure des risques, veuillez contacter Marcos Souto (202-623-8283, msouto@imf.org) ou Michael Papaioannou (202-623-7799, mpapaioannou@imf.org).

Le FMI analyse la réaction des banques centrales

Le FMI analyse les mesures prises par les grandes banques centrales pour faire face aux turbulences des marchés financiers déclenchées par la crise du crédit immobilier à risque (*subprime*), afin d'en tirer des leçons pour améliorer le cadre de gestion des liquidités.

Après avoir consulté les dirigeants de banques centrales et les intervenants du marché d'Europe, d'Asie et d'Amérique du Nord, le FMI estime que l'analyse des méthodes suivies par la Banque centrale européenne (BCE), la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) et la Banque d'Angleterre révèle des enseignements pouvant être utiles à toutes les banques centrales.

Un défi pour les banques centrales

La crise financière, qui a éclaté en août 2007, a présenté un défi majeur à plusieurs banques centrales de pays avancés, surtout la BCE, la Fed et la Banque d'Angleterre.

En temps normal, le rôle des banques centrales consiste à fournir aux marchés financiers des liquidités suffisantes à des taux proches des taux directeurs, étant entendu :

- que leurs contreparties (banques commerciales et maisons de titres traitant directement avec la banque centrale dans le cadre des opérations d'open-market) distribueront ces liquidités aux intervenants du marché en cas de nécessité;
- qu'il existe une relation suffisamment stable entre, d'une part, le taux interbancaire à très court terme ciblé par la banque centrale, d'autre part les taux à plus long terme du marché monétaire qui influent sur la demande dans l'économie.

La crise des *subprimes*, qui a pris naissance aux États-Unis, a perturbé le fonctionnement du marché au point de bouleverser les relations stables qui prévalaient naguère sur les marchés monétaires de gros aux États-Unis et en Europe. La courbe des rendements est devenue plus raide et plus instable. L'écart s'est creusé entre les taux garantis et non garantis. Aux États-Unis, l'impact de la crise des *subprimes* a incité la Fed à réorienter sa politique monétaire : la banque a réduit son taux cible à plusieurs reprises pour le ramener de 5,25 % juste

avant la crise à 3 % vers la fin janvier, afin de compenser l'affaiblissement de l'économie et le resserrement du crédit.

Besoin de liquidités

D'ordinaire, les banques centrales mettent à la disposition des banques commerciales une facilité permanente de crédit pour les prêts à un jour, mais le taux d'intérêt est nettement supérieur au taux directeur afin de décourager l'abus de cette facilité.

Dans les jours qui ont suivi l'éclatement de la crise, la demande de liquidités s'est accentuée. La BCE et la Fed ont alors accru leurs opérations d'open-market afin d'éviter une flambée des taux à court terme. La Banque d'Angleterre a préféré laisser son mécanisme de crédit permanent absorber le choc, moyennant une hausse des taux à un jour. Le graphique 1 illustre la variation des taux du marché selon les cadres opérationnels et les mesures prises par les banques centrales.

Au fil du temps, il est apparu que, loin de vouloir accroître leur solde à la banque centrale, les banques commerciales voulaient des actifs plus liquides et des engagements à plus long terme (le financement à terme ayant disparu sur le marché). La courbe des rendements est devenue plus raide et plus volatile, d'où la difficulté de déterminer

l'impact des taux directeurs des banques centrales sur l'économie (graphique 2).

Analyse du FMI

Répondant à une requête de son organe directeur (le Comité monétaire et financier international), le FMI a créé un groupe de travail pour analyser la réaction des banques centrales à la crise. Ce groupe, organisé par le Département des marchés monétaires et de capitaux, étudie l'évolution de la situation dans le contexte des marchés financiers de chaque pays pour en tirer des enseignements utiles à tous les membres du FMI.

Les différences de réaction des banques centrales ont été particulièrement marquées dans trois domaines : le nombre de contreparties directes de la banque centrale, l'octroi de prêts à plus long terme et l'acceptation d'une gamme de garanties élargie.

Réaction opérationnelle des banques centrales

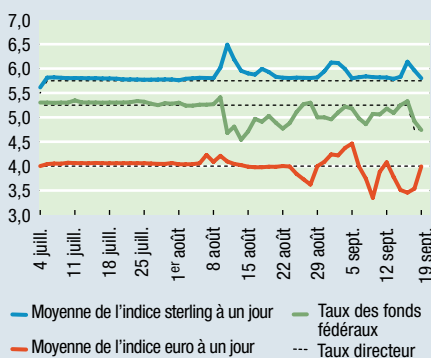
Normalement, la Fed travaille directement avec une vingtaine de spécialistes en valeurs du Trésor, qui distribuent sur le marché les liquidités qu'elle leur fournit, tandis que 7.500 banques environ ont accès au guichet du réescompte. La BCE collabore avec environ 300 banques, encore que 1.700 sont en mesure de participer

Graphique 1

Voies divergentes

Les banques centrales des États-Unis, du Royaume-Uni et de la zone euro ont réagi de façon différente au début de la crise.

(taux directeurs et taux effectifs au jour le jour, en pourcentage)



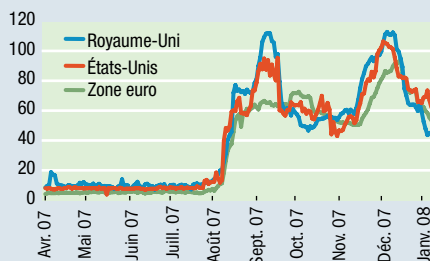
Source : FMI.

Graphique 2

Écarts grandissants

Avant la crise, l'écart entre les taux à terme et les taux projetés à un jour était faible (l'«écart OIS»), car l'arbitrage était facile. Depuis, il s'est agrandi, les préoccupations relatives aux liquidités ayant été intégrées dans les taux.

(écarts taux Libor à 3 mois/taux swap à un jour, en points de base)¹



Source : FMI.

¹LIBOR : taux de l'eumarché interbancaire de Londres.



La Banque d'Angleterre a laissé son mécanisme de crédit permanent absorber le choc de la hausse de la demande de liquidités.

à ses opérations régulières et 700 autres ont accès à des facilités permanentes. La Banque d'Angleterre opère sur un marché plus étroit avec quelque 40 contreparties normales pour ses opérations d'open-market, environ 20 autres pouvant accéder à des facilités permanentes. Après l'effondrement des relations sur le marché monétaire, la capacité des banques centrales à travailler avec un large groupe de contreparties s'est avérée importante.

Pour étayer la liquidité du marché, les banques centrales concernées n'ont pas fourni directement des actifs liquides, mais ont libéré des garanties pour les transactions interbancaires en acceptant elles-mêmes des cautions moins liquides. Pour la BCE, où la définition des garanties admissibles était déjà étendue, cela a été automatique : les banques ont accru le montant des garanties non échangeables mises en gage.

La Fed et la Banque d'Angleterre, en revanche, ont dû ajuster leurs instruments afin d'accepter une plus vaste gamme de garanties au taux du marché : en septembre, la Fed a réduit l'écart entre le taux d'escompte et son taux cible, puis a établi, en décembre, une «facilité d'adjudication à terme» (*Term Auction Facility* — TAF) pour fournir 40 milliards de dollars de fonds à un mois (14 milliards de dollars supplémentaires ont été mis à la disposition des banques européennes par le biais d'une facilité de crédit croisé convenue avec la BCE et la Banque nationale suisse). La Banque d'Angleterre a accepté un plus grand éventail de garanties dans le cadre de son opération de financement à trois mois.

Injection massive de liquidités

Le crédit à plus long terme a été assuré de diverses manières. La BCE et la Banque d'Angleterre avaient des opérations d'open-market à trois mois et plus, rémunérées aux taux du marché. La BCE a doublé le montant de son opération à trois mois, en la portant de 150 milliards d'euros en juillet 2007 à environ 300 milliards en janvier 2008; elle a compensé cette mesure en réduisant de moitié ses prêts d'open-market à court terme (sept jours) qui s'élevaient à environ 300 milliards d'euros.

La tâche de la Banque d'Angleterre était plus difficile : ayant fourni des liquidités considérables à Northern Rock (un prêteur hypothécaire jugé solvable, mais illiquide, car il s'est avéré trop tributaire des ressources du marché de gros), elle a dû réduire ses prêts d'open-market pour compenser.

Les crédits accordés par le biais d'opérations d'open-market à sept jours sont passés de plus de 30 milliards de livres sterling au premier semestre 2007 à moins de 5 milliards début 2008. Il a fallu accroître de 6 milliards de livres les réserves obligatoires des banques commerciales pour augmenter le crédit d'open-market à trois mois mis sur le marché en janvier. La Fed elle aussi a dû ajuster la structure de ses actifs : en rachetant à l'échéance une partie de ses avoirs en titres de l'État américain, elle a absorbé des liquidités afin de créer l'espace nécessaire pour établir la TAF, une opération d'open-market à un mois portant sur un volume initial de 40 milliards de dollars.

Le guichet de réescompte

Par ailleurs, la Fed et la Banque d'Angleterre ont dû régler des problèmes de garanties (la vaste gamme de garanties de la BCE est admissible tant pour les opérations d'open-market que pour les facilités permanentes). Aux États-Unis, le crédit accordé par le biais du guichet de réescompte repose sur une définition beaucoup plus large des garanties admissibles que celui octroyé à travers les opérations d'open-market, et des institutions beaucoup plus nombreuses y ont un accès direct, mais la mauvaise image du guichet réduit son efficacité. La TAF a comblé l'écart en accordant des financements d'open-market avec des garanties et contreparties de guichet de réescompte (93 établissements ont soumissionné à la première TAF et 73 à la seconde).

Au Royaume-Uni, les offres de financement d'open-market à un mois assorties d'une marge supérieure au taux de la facilité permanente (en septembre et octobre) ont été infructueuses. Toutefois, l'élargissement de la gamme de garanties admissibles pour les opérations d'open-market à trois mois offertes en décembre a suscité quelques réactions.

Approfondir l'analyse

La nature des tensions du marché et les démarches adoptées par les trois grandes banques centrales suscitent des questions dont le groupe de travail approfondira l'examen.

- La possibilité de travailler directement avec un grand nombre de contreparties est utile en période de tension.
- La pratique des réserves moyennes permet de faire preuve de souplesse face aux chocs du marché, mais les banques hésitent à constituer de grosses réserves lorsqu'elles ne sont pas rémunérées.
- L'acceptation d'une vaste gamme de garanties peut faciliter les opérations de prêt de la banque centrale en période de tension. Il importe toutefois de revoir périodiquement la politique de détermination du prix des garanties afin de s'assurer qu'elle encourage les banques à détenir et utiliser des garanties liquides et de bonne qualité.
- La souplesse de la structure des actifs joue un rôle important dans la capacité de la banque centrale à gérer les conditions de liquidité. ■

*Simon Gray et Peter Stella
Département des marchés monétaires
et de capitaux du FMI*

La crise du marché rend la valorisation essentielle

Après l'effondrement du marché américain du crédit immobilier à risque (*subprime*) à la mi-2007, les craintes des marchés à propos de l'exposition des titres structurés à cette catégorie de crédits ont entraîné un resserrement très marqué de la liquidité.

La baisse du volume des transactions a forcé de nombreux intervenants à recourir à des modèles d'évaluation des prix, qui s'appuient sur des données rétrospectives. Or, les performances récentes de certains prêts *subprime* ont été bien plus mauvaises que ce qu'auraient laissé penser ces données. Les modèles de valorisation se sont donc révélés inopérants.

Comment s'effectue la valorisation?

Les acteurs du marché emploient habituellement trois types de techniques de valorisation : comptabilisation aux prix du marché, calcul par référence à une matrice et évaluation par référence à un modèle. La comptabilisation aux prix du marché se réfère aux prix cotés d'actifs identiques et fréquemment négociés. L'évaluation par référence à une matrice s'applique à des actifs pour lesquels il y a moins de transactions, comme les titres émis sur les marchés émergents, les obligations des collectivités locales et les titres adossés à des actifs (ABS). Elle consiste à estimer une marge de crédit entre l'actif et un instrument qui fait l'objet d'échanges plus intenses et dont on peut trouver facilement le prix.

La troisième méthode d'évaluation des prix est la technique de référence à un modèle, que les participants au marché sont souvent contraints d'utiliser pour les actifs les moins liquides, tels que l'immobilier, le capital-investissement et les titres structurés complexes dont font partie certaines tranches d'obligations structurées adossées à des emprunts (CDO). Avec cette méthode, on calcule les prix par inférence statistique.

Pourquoi y a-t-il un problème de valorisation?

La valorisation a commencé à poser problème quand certains types de titres structurés sont devenus relativement illiquides à la suite de la crise des *subprimes*. Faute de cotations sur le marché, les opérateurs ont dû s'appuyer davantage sur l'évaluation par des modèles que sur les techniques de référence à une matrice.

Certaines catégories de titres structurés étaient intrinsèquement illiquides dès leur émission. Il s'agissait notamment de la plupart des CDO : chaque tranche de créance avait un niveau différent d'amélioration du crédit (*credit enhancement*), tandis que la composition (et la qualité) de la garantie sous-jacente différait d'une opération à l'autre. L'encours total du marché des CDO adossés à des actifs ne dépasse pas 400 milliards de dollars EU, alors que celui du marché des *subprimes* s'élève à environ 1.000 milliards.

L'illiquidité des titres structurés complexes a été aggravée par le manque de transparence de l'exposition aux prêts hypothécaires sous-jacents de qualité inférieure et par l'incertitude entourant les notations financières. Les dérivations multiples des titres procurant des flux de trésorerie, qui les font passer successivement des prêts hypothécaires à diverses tranches d'ABS, puis de CDO, sont



Les organismes de contrôle ont dû revoir leurs hypothèses sur la rapidité avec laquelle les retards de paiement sur les prêts hypothécaires entraînent des saisies immobilières.

Zuma Press

complexes. Pour beaucoup d'investisseurs, il était trop difficile et trop long de modéliser eux-mêmes ces titres. C'est pourquoi certains d'entre eux ont recouru de plus en plus aux notations financières pour mesurer le risque de défaillance, en les comparant à tort à celles décernées aux obligations ordinaires émises par les sociétés, qui n'ont pas la même sensibilité à la situation du marché.

L'incertitude en matière de notation a résulté de la dégradation très marquée des titres liés aux crédits hypothécaires (ABS et CDO). En 2007, les agences de notation ont abaissé les titres structurés de trois à quatre crans en moyenne (un abaissement de quatre crans fait passer un titre de AAA à A+). Au cours du seul mois d'octobre 2007, il y a eu plus de 3.000 rétrogradations.

La détérioration inattendue des garanties afférentes aux prêts hypothécaires accordés récemment a obligé à modifier brusquement les modèles. Ainsi, les agences de notation ont dû revoir leurs hypothèses sur la rapidité du processus allant des incidents de paiement aux saisies immobilières, tout en révisant en baisse les recouvrements de fonds attendus, parallèlement au recul des prix de l'immobilier aux États-Unis. Elles ont également dû réviser les hypothèses des modèles sur la corrélation entre les actifs servant de garanties aux titres structurés. Ces hypothèses influent sur la performance anticipée des titres. Plus la corrélation des actifs sous-jacents est censée être élevée, plus il est probable qu'une perte apparaisse dans les tranches de rang senior. En revanche, si l'on suppose que la corrélation est relativement faible, l'incidence se limite probablement à la tranche *equity*. Par ailleurs, l'incertitude à l'égard des notations augmente de façon exponentielle quand il y a une progression linéaire du montant du portefeuille sous-jacent d'actifs (graphique 1).

Les effets de la corrélation sur la tranche *equity* des CDO ne relevant pas nécessairement de l'intuition, la comparaison avec un bateau traversant un détroit miné peut aider à les comprendre. Si les mines sont concentrées à un endroit (corrélation élevée), le navire a plus de chances de les éviter (c'est-à-dire de ne pas subir de pertes) que si elles sont disséminées (corrélation faible). Dans

le cas d'une corrélation élevée, si le bateau touche une mine, il touchera aussi les autres, d'où une perte importante comparativement au cas d'une corrélation faible où il est susceptible de ne heurter qu'une mine.

La révision des notations à la baisse complique encore les évaluations. Elles sont assimilées à des incidents de crédit, qui ont détourné des fonds des tranches de CDO de rang junior au profit des tranches de rang senior. En outre, les contraintes réglementaires ont obligé de nombreux investisseurs (compagnies d'assurances et fonds de pension, par exemple) à vendre à des prix bradés.

Les valorisations sont-elles réalistes?

Il arrive que des opérateurs cherchent à effectuer des transactions à des prix artificiels. Selon certaines informations, des détenteurs de produits structurés évalueraient leur portefeuille sur la base de cotations bilatérales qui leur seraient favorables. D'autres ont créé des instruments hors bilan qui leur permettent de procéder à des transactions avec eux-mêmes. Les prix payés pour ces actifs en péril sont sans doute plus élevés que les prix de bradage que l'on obtiendrait avec des cessions sur le marché. On peut à bon droit rapprocher ces structures hors bilan du dispositif qu'a utilisé le Japon pour résoudre le problème des créances douteuses des banques.

Les initiatives prises récemment pour réintégrer ces instruments dans les bilans ne s'effectuant pas véritablement aux «prix de transfert», la constitution de provisions correspondantes (au titre de la recapitalisation) ne donne peut-être pas une idée exacte des pertes éventuelles. Le marché de ces structures est similaire à un monopsonne (dominé par quelques acquéreurs de produits *subprime*). Les institutions financières ont donc intérêt à assumer explicitement ce passif et à ne pas compromettre leurs relations avec les acquéreurs en question.

Les fonds propres injectés au moment de la consolidation des structures hors bilan peuvent donner l'impression de combler la perte en capital. Toutefois, certaines recherches, reposant sur des hypothèses prudentes, laissent penser que les pertes risquent d'être supérieures et que des apports de fonds propres sont probables.

Que fait-on pour améliorer la situation?

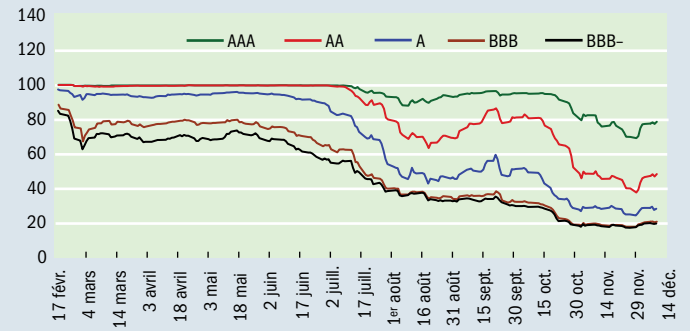
Les banques centrales des pays les plus évolués ont procédé à des injections de liquidités qui ont étoffé temporairement les transac-

Graphique 2

Au-dessous de la parité

Même les titres les mieux notés ont perdu de la valeur, mais la plupart des banques américaines n'ont pas encore comptabilisé leurs actifs à de véritables prix de transaction.

(en pourcentage de la parité)



Source : JP Morgan.

tions sur certains titres structurés. Leurs interventions ont contribué à la stabilisation des marchés de certains produits structurés, tels que les billets de trésorerie adossés à des actifs, dont l'encours diminuerait au rythme de 50 milliards de dollars EU par semaine à la fin d'août et au début de septembre. Les organismes non bancaires ne bénéficient pas de ces apports de liquidités, mais la réglementation leur donne plus de marge de manœuvre pour fixer le prix auquel ils inscrivent ces actifs dans leur bilan.

Comment peut-on résoudre les problèmes de valorisation?

À court terme, il faudrait que les acteurs du marché cherchent à négocier, à intervalles réguliers, une partie des titres structurés complexes qu'ils détiennent, pour obtenir de véritables cotations de marché. Certains ont fait place nette, comme les quelques fonds spéculatifs américains qui ont passé en pertes et profits tout le papier de rang junior émis par leurs instruments contenant des produits structurés.

Aux États-Unis, néanmoins, la plupart des banques n'ont pas encore comptabilisé leurs actifs à de véritables prix de transaction ou selon les indices de substitution ABX (graphique 2). Les fonds voutours ou les fonds spécialisés dans le rachat de créances décotées prévoient de fortes baisses des prix en janvier et en février, après la période de versement des primes. Certes, beaucoup d'opérateurs supposent que le relèvement des taux hypothécaires prendra fin en 2008, mais 18 mois s'écouleront à compter de la fin de 2008 (ou du milieu de 2010), période où ces relèvements se traduiront par des défauts de remboursement qui auront des répercussions sur les flux encaissés par les créanciers.

Dans d'autres pays, la nouvelle valorisation, et donc les pertes, pourraient apparaître plus tardivement. Au Japon, par exemple, de nombreuses institutions financières ne sont pas tenues de comptabiliser tous leurs actifs aux cours du marché, puisqu'elles les conservent jusqu'à l'échéance. À plus long terme, les autorités publiques devraient encourager les investisseurs à moins se référer aux notations financières pour apprécier le risque des titres structurés. Sur le plan structurel, il conviendrait qu'elles prennent des mesures pour inciter les professionnels à opérer sur les marchés organisés plutôt que de gré à gré. ■

Manmohan Singh et Mustafa Saiyid

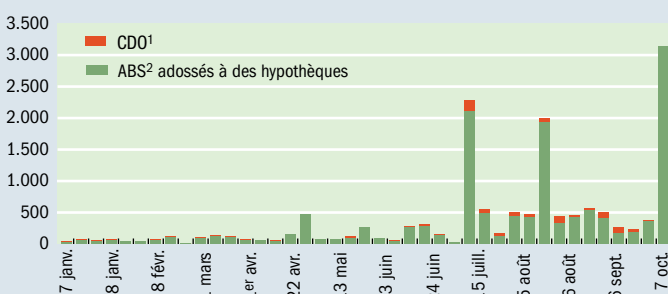
Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI

Graphique 1

Rétrogradations

L'incertitude entourant les notations s'accroît fortement quand le montant du portefeuille sous-jacent d'actifs augmente.

(nombre de rétrogradations en 2007)



Source : Bloomberg.

¹Obligations structurées adossées à des emprunts.

²Titres adossés à des actifs.

Nouveaux instruments pour déceler les points faibles du système

À la suite de la crise des *subprimes*, le FMI met au point de nouvelles applications pour les tests de résistance et d'autres modèles quantitatifs d'évaluation des risques. L'objectif est de détecter les points vulnérables du système financier des pays membres.

La récente crise des marchés de crédit rappelle que la mondialisation financière n'a pas seulement des avantages : elle crée aussi de nouveaux risques et problèmes pour les responsables de la politique économique. Elle lie les économies nationales dans un vaste réseau d'interconnexion de bilans et de situations hors bilan, qui peut contribuer à la transmission éventuelle d'instabilité financière entre les pays ou entre les marchés régionaux et mondiaux.

Dans le cadre de ce vaste programme de recherche, le Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI met actuellement au point une série d'outils analytiques, qui permettront de mieux appréhender les liens complexes entre l'économie mondiale et les marchés financiers modernes. Ils contribueront ainsi à affiner et à renforcer la surveillance des systèmes financiers des pays membres.

Des modèles complexes pour une réalité complexe

Le FMI travaille activement dans les domaines suivants : approfondissement de l'analyse du risque de crédit; recherche plus poussée des effets secondaires des chocs, c'est-à-dire à la fois les interactions au sein du secteur financier et les rétroactions entre le secteur financier et la macroéconomie; et enrichissement des méthodes actuelles de modélisation du risque de liquidité.

• **Modélisation du risque de crédit.** Les travaux s'articulent autour de trois méthodologies principales, dont chacune peut être appliquée soit à un niveau agrégé (un ensemble de banques), soit banque par banque; les trois méthodes ont déjà été utilisées dans plusieurs pays pour les tests de résistance ou l'analyse par scénario.

Ainsi, l'une des applications modélise le *risque de crédit d'un portefeuille avec CreditRisk+*, un outil dont les institutions financières et les autorités de contrôle se servent déjà pour calculer la distribution des pertes d'un portefeuille de crédit. Cette application peut être utile dans le cadre de tests de résistance avec scénarios, quand elle est complétée par des modèles de probabilité de défaillance et de pertes en cas de défaillance.

Parmi les autres directions de recherche relativement nouvelles figurent les *tests macro de résistance avec contraintes de données*. Cette méthode permet de quantifier l'incidence de chocs macroéconomiques sur le capital économique des banques en présence de séries à court terme de probabilités de défaillance. Elle rend compte en même temps des changements de la corrélation entre actifs bancaires pendant la durée du cycle conjoncturel.

L'*analyse à partir des créances conditionnelles (CCA)* conjugue des techniques financières d'usage courant à des informations tirées des bilans et des marchés pour établir des bilans, ajustés en fonction du risque, qui donnent une meilleure idée du risque de crédit. Elle sert aussi à effectuer des analyses par scénario et peut être appliquée à un vaste éventail d'institutions financières qui émettent des titres sur des marchés d'une profondeur suffisante.



Siège de la Banque des règlements internationaux en Suisse : la BRI est un des organismes avec lesquels travaille le FMI.

Jean Quillieret/SIPA

• **Mesure des effets secondaires.** Les tests de résistance doivent aller au-delà des effets initiaux (l'incidence des chocs macroéconomiques sur les institutions financières) et intégrer les répercussions ultérieures de ces chocs. On peut y parvenir en mettant au point une mesure de la fragilité financière à l'échelle du système (un *indice de stabilité bancaire*) basée sur la probabilité de défaillance de l'ensemble des banques. Cette méthode peut aussi faire l'objet d'une application au niveau mondial en considérant les probabilités de défaillances conjointes (ou d'autres mesures de stabilité) d'institutions financières complexes d'importance essentielle.

Une autre méthode de modélisation de la contagion utilise la *théorie des valeurs extrêmes*, pour tenir compte de la possibilité que la transmission de chocs extrêmes dans le système financier diffère de celle de chocs limités. Une troisième possibilité consiste à concevoir un *cadre CCA* qui donne des indicateurs de risque et puisse être lié à d'autres modèles macroéconomiques d'un degré de complexité variable.

• **Modélisation du risque de liquidité.** Des travaux sont en cours pour améliorer les instruments et les méthodes qui permettent de soumettre à des tests de résistance l'exposition au risque de liquidité. Sur ce plan, les trois principales directions de recherche sont les suivantes : utiliser les méthodes existantes, pour distinguer le risque de liquidité de financement (en incluant des sources non traditionnelles, comme la titrisation) et les développer pour intégrer le risque de liquidité (des actifs) de marché (en incluant les effets des cessions à prix bradés et d'un «embouteillage» de transactions); appréhender le risque de concentration hors bilan, par exemple l'existence d'ouvertures de crédit excessives, d'un montant fixé ou non, en faveur d'une contrepartie unique; et élargir le cadre CCA en se servant d'informations tirées des prix des options sur actions pour comprendre les effets d'une augmentation de l'incertitude sur la valeur des actifs, l'illiquidité des marchés, l'éventualité de ventes à prix bradés et le risque de liquidité de financement. ■

Marina Moretti

Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI

Les investisseurs s'intéressent à l'Afrique subsaharienne

(suite de la page 17)

Selon les dernières prévisions du FMI, le taux de croissance de l'Afrique passera de 6 % l'an dernier à 7 % en 2008.

Le Ghana a ainsi réussi son entrée sur le marché international des capitaux en septembre 2007 en procédant à une émission obligataire de 750 millions de dollars EU. Cette émission a été plus de quatre fois sursouscrite, les offres dépassant 3,2 milliards de dollars. Malgré le regain de volatilité observé sur les marchés financiers internationaux, le Gabon a procédé pour sa part à une émission obligataire d'un milliard de dollars, en décembre, pour rembourser sa dette envers le Club de Paris, à des conditions semblables à celles de l'émission ghanéenne.

Ces offres d'obligations résultent de l'intérêt croissant que suscitent auprès des investisseurs l'Afrique en particulier et les pays émergents et en développement en général. La situation économique des pays d'ASS s'est nettement améliorée : pris dans leur ensemble, ils connaissent la plus forte poussée de croissance et l'inflation la plus faible depuis trente ans.

Les pays de la région ont considérablement amélioré leur politique économique. Ils ont bénéficié d'un allègement de dette substantiel au titre de l'initiative PPTE et de l'IADM, et le climat extérieur leur est favorable. C'est la raison pour laquelle les investisseurs à la recherche de meilleurs rendements, de diversification et d'investissements plus prometteurs se tournent de plus en plus souvent vers eux.

Avoirs détenus par les étrangers

Outre qu'ils lèvent des fonds sur les marchés de capitaux internationaux, plusieurs pays d'Afrique arrivés à maturité et en voie de stabilisation sont parvenus à placer des bons du Trésor libellés dans leur propre monnaie auprès d'investisseurs étrangers. Fin juin 2007, les étrangers détenaient environ 11 % des titres d'État ghanéens émis en monnaie nationale, pour un montant évalué à plus de 400 millions de dollars. La proportion de titres libellés en monnaie nationale et détenus par des étrangers avoisinerait 14 % dans le cas de la Zambie et serait substantielle en Tanzanie et en Ouganda.

Ce regain d'intérêt de la part des investisseurs internationaux crée d'importantes possibilités pour les pays d'ASS, mais les place aussi devant des défis redoutables. Les donateurs internationaux n'ayant toujours pas donné suite à la promesse faite à Gleneagles de doubler l'aide en faveur des pays à faible revenu pour les épauler dans la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement, les fonds des investisseurs privés mettent à la disposition immédiate des gouvernements de ces pays d'autres ressources pour financer leurs grands projets.



Gbektide Barnus/Panapress

La récente émission obligataire de 750 millions de dollars du Ghana a été sursouscrite grâce à l'amélioration de la situation économique.

Les pays bénéficiaires doivent gérer judicieusement ces nouvelles sources de financement pour ne pas tomber à nouveau dans le surendettement. Ils devront absolument veiller à ce que les nouveaux emprunts ne mettent pas en péril la viabilité de la dette, à laquelle ils viennent à peine de parvenir. Une gestion avisée de la dette extérieure et de la dette totale ainsi que des finances publiques sera donc indispensable pour garantir une bonne utilisation des fonds.

Viabilité de la dette

Les pays d'ASS devront mettre la viabilité de la dette au cœur de leur planification économique, en considérant la dette totale, car la frontière entre dette extérieure et dette intérieure est de plus en plus floue. Ils ont besoin de se doter de systèmes de gestion globale de la dette qui leur permettent

de choisir la solution de financement qui correspond le mieux aux objectifs de leur politique économique.

Il est crucial d'améliorer la gestion des finances publiques afin de garantir l'efficacité des dépenses financées par l'emprunt. Il faudra aussi accroître la participation des investisseurs nationaux au marché de la dette en monnaie locale afin de le mettre à l'abri de l'effet déstabilisateur des retraits ou des apports massifs de capitaux.

Dans tous ces domaines, le FMI est aux côtés des pays d'ASS. En collaboration avec la Banque mondiale, il aide les autorités nationales à se donner les moyens nécessaires à l'analyse de viabilité de la dette et à la bonne gestion des finances publiques. Le cadre d'analyse de soutenabilité de la dette, mis au point par le FMI et la Banque, peut aider ces pays à déceler rapidement les facteurs de vulnérabilité et à éviter le surendettement.

Financement du développement

Même si les prêts aux conditions du marché se multiplient, les financements concessionnels doivent rester, à terme, la principale source de financement du développement. En l'occurrence, le défi s'adresse aux bailleurs de fonds plutôt qu'aux pays bénéficiaires : les donateurs doivent non seulement accroître leurs concours, mais aussi les rendre plus prévisibles et les fournir en temps opportun.

Les pays d'ASS doivent aussi prendre en compte le rôle accru de pays créanciers émergents tels que la Chine. Ici, les principaux enjeux sont la transparence et l'intégration de ce rôle dans le cadre macroéconomique et le cadre de viabilité de la dette des pays concernés.

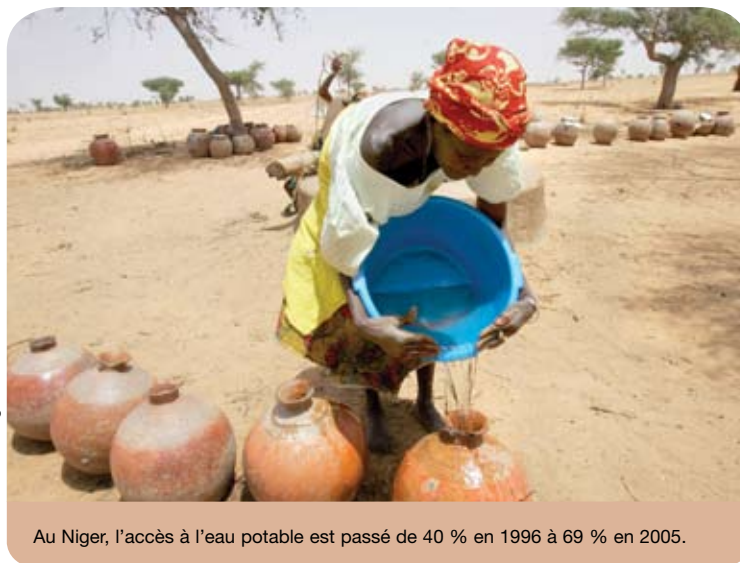
Toutefois, les concours d'origine privée (notamment sous forme d'investissements étrangers directs non générateurs de dette) seront essentiels au financement d'une croissance durable. Il est donc crucial de continuer à améliorer le climat des affaires afin d'encourager les investisseurs internationaux à accorder des fonds non seulement aux États mais aussi au privé. ■

John Wakeman-Linn et Pirooska Nagy
Département Afrique du FMI

Niger : l'allègement de dette donne des résultats

Les allègements de dette accordés par les créanciers multilatéraux et bilatéraux produisent des résultats en Afrique. Au Niger, pays enclavé de la partie occidentale du continent, la réduction du service de la dette, conjuguée à une aide budgétaire substantielle et à l'amélioration du recouvrement des recettes intérieures, a des effets positifs sur les dépenses consacrées à l'éducation, à la santé et au monde rural (graphique 1) — secteurs où les crédits budgétaires ont augmenté dans une proportion équivalant à 4 % du PIB entre 2002 et 2007. L'allègement a entraîné une diminution du service de la dette d'environ 2 % du PIB entre 2003 et 2006. L'encours de la dette extérieure est passé de 76 % du PIB à la fin de 2002 à 14 % à la fin de 2006, soit une réduction de 1,3 milliard de dollars EU.

Les concours budgétaires considérables dont a bénéficié le Niger — 3,5 % du PIB en moyenne durant les quatre dernières années — et l'accroissement des recettes intérieures dû à l'élargissement de la base d'imposition (les recettes budgétaires intérieures sont passées de 7,2 % du PIB en 1998–99 à 12,6 % en 2007), ont contribué aussi à accroître la marge de manœuvre budgétaire du pays. Les autorités s'en sont servies pour augmenter les dépenses prioritaires et réduire le substantiel encours d'arriérés intérieurs accumulés jusqu'à la fin de 1999.



Au Niger, l'accès à l'eau potable est passé de 40 % en 1996 à 69 % en 2005.

Amélioration des indicateurs sociaux

La hausse des dépenses rendue possible par l'allègement de dette a entraîné une amélioration des indicateurs sociaux, qui sont parmi les plus faibles d'Afrique :

- Le taux de mortalité infantile est tombé de 156 décès pour 1.000 naissances en 1997 à 81 pour 1.000 en 2006. Le taux de mortalité des enfants de moins de 5 ans reste néanmoins l'un des plus élevés d'Afrique.
- Le taux d'achèvement à l'école primaire est passé de 16 % en 1997 à 28 % en 2005. Le taux de scolarisation primaire est un des plus faibles d'Afrique.
- L'accès à l'eau potable est passé de 40 % en 1996 à 69 % en 2005.

Accélération de la croissance

La croissance a pris de la vitesse grâce au rétablissement de la stabilité politique et sociale en 1999 et à la forte volonté de réforme des autorités nigériennes (graphique 2). La progression annuelle moyenne du PIB réel, qui était inférieure à celle de la population dans les années 90, s'est accélérée durant la période 2000–06. Elle

a atteint 4 %, soit un taux de croissance par habitant d'environ 1 %. Après le ralentissement provoqué en 2004 par une grave sécheresse, le PIB a repris sa progression et devrait avoir atteint un taux de croissance moyen de près de 5½ % en 2005–07.

Le retour à la stabilité et la volonté de réforme des autorités ont encouragé l'aide extérieure et stimulé les investissements privés intérieurs et extérieurs. Le coefficient d'investissement global est passé de 9 % du PIB en moyenne — chiffre particulièrement faible — durant la période 1998–99 à 22 % en 2005–06, les investissements tant privés que publics ayant contribué à cette hausse. Les investissements privés ont été particulièrement soutenus dans la construction, les transports, les télécommunications et les industries extractives en raison de la nécessité

d'améliorer les infrastructures et l'apparition de nouveaux débouchés dans l'industrie minière, notamment dans le secteur de l'uranium grâce à la hausse des cours.

Finances publiques

Avec l'aide technique du FMI, de la Banque mondiale et d'autres donateurs, le Niger est parvenu à mieux gérer ses finances publiques. Plusieurs réformes ont été récemment mises en œuvre, dont la réorganisation du Ministère de l'économie et des finances, le renforcement des directions des impôts et

des douanes, et la simplification du code des impôts applicable aux petits contribuables.

L'élargissement de la base d'imposition et l'amélioration du recouvrement de l'impôt ont compensé la libéralisation des échanges commerciaux et l'abolition des droits de douane sur le commerce régional. Bien qu'il ait augmenté de 3,1 points entre 2000 et 2007, le ratio recettes fiscales/PIB du Niger est inférieur à la moyenne régionale. Il est similaire à celui du Burkina Faso (12,2 % du PIB), supérieur à celui du Tchad (10,1 % du PIB hors pétrole), mais inférieur à celui du Mali (15,1 % du PIB).

Afin d'améliorer la gestion de ses dépenses, le Niger a adopté une nouvelle nomenclature budgétaire pour recenser les dépenses de lutte contre la pauvreté et assurer leur suivi. Grâce à l'amélioration du suivi de l'exécution budgétaire, il lui a été possible de communiquer des informations en temps utile aux bailleurs de fonds. Un problème de gestion financière défectueuse étant survenu au Ministère de l'éducation, en 2006, les autorités ont renforcé les mécanismes de contrôle et de passation des marchés et créé une direction générale chargée du suivi des marchés publics.

Perspectives à moyen terme

Selon les projections du FMI, le taux de croissance annuel du PIB pourrait atteindre 5½ % d'ici à 2015, principalement sous l'effet de l'intensification de l'activité minière et des travaux de prospection. Les sociétés d'uranium présentes au Niger veulent au moins doubler leur production d'ici à 2013. Depuis 2006, par ailleurs, 110 nouveaux permis d'exploration ont été attribués aux sociétés minières, généralement dans le secteur de l'uranium, mais aussi pour la prospection d'autres minéraux et de pétrole.

L'accélération de la croissance dépendra toutefois avant tout de l'amélioration de la productivité agricole, de la diversification de l'élevage et de l'agriculture, et du développement des industries agricoles. Selon la stratégie de développement rural établie par le Niger pour 2007–15, qui a été intégrée à la stratégie d'accélération de la croissance et de réduction de la pauvreté pour 2008–12 récemment publiée, ces secteurs offrent de vastes possibilités de développement.

Affronter les problèmes

Pour autant, le Niger est confronté à un sérieux problème, à savoir sa vulnérabilité à la sécheresse, qui a ralenti la mise en œuvre de projets d'investissements dans le passé. Il peut tenter de surmonter cet obstacle de plusieurs façons :

- En procédant à une irrigation efficace, afin d'accroître la production de céréales et de légumes destinée aux marchés intérieur et extérieur. Environ 85.000 hectares de terres sont irrigués à l'heure actuelle, mais 270.000 hectares supplémentaires attendent de l'être.

- En utilisant davantage d'engrais et de matériel agricole moderne.

- En perfectionnant les techniques de conservation et de commercialisation, afin de stimuler les exportations de produits agricoles dans les pays voisins et au-delà. De même, une amélioration des systèmes de transformation permettrait d'accroître les exportations basées sur l'élevage.

- En améliorant l'infrastructure (production d'électricité, réseau routier, etc.) et en stimulant la participation du secteur privé afin de promouvoir une croissance durable de la production. Il convient donc de poursuivre les progrès accomplis récemment dans l'amélioration du climat des affaires en réduisant davantage le coût des activités économiques et en améliorant la formation de la main d'œuvre.

- Enfin, la poursuite de l'investissement et de la croissance dans le secteur minier nécessite le rétablissement de la sécurité dans la région minière du nord du pays, où les insurgés ont lancé des attaques en 2007.

Programme de réformes

Le Niger a accompli de gros progrès dans la réforme du secteur financier et la réduction du coût des activités économiques,

mais il doit poursuivre ses efforts dans ces domaines. Le système bancaire est solide : les créances improductives sont largement provisionnées, la rentabilité est bonne et les fonds propres sont adéquats. Toutefois, en dépit d'une forte augmentation du crédit à l'économie, l'intermédiation financière est encore trop peu développée et le ratio dépôts/PIB est l'un des plus faibles de la région.

D'importantes réformes ont été engagées en 2006–07 : restructuration de réseaux de microfinance en difficulté, mise en place d'un organisme de contrôle des activités de microfinance, privatisation du Crédit du Niger et restructuration de l'administration des postes pour séparer les services postaux des services financiers. À l'avenir, il conviendrait de renforcer les institutions de microfinancement, principal vecteur de crédit vers le secteur agricole.

Des progrès ont été accomplis dans la réduction du coût des activités économiques grâce à l'ouverture d'un guichet unique à l'usage des nouvelles entreprises, la simplification des procédures d'enregistrement de la sécurité sociale, le report des paiements au titre des licences d'exploitation des nouvelles sociétés et une réduction des droits d'enregistrement des contrats. D'autres mesures s'imposent toutefois : réduction du coût des licences d'exploitation, abaissement du niveau minimum de fonds propres pour les sociétés, et perfectionnement du système de remboursement de la TVA.

Défis permanents

Le Niger aura beaucoup de peine à atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement (OMD) d'ici à 2015. Selon les estimations contenues dans la nouvelle stratégie de réduction de la pauvreté pour 2008–12, la croissance du PIB réel devra atteindre 7 % en moyenne pour que la pauvreté puisse baisser de moitié d'ici à 2015 conformément aux OMD. Le Niger risque d'éprouver des difficultés à atteindre un taux de croissance aussi élevé, même si l'aide s'accroît fortement en passant d'environ 10 % du PIB en 2007 à environ 15 % — un niveau atteint dans d'autres pays africains.

Toutefois, une nette amélioration des indicateurs sociaux semble possible grâce à la hausse des recettes due au boom de l'uranium, à l'élargissement de la base d'imposition

et à l'appui des bailleurs de fonds au programme de réformes — sous réserve que les autorités redoublent d'efforts pour améliorer la prestation de services adéquats dans l'ensemble du pays.

Les recettes tirées du secteur de l'uranium, qui se montaient à 0,4 % du PIB en 2005, pourraient dépasser 1 % du PIB en 2008 et continuer de progresser les années suivantes. Grâce à l'élargissement de la base d'imposition, les recettes de l'État pourraient atteindre 14 % du PIB en 2010, ce qui permettrait d'accroître les dépenses sociales. ■

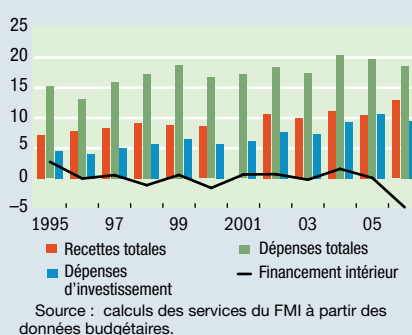
*Emilio Sacerdoti et Philippe Callier
Département Afrique du FMI*

Graphique 1

Espace budgétaire accru

La hausse des recettes et la réduction du service de la dette permettent de consacrer davantage de ressources aux dépenses prioritaires.

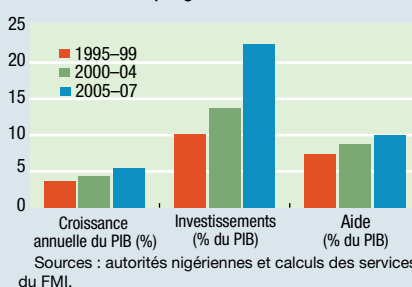
(en pourcentage du PIB)



Graphique 2

Résultats en hausse

La croissance du PIB, les investissements et l'aide sont en progression.



Amérique latine : la transparence au service de la croissance

Les perspectives d'une croissance économique plus forte et plus stable en Amérique latine dépendent d'une gestion budgétaire plus rigoureuse et d'une dépense publique de meilleure qualité.

Selon un récent document de travail du FMI, certains craignent que la région ne puisse maintenir une croissance forte et stable malgré la reprise énergique de la croissance qui a suivi la forte décélération de 1999–2002. L'essor est encore inférieur à celui des autres marchés émergents et pays en développement et les périodes d'expansion rapide sont généralement suivies de ralentissements brusques.

La priorité de la politique budgétaire de la région doit être de poursuivre la réduction de la dette, d'éviter des mesures procycliques, d'améliorer l'équité du système fiscal, de faire des investissements plus productifs et de créer un climat des affaires plus juste et plus transparent. La «transparence budgétaire» peut contribuer de manière cruciale à relever ces défis et à pallier les carences des pratiques de gestion qui ont été associées aux crises financières antérieures.

Pourquoi la transparence budgétaire?

La transparence budgétaire est une pratique qui permet à un gouvernement de communiquer au public des informations sur sa structure et ses fonctions, ses intentions en matière de politique budgétaire, les comptes du secteur public et les projections budgétaires. L'absence de transparence a entraîné une crise de confiance et une instabilité à l'échelle mondiale à la fin des années 90. En Amérique latine en particulier, le contrôle déficient des activités extrabudgétaires a fini par miner gravement les finances publiques.

La transparence permet d'évaluer clairement les résultats budgétaires antérieurs, la position actuelle des finances publiques, les risques budgétaires et l'orientation future de la politique budgétaire. En outre, l'identification et un meilleur suivi des risques budgétaires peuvent prévenir des surprises désa-

Le problème. L'Amérique latine reste vulnérable à des crises financières et au ralentissement de l'activité mondiale. La transparence et une meilleure gestion financière contribueront à une croissance économique stable et de qualité et permettront d'éviter une répétition des crises antérieures.

Les faits. Malgré une décennie de réformes structurelles, l'Amérique latine a connu une longue période de marasme économique entre 1999 et 2002. De nombreux pays ont souffert des crises financières qui ont frappé les grandes économies de la région et du recul de l'activité mondiale en 2001. En dépit du vif redressement des dernières années, la croissance reste moins forte et moins stable que dans les économies émergentes des autres régions.

Les mesures envisagées. La priorité de la politique budgétaire doit être d'éviter des mesures procycliques, de réduire la dette publique, d'améliorer le régime fiscal et d'assainir le climat des affaires. Une gestion plus transparente des finances publiques peut jouer un rôle crucial pour atteindre ces objectifs.

gréables au niveau des finances publiques. De façon plus générale, l'amélioration de la qualité des données budgétaires et de la rapidité de leur diffusion facilite leur analyse et rehausse la qualité des décisions en matière de finances publiques.

Cependant, la transparence budgétaire va bien au-delà de la maîtrise des risques budgétaires. Elle peut aussi contribuer à :

- renforcer la gouvernance et réduire la corruption;
- sensibiliser le public et mobiliser un soutien accru aux réformes budgétaires importantes;
- soutenir les efforts des bailleurs de fonds et de la société civile visant à accroître les dépenses sociales, à réduire la pauvreté et à promouvoir l'équité sociale;
- améliorer le climat des affaires et attirer des investissements en simplifiant la réglementation fiscale et en limitant le pouvoir discrétionnaire de l'administration.

Carences de la gestion budgétaire

La croissance a repris ces dernières années en Amérique latine en partie grâce à l'amélioration des politiques budgétaires et à la baisse des ratios d'endettement. Toutefois, de nombreuses lacunes persistent, notamment la mauvaise conception et administration du régime fiscal, la faiblesse des institutions budgétaires et la rigidité des procédures de dépenses publiques qui ne peuvent s'adapter facilement à l'évolution des besoins.

Les principales lacunes observées dans les pays d'Amérique latine sont les suivantes :

- L'absence de cadres budgétaires à moyen terme de qualité a miné la crédibilité de la politique budgétaire, engendré des dépenses publiques procycliques (empêchant la politique budgétaire de jouer son rôle stabilisateur dans la gestion macroéconomique) et — à cause de la rigidité des procédures de dépenses publiques — limité les dépenses de lutte contre la pauvreté visant à remédier aux inégalités sociales.

- Des situations budgétaires imprévues ont résulté d'un mauvais suivi des engagements éventuels et d'une méconnaissance de l'impact des activités extrabudgétaires (dites «quasi budgétaires») des entreprises publiques ou des institutions financières publiques. Certains des engagements occultes les plus coûteux concernaient les garanties implicites dans le secteur des banques et des entreprises, les dépenses ordonnées par les tribunaux et le sauvetage d'entités infranationales surendettées.

- Dans bien des cas, à cause d'un mauvais suivi des administrations infranationales, la couverture budgétaire et la communication de l'information budgétaire ont été insuffisantes. La déficience du suivi tient en partie à la mauvaise gestion financière au niveau infranational et à l'insuffisance du contrôle due au manque d'informations budgétaires.

- La plupart des pays de la région ne disposent ni d'une autorité budgétaire forte et centralisée, ni d'une contrainte budgétaire impérieuse. Le Chili est le seul pays dont on sait qu'il a des institutions budgétaires fortes, ce qui l'a sans doute aidé à appliquer une politique budgétaire

solide et à mieux résister à l'instabilité économique. D'après les données tirées des RONC, un bon mécanisme de reddition des comptes au public est crucial pour promouvoir la discipline budgétaire. Dans plusieurs pays d'Amérique latine, le manque d'information sur le budget préliminaire et le budget final a masqué la responsabilité des décisions relatives à la politique budgétaire. Certains ont adopté des lois sur la responsabilité budgétaire ou des règles financières pour remédier aux carences institutionnelles et obtenir des résultats budgétaires plus probants. Ces lois ont certes contribué à la transparence des intentions en matière de politique économique, mais l'on pourrait accroître la transparence des décisions budgétaires en publiant le projet de loi de finances en même temps que la loi de finances votée par le parlement et d'éventuels amendements au texte.

- Un climat préjudiciable à l'initiative privée — caractérisé par une fonction publique pléthorique et le non-respect de l'État de droit — a limité la croissance et la capacité de résister aux crises.

Comment améliorer la transparence budgétaire?

Une transparence budgétaire accrue permettra d'améliorer le climat d'investissement et de rationaliser la gestion des finances publiques en Amérique latine.

Les décideurs de la région doivent :

Instaurer un budget à moyen terme et une analyse prospective de la politique budgétaire mettant l'accent sur la viabilité et les objectifs à moyen terme. Certains pays ont progressé dans ce domaine, mais les autres doivent privilégier davantage une vision à moyen terme. Les projets à moyen terme devant s'appuyer sur un budget annuel réaliste, l'amélioration de la qualité du budget représente donc un premier pas important pour certains pays.



Marché à Valparaíso, au Chili, pays doté d'institutions budgétaires particulièrement solides.

V. Constantineas/IML Image Group

Signaler et analyser tous les risques budgétaires, surtout ceux liés à des engagements occultes et aux activités quasi budgétaires. Bien des pays d'Amérique latine doivent améliorer la couverture du budget et diminuer sa rigidité en réduisant les activités extrabudgétaires, l'intégration de toutes les administrations étant une grande priorité pour les pays plus décentralisés.

Tenir le public informé et renforcer le contrôle des activités budgétaires. Publier le projet de loi de finances ainsi que des statistiques budgétaires plus pertinentes et plus fréquentes, notamment sur les activités des administrations publiques. Renforcer le contrôle en élargissant la couverture des institutions soumises à un audit régulier, et publier tous les rapports d'audit.

Promouvoir la transparence des relations intergouvernementales. Les pays qui ont

appliqué la décentralisation doivent accorder une assez grande priorité à la promotion de la transparence budgétaire dans les relations intergouvernementales. De bonnes politiques de décentralisation prévoient une répartition claire et souvent exclusive des responsabilités ainsi que des transferts régis par des critères stables et transparents.

Assurer la transparence du climat des affaires. Simplifier le système fiscal, réduire la marge discrétionnaire dans les relations avec le secteur privé et renforcer le contrôle pour stimuler l'investissement. Tels sont les domaines dans lesquels une grande partie de la région accuse un net retard par rapport à d'autres régions du monde. La simplification du régime fiscal rehausserait non seulement la transparence, mais aussi la perception des recettes tout en réduisant les coûts de recouvrement. Il faudrait rationaliser la réglementation des activités commerciales afin de promouvoir l'équité, de faciliter l'entrée et la sortie des entreprises, et de réduire l'incertitude à laquelle celles-ci sont confrontées.

Évidemment, les priorités varient selon les pays, mais l'objectif commun devrait être de préserver la croissance économique et d'éviter les crises futures par une gestion budgétaire plus durable et de haute qualité. ■

Taryn Parry

Département des finances publiques du FMI

Rapports sur l'observation des normes et codes en matière de transparence budgétaire

L'étude de la transparence budgétaire figurant ci-contre repose sur l'analyse des rapports sur l'observation des normes et codes (RONC) en matière de finances publiques pour 12 pays latino-américains. Les RONC rendent compte de l'observation de normes et codes reconnus à l'échelle internationale. Afin de guider leur travail opérationnel, le FMI et la Banque mondiale ont défini douze domaines assortis de normes — l'un d'entre eux étant la transparence budgétaire. Les RONC permettent d'affiner le dialogue de politique économique entre les deux institutions et les autorités nationales, ainsi qu'au sein du secteur privé (y compris les agences de notation) aux fins de l'évaluation des risques.

À Davos, M. Strauss-Kahn plaide pour la coordination multilatérale



Fabrice Coffrini/AFP

La séance plénière du Forum économique de Davos consacrée à l'économie mondiale est traditionnellement le point d'orgue de la conférence. Toujours très attendu, cet événement l'était encore plus cette année en raison des remous financiers et des incertitudes qui entourent l'économie américaine. Début 2008, l'opinion dominante est que l'économie américaine, peut-être même mondiale, se trouverait au bord de la récession, a remarqué Martin Wolf (*Financial Times*), chargé d'animer la séance.

Lors d'une table ronde, durant laquelle il a présenté les vues de son organisation sur l'économie

mondiale, le Directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, a dit s'attendre à un net ralentissement de l'activité aux États-Unis, qui nécessiterait une réaction vigoureuse. M. Strauss-Kahn a noté que le faible niveau des taux d'intérêt, le niveau élevé de la liquidité, les défaillances des systèmes de gestion du crédit et du risque, et les lacunes du système de réglementation et de contrôle des marchés financiers américains avaient plongé le monde de la finance dans une tourmente digne de celle du film *The Perfect Storm* («En pleine tempête»). «Je pense que nous devons reconnaître la défaillance du système et des mécanismes de réglementation en général», a déclaré le Directeur général du FMI.

Selon M. Strauss Kahn, les banques centrales devront coordonner leur action pour faire face au ralentissement économique qui s'annonce : elles «doivent continuer à injecter des liquidités dans les marchés financiers avec un degré de coordination aussi élevé, sinon plus élevé, que durant les dernières semaines».

De l'avis du Directeur général, la politique monétaire ne suffira pas à résoudre les problèmes économiques mondiaux les plus tenaces. Les pays d'importance systémique dont la position budgétaire est solide doivent donc prendre des mesures budgétaires. «Certains pays ne sont pas en mesure d'accroître leur déficit, mais d'autres disposent de la marge de manœuvre nécessaire pour assouplir leur politique budgétaire», a-t-il dit.

S'agissant des répercussions du ralentissement de l'activité américaine sur le reste du monde, Dominique Strauss-Kahn estime que les pays émergents — même s'ils semblent obtenir des résultats satisfaisants — ne sont pas à l'abri des problèmes compte tenu des liens complexes qu'ils entretiennent avec les pays industrialisés. M. Strauss-Kahn insiste sur le fait que la mondialisation économique et financière exige une coordination multilatérale des politiques économiques.



Issouf Samogo/AFP

Burkina Faso : versement à l'appui de la lutte contre la pauvreté

Le 9 janvier, le Conseil d'administration du FMI a approuvé un décaissement de 5,5 millions de dollars en faveur du Burkina Faso à la suite de l'achèvement de la première revue d'un accord de 9,5 millions de dollars au titre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance. Le Conseil a approuvé aussi une augmentation de 14,3 millions de dollars de l'accès aux ressources dans le cadre de cet accord. À ce jour, les décaissements effectués en faveur du Burkina Faso aux termes de l'accord triennal du 23 avril 2007 se montent à 6,3 millions de dollars.

Murilo Portugal, Directeur général adjoint du FMI, a déclaré que «les autorités burkinabées ont continué de mener une politique économique vigoureuse dans une conjoncture macroéconomique difficile», la chute des cours internationaux du coton, l'appréciation de l'euro et la hausse des prix du pétrole constituant de sérieux obstacles.

Aide PPTE pour la République Centrafricaine

Le 14 janvier, le Conseil d'administration du FMI a approuvé une assistance intérimaire d'environ 5,5 millions de dollars au profit de la République Centrafricaine (RCA) dans le cadre de l'initiative renforcée en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE). Cette aide aidera le pays à assurer le service de sa dette envers le FMI en 2008.

La décision du Conseil fait suite à l'opinion qu'il avait émise en septembre 2007 selon laquelle la RCA avait atteint le point de décision et était admise à bénéficier d'un allègement de dette au titre de l'initiative PPTE. L'allègement nécessaire pour ramener la dette du pays à un niveau viable a été estimé à 583 millions de dollars. Lorsque la RCA aura atteint le point d'achèvement et sera donc admise à recevoir l'intégralité de l'allègement, la contribution globale du FMI au titre de l'assistance PPTE se montera à environ 27,5 millions de dollars.



Spencer Platt/Getty

Le FMI modifie l'initiative PPTE

En janvier, le Conseil d'administration du FMI a amendé l'instrument portant création du fonds fiduciaire FRPC-PPTE pour inclure les programmes de référence respectant certaines normes à la palette d'instruments auxquels les pays peuvent recourir pour établir des antécédents leur permettant d'atteindre le point de décision dans le cadre de l'initiative PPTE. Cet amendement facilitera l'allègement de la dette du Libéria et d'autres PPTE qui enregistrent de bons résultats dans le cadre de certains programmes de référence admissibles.

Par la suite, le Conseil a décidé que le Libéria serait admis à bénéficier d'un allègement de dette au titre de l'initiative PPTE renforcée, sous réserve que le pays poursuive ses bonnes performances dans le cadre du programme de référence et satisfasse à d'autres critères connexes.