

## CRISE FINANCIÈRE MONDIALE

### Le FMI soutient une riposte concertée à la crise

S'adressant aux grands argentiers de la planète réunis à Washington, le Directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, a souligné qu'une action mondiale concertée avait commencé à repousser la vague de la crise financière, mais que les gouvernements devaient également «déployer toute la panoplie d'instruments» pour maîtriser les retombées sur l'économie réelle.

«Jusqu'à ce week-end, l'effondrement de la confiance entre les pays a presque rivalisé avec l'effondrement de la confiance des marchés. Nous avons vu se dessiner une tendance néfaste à prendre des mesures unilatérales répondant aux seuls intérêts nationaux. Maintenant, les choses commencent à changer», a déclaré M. Strauss-Kahn à la fin de l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale qui s'est tenue à Washington du 10 au 13 octobre.

Il a toutefois précisé qu'il restait beaucoup de chemin à parcourir pour stabiliser les marchés financiers et insuffler une nouvelle vigueur à une économie mondiale touchée de plein fouet : «Il est essentiel d'agir sur les marchés financiers, mais ce n'est pas suffi-

(suite page 150)



Le Président de la Réserve fédérale des États-Unis, Ben Bernanke (à gauche), en compagnie du Directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, à la réunion du CMFI.

Stephen Jaffe/FMI

### Le FMI prévoit un ralentissement mondial

L'économie mondiale ralentit sensiblement : elle souffre d'un choc financier extraordinaire et de la persistance des prix élevés de l'énergie et d'autres produits de base, et de nom-

breux pays avancés sont proches de la récession ou s'y engagent. Ce sont les conclusions du dernier rapport du FMI sur les *Perspectives de l'économie mondiale*, publié deux jours avant l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale à Washington.

Dans les pays émergents, l'activité s'affaiblit aussi après plusieurs années de croissance vigoureuse, mais elle continuera d'alimenter l'expansion mondiale.

Lors de la conférence de presse organisée pour la présentation du rapport, Olivier Blanchard, économiste en chef du FMI, a souligné qu'il importait d'entreprendre une action financière et macroéconomique conjointe au stade actuel pour freiner la dynamique négative sur plusieurs fronts. Sur le plan financier, selon lui, il s'agit de concevoir des pro-

(suite page 152)

### Le FMI chargé de tirer les leçons de la crise

Le CMFI a demandé au FMI de prendre la tête des efforts visant à tirer les enseignements de la crise actuelle et à recommander des mesures efficaces pour rétablir la confiance et la stabilité (lire le communiqué page 154).

#### Sommaire

- 151 Principes pour fonds souverains
- 157 Crise financière mondiale
- 158 Comptabilité à la juste valeur
- 159 Tensions financières et ralentissements
- 160 Où en sont Fannie et Freddie?
- 162 Analyse des taux de change
- 164 Centres régionaux d'assistance technique
- 165 Assistance technique : fonds fiduciaires
- 166 Perspectives économiques africaines
- 167 Protection contre les chocs exogènes
- 168 L'actualité en bref



Les effets de la tourmente financière s'étendent aux entreprises, confrontées à un net ralentissement de la demande après avoir subi la flambée des prix du pétrole.

Layne Bailey/Charlotte Observer



Jeremy Clift  
Rédacteur principal

Maureen Burke  
Directrice de production

Camilla Andersen  
Archana Kumar  
James Rowe  
Simon Willson

Natalie Ramirez-  
Djumena  
Rédacteurs

Lijun Li  
Assistante de rédaction

Kelley McCollum  
Niccole Braynen-Kimani

Assistants de production  
Luisa Menjivar  
Directrice artistique

Julio R. 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](mailto: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](mailto:publications@imf.org)

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

## Le FMI soutient une riposte concertée à la crise

(suite de la page 149)

sant. Nous devons aussi déployer toute la panoplie des instruments de la politique macroéconomique moderne afin de limiter les effets sur l'économie réelle».

Le FMI prendra l'initiative de tirer les enseignements de la crise et recommandera d'autres mesures aux pays membres pour rétablir la confiance et la stabilité.

### Ce que le monde a appris des années 30

Intervenant devant le Conseil des gouverneurs du FMI, M. Strauss-Kahn a souligné que le monde traversait la crise financière la plus dangereuse depuis la dépression des années 30. Nous en avons toutefois tiré les leçons et le monde dispose aujourd'hui des outils économiques nécessaires pour que «nos économies et nos sociétés puissent sortir indemnes de cette crise».

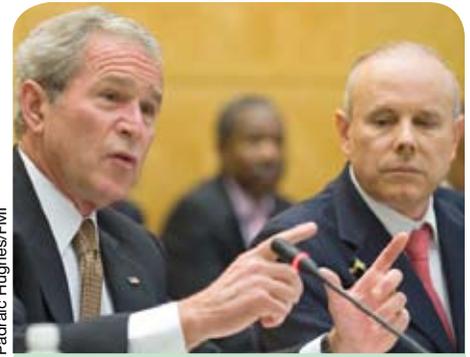
Durant le week-end, les dirigeants financiers et politiques de la planète se sont réunis à Washington et à Paris pour préparer une série de plans et de déclarations destinés à combattre la crise financière et à rétablir la confiance dans un système financier durement touché par un assèchement du crédit, lui-même provoqué par l'effondrement enregistré aux États-Unis.

Les dirigeants des pays avancés du Groupe des Sept (G-7), les 15 membres de la zone euro, le Comité monétaire et financier international (CMFI), qui représente les 185 pays membres du FMI, et le Groupe des Vingt (G-20), qui rassemble les pays avancés et les pays en développement, sont tous convenus de la nécessité d'une action concertée à l'échelle planétaire.

### De nouvelles formules

M. Strauss-Kahn a signalé que les gouvernements étaient disposés à innover pour mettre fin à la spirale descendante des marchés : «Les initiatives sont de plus en plus globales et s'attaquent à toutes les facettes des problèmes des marchés financiers : la liquidité, les actifs douteux, la pénurie de capitaux et, bien sûr, la confiance».

Le plan du G-7 repose sur la volonté d'employer tous les instruments disponibles pour appuyer les institutions financières d'importance systémique. Le plan énonce des mécanismes spécifiques que les pays peuvent mettre en marche pour étayer le système, amorcer la pompe du crédit et rétablir la confiance.



Padraic Hughes/FMI

Le Président des États-Unis, George W. Bush, en compagnie du Président du G-20, Guido Mantego.

Les pays de la zone euro ont annoncé qu'ils prendraient des participations dans les établissements bancaires pour doper leurs finances et garantiraient les prêts interbancaires jusqu'à la fin de 2009.

M. Strauss-Kahn a précisé que la riposte mondiale ne devait pas nécessairement être uniforme, mais qu'elle devait être coordonnée. «Il nous reste encore beaucoup à faire. Nous n'avons pas à mener tous les mêmes politiques, mais nous devons en parler entre nous, et prendre en considération les effets de nos initiatives sur nos partenaires. Ce week-end n'est que le début d'un long effort.»

### Doper l'économie réelle

M. Strauss-Kahn a rappelé qu'il fallait agir pour limiter les retombées sur l'économie réelle. Selon la dernière édition des *Perspectives de l'économie mondiale*, la croissance économique mondiale devrait tomber à quelque 3 % en 2009. Le Directeur général a énoncé les grands axes d'une riposte des pays avancés, des pays émergents et des pays en développement :

- **Les pays avancés** doivent «recourir à la politique budgétaire lorsque c'est possible». La politique budgétaire servira logiquement à relâcher les tensions là où elles sont les plus fortes, c'est-à-dire sur les marchés financiers et immobiliers. Toutefois, les gouvernements qui peuvent le faire devraient aussi être prêts à engager une politique expansionniste plus vaste. Il est possible de se servir de la politique monétaire pour accompagner la croissance en s'appuyant sur la réduction concertée des taux d'intérêt déjà appliquée par les banques centrales.

**FMI LIBRAIRIE**  
La librairie du Fonds monétaire international en ligne

Visitez la nouvelle librairie  
électronique du FMI :  
[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)

- **Les pays émergents** ont des marges de manœuvre diverses. Certains peuvent puiser dans leurs réserves pour financer une pénurie brutale et temporaire de capitaux. D'autres devront relever leurs taux directeurs conformément à l'augmentation des primes de risque, afin de maîtriser les sorties de fonds et d'étayer la confiance dans la monnaie locale. D'autres encore auront sans doute besoin d'une aide considérable, y compris de la part du FMI. «Nous ne manquons pas de liquidités», a déclaré M. Strauss-Kahn.

- **Les pays en développement** se heurtent à une baisse de la demande de leurs exportations et à un moindre accès au crédit commercial. Beaucoup souffrent déjà de l'autre crise — la crise alimentaire et énergétique. M. Strauss-Kahn a déclaré que le FMI était déterminé à aider les pays en difficulté. Il a engagé les pays industrialisés à ne pas réduire leurs budgets d'aide à cause de la crise financière.

### Tirer les enseignements

M. Strauss Kahn voit dans la crise des marchés financiers le résultat d'une triple carence : carence de la réglementation et du contrôle dans les économies avancées, carence de la gestion du risque dans les établissements financiers privés, carence des mécanismes censés discipliner le marché.

Pour éviter que ces défaillances ne se reproduisent, il faudra, selon lui, «un effort international, car les établissements financiers ne sont pas confinés dans leurs frontières nationales, et celles-ci ne les protègent pas des turbulences financières».

Le CMFI a invité le FMI à prendre l'initiative de tirer les enseignements de la crise actuelle et de recommander des mesures efficaces pour rétablir la confiance et la stabilité. Il travaillera de concert avec le Forum de stabilité financière, le G-20 et d'autres partenaires et rendra compte de ses travaux au CMFI au plus tard à sa prochaine réunion, qui se tiendra en avril 2009.

Le CMFI a demandé que le FMI «continue d'intensifier ses contacts avec les pays membres pour examiner et mettre au point avec eux des ripostes vigoureuses à la crise». Le nouveau président du Comité, M. Youssef Boutros-Ghali, et M. Strauss-Kahn ont fait remarquer que les mesures prises par les gouvernements varieront d'un pays à l'autre en fonction de la situation de chaque pays et de la structure de son système financier.

Dans un discours prononcé avant la réunion du G-7, M. Strauss-Kahn a proposé



Dominique Strauss-Kahn (deuxième en partant de la gauche) en compagnie des dirigeants des pays du G-7 dans les jardins de la Maison Blanche. La riposte des gouvernements à la crise est de plus en plus globale.

Stephen Jaffe/FMI

un plan d'action en quatre points pour mettre fin à la spirale descendante des marchés et rétablir la confiance : garantie publique temporaire des engagements du système financier; rachat par l'État des actifs dévalorisés afin d'obliger à la constatation des pertes; injections de capitaux par les pouvoirs publics dans le système financier; coopération internationale poussée.

### Le FMI prêt à intervenir rapidement

Le Directeur général a souligné que le FMI est disposé à prêter des fonds rapidement, par le biais de son mécanisme de financement d'urgence, à tous les pays membres confrontés à des difficultés financières. «Le FMI dispose des ressources nécessaires, et nous sommes prêts», a-t-il dit. Le méca-

nisme de financement d'urgence du FMI, créé en 1995, a été utilisé à six reprises — en 1997 pendant la crise asiatique pour soutenir les Philippines, la Thaïlande, l'Indonésie et la Corée, en 2001 au profit de la Turquie et cette année en faveur de la Géorgie.

Le FMI dispose de plus de 200 milliards de dollars de fonds disponibles pour avances et peut obtenir des ressources supplémentaires grâce à deux mécanismes d'emprunt permanent.

La situation financière difficile qui prévaut dans le monde, y compris la hausse des prix des carburants et des produits alimentaires, aggrave les difficultés auxquelles sont confrontés les pays émergents et en développement. Il est donc essentiel de coordonner l'action des pays avancés et émergents. ■

### Des principes pour les fonds souverains

Le Groupe de travail international sur les fonds souverains (IWG) a publié le 11 octobre un ensemble de 24 principes à caractère volontaire visant à maintenir un climat ouvert en matière d'investissement. L'IWG, en outre, a commencé d'étudier la possibilité de créer un groupe international permanent chargé de représenter les fonds souverains. Le groupe, qui représente 26 fonds souverains, a exposé les Principes de Santiago — établis en septembre dans la capitale chilienne — au CMFI.

Aux termes de ces principes, les fonds souverains se fixent les objectifs suivants :

- Se doter de structures de gouvernance transparentes et saines permettant de disposer de mécanismes appropriés de contrôle opérationnel, de gestion des risques et de responsabilisation.
- Se conformer à toute réglementation et obligation de communication de l'information financière en vigueur dans les pays où ils investissent.
- Réaliser leurs investissements sur la base de considérations relatives au risque économique et financier et au rendement.
- Contribuer au maintien de la stabilité du système financier mondial et de la libre circulation des capitaux et des investissements.

Hamad Al Suwaidi, coprésident de l'IWG, a déclaré que les fonds souverains étaient disposés à faire preuve de plus de transparence et a fait remarquer que les Principes de Santiago engagent spécifiquement les fonds souverains à se soumettre à des obligations en matière d'information. Jaime Caruana, coprésident de l'IWG et Directeur des marchés monétaires et des capitaux du FMI, a noté que les investisseurs qui ont des horizons à long terme contribuent à la stabilité financière. «C'est exactement le rôle que les fonds souverains peuvent jouer, car ils ont ce genre de perspective», a-t-il ajouté.

# Perspectives de l'économie mondiale

(suite de la page 149)

grammes d'envergure qui permettent de s'attaquer aux problèmes systémiques; sur le plan macroéconomique, il convient d'utiliser les politiques monétaires et budgétaires pour soutenir la croissance et briser la chaîne de réaction négative entre le secteur financier et l'économie réelle.

«Avec de bonnes politiques macroéconomiques et financières — et elles sont disponibles — nous pouvons résister à la tourmente et attendre un début de redressement en 2009», a ajouté M. Blanchard.

## Un redressement très progressif

L'économie mondiale s'engage dans une période de ralentissement sensible face à la crise la plus grave sur les marchés financiers arrivés à maturité depuis les années 30, selon le FMI, qui prévoit maintenant une croissance mondiale de 3 % en 2009, soit 0,9 point de moins que dans la mise à jour des prévisions publiée en juillet dernier.

Après une croissance anémique pendant le reste de 2008 et au début de 2009, le redressement attendu plus tard en 2009 sera exceptionnellement progressif par rapport au passé, parce que la situation financière va rester très difficile, même à supposer que les autorités américaines et européennes réussissent à la stabiliser et à éviter de nouveaux problèmes systémiques.

Dans les pays avancés, la crise est maintenant alimentée par un cercle vicieux de perte de confiance, a déclaré M. Blanchard. Ses effets s'étendent aux consommateurs et aux entreprises, qui avaient jusqu'ici bien surmonté les envolées récentes des prix du pétrole et des produits de base, mais enregistrent maintenant un net ralentissement de la demande.

Cependant, selon M. Blanchard, même si leur élan a été freiné, les pays émergents devraient encore offrir une source de résistance, profitant d'une croissance vigoureuse de la productivité et d'une amélioration de leur cadre d'action, mais plus la crise financière se prolongera, plus il est probable que leur croissance ralentira.

## Recul de l'inflation dans les pays avancés

L'augmentation des capacités disponibles et la stabilisation des cours des matières premières devraient limiter l'inflation dans les pays avancés, mais dans nombre de pays émergents ou en développement, celle-ci devrait rester élevée jusqu'à la fin de 2008 — les hausses récentes des cours des produits de base continuant de se répercuter sur les consommateurs — avant de reculer quelque peu avant la fin de 2009.

En dépit de la décélération de la croissance mondiale, l'inflation non corrigée s'est accélérée dans le monde entier pour atteindre son plus haut niveau depuis la fin des années 90, portée par l'envolée des prix des carburants et des denrées alimentaires. Dans les pays avancés, l'inflation non corrigée sur 12 mois s'établissait à 4¼ % en août 2008, légèrement en baisse par rapport au record de juillet après un recul des cours des produits de base.

La remontée de l'inflation a été plus marquée dans les pays émergents ou en développement, l'inflation non corrigée atteignant 8¼ % dans l'ensemble en août et dépassant 10 % dans un grand nombre de pays.

## Augmentations salariales

Cette différence s'explique dans une certaine mesure par le poids bien plus élevé de l'alimentation dans les paniers de consommation de ces pays (généralement 30–45 %, contre 10–15 % dans les pays avancés). Cependant, l'inflation hors alimentation et énergie s'est accélérée fortement aussi, et on observe une poussée des anticipations inflationnistes et des augmentations salariales, bien que ces données ne soient pas disponibles aussi systématiquement que dans les pays avancés.

Les cours des produits de base restent au plus haut depuis vingt ans, en dépit d'un recul depuis la mi-juillet à la suite du ralentissement de l'économie mondiale. Cette hausse durable des cours s'explique principalement par l'équilibre tendu entre la demande et l'offre pour de nombreux produits importants, et la prise de conscience que les marchés resteront probablement étroits dans l'immédiat, après de nombreuses années où les capacités étaient abondantes.

## Risques pesant sur les projections de référence

Le principal risque a trait à deux facteurs financiers liés l'un à l'autre : d'une part, la persistance des tensions financières et le resserrement du crédit découlant de la réduction du levier d'endettement, qui pourrait être plus prononcé et plus long que prévu, et d'autre part, la détérioration du marché immobilier américain, qui pourrait être plus marquée que prévu, alors que les marchés immobiliers européens pourraient s'affaiblir davantage qu'attendu.

Selon l'édition d'octobre 2008 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*), publiée le 7 octobre, le non-rétablissement de la confiance dans le système financier mondial à l'aide de mesures énergiques et cohérentes au plan international pourrait entraîner une réduction de plus en plus désordonnée du levier d'endettement, avec des effets nuisibles sur l'économie réelle plus marqués que prévu dans les projections de référence du rapport.

Dans cette situation exceptionnellement incertaine, les perspectives de référence risquent sérieusement d'être révisées à la baisse. Les perturbations des flux de capitaux vers les pays émergents et la montée du protectionnisme constituent d'autres risques pesant sur le redressement. Par contre, le risque d'inflation est maintenant moindre, car les cours des produits de base ont reculé du fait du ralentissement de la croissance mondiale.

## Perspectives de reprise

Les pays avancés ont enregistré une croissance de 1 % seulement (en taux annualisé) du quatrième trimestre de 2007 à la fin du deuxième trimestre de 2008. L'économie américaine a été la victime principale de la crise financière apparue sur son marché des prêts hypothécaires à risque, qui a resserré le crédit et amplifié la correction du marché immobilier en cours depuis 2006.

Les pays émergents et en développement ne se sont pas découplés de ce ralentissement. La croissance a ralenti aussi dans ce groupe tout entier. Elle a résisté au mieux dans les pays exportateurs de produits de base, alors que les pays entretenant

des relations commerciales étroites avec les États-Unis et l'Europe connaissent un fléchissement marqué. En outre, des pays très tributaires d'entrées de capitaux bancaires ou d'investissements de portefeuille pour financer un déficit courant élevé ont été durement touchés par un tarissement brutal du financement extérieur.

Selon les projections de référence, l'économie mondiale connaît un ralentissement sensible, et la croissance sera au plus bas depuis la récession de 2001–02. Bien qu'une reprise graduelle soit prévue fin 2009, la croissance mondiale ne devrait pas retrouver son niveau tendanciel avant 2010. Lorsque redressement il y aura, il sera porté par la stabilisation des cours des produits de base qui mettra fin aux effets négatifs sur les termes de l'échange, un retournement du marché immobilier américain et une confiance croissante dans la résolution des problèmes de liquidité et de solvabilité dans les grandes institutions financières.

La croissance mondiale annuelle tombera de 5 % en 2007 à 3,9 % en 2008 et à 3 % en 2009 (voir tableau).

Pour le reste de 2008 et le début de 2009, la croissance américaine devrait être nulle ou négative : les effets de l'impulsion budgétaire s'atténueront, l'élan des exportations va fléchir et le resserrement du crédit fera de plus en plus sentir ses effets. Un retournement du secteur immobilier et la stabilisation des cours du pétrole devraient ouvrir la voie à un redressement au deuxième semestre de 2009, mais celui-ci devrait être bien plus progressif que lors de cycles antérieurs, car le resserrement du crédit continuera de peser lourdement sur la demande intérieure.

La plupart des autres pays avancés devraient aussi passer par une période de croissance très lente ou de contraction en 2008 et au premier semestre 2009, et ne connaître qu'un redressement modeste au deuxième semestre 2009.

Dans les pays émergents et les pays en développement, la croissance devrait aussi continuer de ralentir, pour tomber un peu au-dessous de la tendance au deuxième semestre de 2008 et au début de 2009, avant de se redresser. Pendant cette période, la croissance de ces pays devrait rester largement supérieure à celle observée pendant la récession de 2001–02.

La croissance des exportations continuera de fléchir et la demande intérieure reculera aussi, quoique soutenue par les gains élevés de productivité de ces dernières années. Les pays exportateurs de produits de base, en particulier de pétrole, devraient maintenir leur élan, mais la croissance ralentira assez brutalement dans les pays tributaires des importations de denrées alimentaires et de carburants ou du financement extérieur. Les entrées nettes de capitaux extérieurs devraient baisser de moitié dans l'ensemble et certains pays pourraient subir des pressions substantielles sur leurs réserves de change.

## Enjeux

Pour tous les pays, il est impératif de stabiliser les marchés financiers, tout en gérant prudemment leur économie pendant une période de ralentissement de la croissance et de resserrement du crédit et en jugulant la montée récente de l'inflation.

Les pouvoirs publics doivent faire face à la menace pesant dans l'immédiat sur la stabilité financière, tout en reconsolidant l'intermédiation financière. Pour s'acquitter de cette tâche difficile, il faudra trouver des solutions globales aux problèmes systémiques — la prolifération des actifs toxiques et illiquides, la pénurie de capitaux et l'effondrement de la confiance dans les contreparties — tout en faisant face rapidement et efficacement aux problèmes qui apparaissent dans certains organismes financiers.

Les pouvoirs publics cherchent à trouver un juste équilibre entre, d'une part, soutenir l'activité durant un ralentissement mondial et dans une situation financière très difficile et, d'autre part, veiller à ce que la modification durable des prix relatifs découlant de l'envolée des cours des produits de base n'entraîne pas une poussée de l'inflation, comme dans les années 70.

## Tensions sur les marchés de produits de base

La politique à mener variera d'un pays à l'autre. L'adoption de mesures de soutien se justifie dans des économies qui se trouvent en récession à cause des tensions financières, du fléchissement de l'immobilier et de la détérioration des termes de l'échange. Néanmoins, un durcissement reste nécessaire dans plusieurs pays où la croissance est encore largement supérieure à la «vitesse maximale».

Le recul récent des cours des produits de base dans un contexte de ralentissement mondial ne doit pas affaiblir les efforts déployés pour atténuer les tensions sur ces marchés. L'accent doit être mis sur l'amélioration de la réaction de l'offre et de la demande, tout en évitant des mesures qui pourraient aggraver les tensions sur les marchés à court terme.

Enfin, il sera important de veiller à ce que les déséquilibres importants des flux d'échanges n'entraînent pas une montée des mesures protectionnistes en ce qui concerne tant les transactions courantes que les mouvements de capitaux. Sortir de l'impasse actuelle du cycle de Doha sur les échanges multilatéraux renforcerait le système commercial multilatéral. ■

Subir Lall

Département des études du FMI

## Un net ralentissement mondial

Une crise financière prononcée et la hausse des prix des produits de base ont entraîné une rapide détérioration de la croissance mondiale.

(variation en pourcentage, sauf indication contraire)

	Variations en glissement annuel		
	Projections		
	2007	2008	2009
<b>Production mondiale</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>
Pays avancés	2,6	1,5	0,5
États-Unis	2,0	1,6	0,1
<b>Zone euro</b>	<b>2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>
Allemagne	2,5	1,8	—
France	2,2	0,8	0,2
Italie	1,5	-0,1	-0,2
Espagne	3,7	1,4	-0,2
Japon	2,1	0,7	0,5
Royaume-Uni	3,0	1,0	-0,1
Canada	2,7	0,7	1,2
Pays émergents et en développement	8,0	6,9	6,1
Chine	11,9	9,7	9,3
Inde	9,3	7,9	6,9
Hémisphère occidental	5,6	4,6	3,2

Source : *Perspectives économiques mondiales*, octobre 2008.

Note : On suppose que les taux de change effectifs restent, en valeur réelle, aux taux observés entre le 18 août et le 15 septembre 2008.

# Les grands argentiers approuvent un plan visant à stopper la crise

Le Comité monétaire et financier international a tenu sa dix-huitième réunion à Washington le 11 octobre 2008, sous la présidence de M. Youssef Boutros-Ghali, Ministre des finances de l'Égypte. Le Comité souhaite la bienvenue à M. Boutros-Ghali, qui préside le CMFI pour la première fois. Le Comité exprime sa profonde gratitude à M. Tommaso Padoa-Schioppa pour le rôle inestimable qu'il a joué en tant que Président du Comité en assurant l'adhésion des pays membres aux réformes indispensables engagées au FMI et il lui adresse ses meilleurs vœux.

Hier, 10 octobre, le G-7 s'est réuni et a adopté le plan d'action suivant :

- « Adopter des mesures décisives et utiliser tous les outils à notre disposition pour appuyer les institutions financières ayant une importance systémique et ainsi prévenir leur faillite.
- Prendre toutes les mesures nécessaires pour débloquer les marchés monétaires et du crédit et veiller à ce que les banques et les autres institutions financières aient un large accès aux liquidités et au financement.
- Veiller à ce que nos banques et autres grands intermédiaires financiers, au besoin, puissent mobiliser, auprès de sources publiques et privées, des capitaux en quantité suffisante pour rétablir la confiance et pouvoir continuer à octroyer des prêts aux ménages et aux entreprises.
- Faire en sorte que nos programmes nationaux respectifs de garantie et d'assurance des dépôts soient solides et cohérents, de façon que les déposants individuels puissent continuer d'avoir l'assurance que leurs dépôts sont en sécurité.
- Adopter des mesures, s'il y a lieu, pour relancer les marchés secondaires des prêts hypothécaires et autres actifs titrisés. Il faut pour cela que les actifs soient valorisés de manière exacte et fassent l'objet d'informations transparentes, et que des normes comptables de qualité soient appliquées de façon cohérente.

Ces mesures devront être adoptées de façon à protéger les contribuables et à éviter les effets qui pourraient nuire à d'autres pays. Nous appliquerons les politiques macroéconomiques nécessaires, s'il y a lieu.



Stephen Jaffe/FMI

Lors de la dernière réunion du CMFI, le 11 octobre, les autorités financières mondiales ont exprimé leur soutien à un plan d'action visant à lutter contre la crise.

Nous appuyons entièrement le rôle crucial que doit jouer le FMI pour aider les pays touchés par ces bouleversements. Nous accélérerons la mise en œuvre complète des recommandations du Forum de stabilité financière et nous nous engageons à répondre au besoin impérieux de réforme du système financier. Nous renforcerons encore notre collaboration et travaillerons avec d'autres parties pour concrétiser ce plan.»

Aujourd'hui, le Comité monétaire et financier international a exprimé son ferme soutien en faveur de ces engagements.

Le Comité est conscient que, compte tenu de la profondeur et du caractère systémique de la crise, les autorités doivent être exceptionnellement vigilantes, coordonner leurs actions et être prêtes à prendre des mesures énergiques. Il souligne que le FMI a pour mission essentielle d'encourager la coopération multilatérale indispensable pour rétablir et préserver la stabilité monétaire et financière internationale. Le Comité considère que, en faisant usage de ses procédures d'urgence, le FMI est prêt à mettre rapidement à disposition des ressources substantielles pour aider les pays membres à couvrir leurs besoins de financement. Le Comité demande que le FMI continue d'in-

tensifier ses contacts avec les pays membres pour examiner et mettre au point avec eux des ripostes vigoureuses à la crise.

En outre, le Comité note que de nombreux pays émergents, qui ont mené des politiques saines ces dernières années, pourraient subir les retombées de la crise financière. La conjoncture financière mondiale difficile ainsi que le niveau élevé des cours des produits alimentaires et énergétiques ajoutent aux difficultés qu'éprouvent les pays émergents et en développement à préserver la stabilité macroéconomique, soutenir la croissance et faire reculer la pauvreté. Pour toutes ces raisons, il est extrêmement important que les pays avancés et les pays émergents coordonnent leurs actions dans un esprit de collaboration.

Le Comité demande au FMI, compte tenu de son caractère universel, de son expertise fondamentale en matière macro-financière, et de la mission qui est la sienne de promouvoir la stabilité financière internationale, de prendre la tête des efforts, dans le cadre de ses attributions propres, visant à identifier les enseignements que les pouvoirs publics doivent tirer de la crise actuelle et à recommander des actions efficaces pour rétablir la confiance et la stabilité. Il invite le

FMI à axer le dialogue sur cette question et à renforcer la coopération avec le Forum de stabilité financière, le G-20 et les autres parties intéressées, de manière à mettre à profit un large éventail de points de vue dans un cadre participatif. Le Comité demande au FMI d'engager cette initiative immédiatement et de lui faire rapport au plus tard lors de sa prochaine réunion.

La prochaine réunion ordinaire du CMFI se tiendra à Washington le 25 avril 2009.

Les travaux du Comité sur d'autres grandes questions sont résumés ci-dessous.

\* \* \* \* \*

### Soutien à la croissance et enjeux mondiaux

Le Comité insiste sur le fait que les politiques macroéconomiques des pays avancés doivent apporter une impulsion essentielle face au risque de repli prononcé de l'activité économique, tandis que la confiance se rétablit dans le système financier. Étant donné que les cours des matières premières refluent après avoir atteint des niveaux record et que l'activité économique devrait ralentir dans de nombreux pays, les décideurs devraient envisager les actions les plus appropriées en fonction de la situation de leur pays. Le Comité salue les mesures monétaires prises récemment de façon coordonnée par plusieurs banques centrales. Dans plusieurs pays, la politique budgétaire est venue apporter un soutien opportun à l'activité économique. Les initiatives budgétaires envisagées devront tenir compte des objectifs de consolidation à moyen terme et, lorsqu'elles seront mises en œuvre, chercher à régler en priorité les problèmes financiers. Si les priorités de la politique macroéconomique varient considérablement en fonction du pays émergent ou en développement considéré, le Comité note que nombre d'entre eux craignent avant tout un ralentissement prononcé de l'activité sous l'effet des tensions financières et de l'atonie des marchés d'exportation. Le Comité demande au FMI de se tenir prêt à aider les pays membres à préparer en temps utile des ripostes adéquates et efficaces pour atténuer les retombées négatives de la crise financière.

Le Comité craint que les progrès accomplis par les pays à faible revenu en matière de stabilité macroéconomique, de stimulation de la croissance et de réduction de la pauvreté ne soient fragilisés par la conjoncture mondiale défavorable. Beaucoup d'entre eux, en particulier en Afrique

subsaharienne, ont été durement éprouvés par la hausse des prix des produits alimentaires et des carburants. Le Comité exhorte les pays à faible revenu à intensifier leurs efforts d'ajustement, sachant qu'un surcroît d'aide des bailleurs de fonds, en particulier sous forme de dons, devrait limiter les effets sur les revenus réels et la pauvreté. Il se félicite des termes dans lesquels le FMI a défini son rôle dans les pays à faible revenu et il considère que le FMI doit continuer à jouer son rôle dans les domaines qui relèvent de ses compétences fondamentales. Le Comité salue la réforme de la Facilité de protection contre les chocs exogènes, qui permet un accès plus rapide et plus adéquat à ses ressources.

Le Comité note les difficultés qu'engendre dans de nombreux pays la hausse des prix des produits de base, même si les cours des denrées alimentaires et des carburants ont reculé par rapport à leurs records récents. Il recommande de répercuter les variations des cours internationaux des denrées alimentaires et des carburants sur les marchés intérieurs, tout en prenant des mesures ciblées et en mettant en place des dispositifs de protection en faveur des pauvres, en fonction de la situation propre à chaque pays.

Compte tenu des risques qui pèsent sur la croissance économique mondiale, il n'a jamais été aussi important que maintenant de développer le multilatéralisme dans les échanges commerciaux internationaux. Le Comité appelle donc les pays membres à résister à la montée du protectionnisme et réaffirme qu'il soutient vigoureusement une conclusion rapide et ambitieuse du cycle de négociations commerciales de Doha pour le développement.

Le Comité souligne qu'il reste important d'éviter des déséquilibres mondiaux. La stratégie multilatérale mise en place pour corriger ces déséquilibres reste d'actualité, même si à court terme il faudra se concentrer sur la stabilisation des marchés financiers.

### Faire avancer le programme du FMI en matière de surveillance

Le Comité souligne le rôle essentiel de la surveillance exercée par le FMI, qui met en garde contre les risques de manière claire, aide les pays membres à comprendre l'interdépendance de leurs économies, et encourage des réactions cohérentes des pouvoirs publics à l'échelle mondiale. Le Comité prend note de la conclusion de l'exa-

men triennal de la surveillance et souscrit à la première déclaration du FMI sur ses priorités en matière de surveillance (voir page 168). Il appelle tous les pays membres à collaborer ensemble et avec le FMI pour atteindre les objectifs économiques et opérationnels qui y sont énoncés. Le Comité appelle le FMI à continuer de renforcer les mécanismes de mise en garde rapide contre les risques et les facteurs de vulnérabilité, notamment en améliorant la liaison avec le secteur financier, ainsi que l'analyse des liens macrofinanciers et des scénarios, et en appliquant son analyse de vulnérabilité aux pays avancés. Ces risques et facteurs de vulnérabilité devraient être communiqués de manière concise, rigoureuse et en temps voulu, notamment à l'aide d'une amélioration du rapport sur les Perspectives économiques mondiales et du Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Il conviendrait aussi de remodeler le programme d'évaluation du secteur financier pour mieux l'intégrer à la mission de surveillance de l'institution et y inclure les perspectives régionales. Le Comité attend avec intérêt que le Directeur général l'informe régulièrement des progrès accomplis en ce qui concerne les priorités de la surveillance.

### Repenser le rôle de prêteur du FMI

Le Comité souligne que les concours financiers du FMI sont importants pour donner confiance aux pays membres — sous réserve de garde-fous adéquats — en les aidant à faire face aux problèmes posés par la mondialisation en général et à la crise financière actuelle en particulier. Le Comité insiste sur le fait que le FMI est prêt à mettre pleinement à profit la souplesse inhérente à ses instruments de prêt, notamment dans les procédures d'urgence et les dispositions prévoyant un accès exceptionnel. Toutefois, il convient de passer en revue ces instruments, qui devront peut-être être adaptés aux besoins en pleine évolution des pays membres. Le Comité note avec intérêt l'examen en cours du rôle de prêteur du FMI et souscrit à la poursuite des travaux dans les cinq domaines suivants : i) examiner le cadre analytique des prêts du FMI et sa cohérence, notamment les possibilités de simplification des instruments de prêts et d'innovation, et explorer de nouvelles modalités de prêt, ii) mettre en place un instrument de liquidité, iii) réexaminer la conditionnalité, iv) passer en revue les mécanismes de prêt pour les pays membres à faible revenu, et v) rehausser les limites

d'accès aux ressources du FMI et réexaminer les conditions de financement. Le Comité engage le Conseil d'administration à faire avancer ces travaux promptement. Il recommande vivement que des décisions soient prises rapidement sur les questions où il y a un consensus solide et une urgence particulière, par exemple la mise en place d'un instrument de liquidité, et d'ici l'Assemblée annuelle de 2009 sur l'ensemble de ces questions.

### Principes de Santiago — Principes et pratiques généralement reconnus pour les fonds souverains

Le Comité note avec intérêt l'établissement des principes de Santiago par le Groupe de travail international sur les fonds souverains. Ces principes sont le résultat d'une collaboration entre fonds souverains de pays avancés, émergents et en développement, qui ont cherché à mettre en place un cadre global permettant de mieux comprendre leurs activités. Leur adoption sans contrainte marque une solide adhésion à ces principes, et leur application devrait renforcer le rôle stabilisateur joué par les fonds souverains sur les marchés financiers, et contribuer à préserver la libre circulation des investissements internationaux. Le Comité note avec satisfaction que le Groupe de travail international a l'intention d'étudier la mise en place d'un groupe permanent qui

examinerait périodiquement ces principes et explorerait les possibilités de collecter et de diffuser des données agrégées sur les activités des fonds souverains. Il souligne que la poursuite du soutien du FMI, si nécessaire, devra être compatible avec les contraintes budgétaires. Le Comité insiste aussi sur le fait qu'il importe pour les pays bénéficiaires de traiter de manière claire et non discriminatoire les investissements des fonds souverains. Il attend avec intérêt l'achèvement des travaux de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) dans ce domaine et encourage la poursuite du dialogue et de la coordination entre l'OCDE et les fonds souverains.

### Autres questions

Le Comité se félicite de l'approbation par le Conseil des gouverneurs de la résolution sur la réforme des quotes-parts et de la représentation, notamment l'amendement des Statuts du FMI qui renforcera la représentation et la participation dans l'institution. Il note qu'il s'agit d'une première étape importante vers un réalignement des quotes-parts et des parts de voix des pays membres. Ces réalignements devraient entraîner une augmentation des quotes-parts des économies dynamiques et donc de la part des pays émergents et des pays en développement dans son ensemble. Le Comité attend avec intérêt aussi la poursuite des travaux du Conseil d'administration

sur des éléments de la nouvelle formule de calcul des quotes-parts qui peuvent être améliorés avant que la formule soit utilisée de nouveau. En outre, le Comité accueille avec satisfaction l'approbation de l'amendement qui élargit le pouvoir d'investissement du FMI dans le cadre du nouveau mode de financement de l'institution. Il appelle tous les pays membres à prendre rapidement les mesures législatives nationales qui sont nécessaires pour rendre effectifs la réforme des quotes-parts et de la représentation, ainsi que le nouveau mode de financement du FMI.

Le Comité recommande que les pays membres acceptent l'amendement des Statuts qui prévoit une allocation spéciale de DTS à caractère exceptionnel.

Le Comité note avec intérêt la réévaluation en cours de la gouvernance du FMI. Il s'agit du suivi par le Conseil d'administration de l'évaluation de la gouvernance de l'institution par le Bureau indépendant d'évaluation, des travaux du comité de personnalités éminentes sur la réforme de la gouvernance du FMI, présidé par M. Trevor Manuel, ainsi que de la contribution de la société civile et d'autres parties intéressées. Le Comité souligne que les réformes de la gouvernance exigeront des efforts conjoints et la collaboration de tous les organes du FMI. Il attend avec intérêt de recevoir un rapport intérimaire lors de sa prochaine réunion. ■

## M. Boutros-Ghali, premier Président du CMFI originaire d'un pays émergent

Youssef Boutros-Ghali, Ministre égyptien des finances, a été choisi pour être le nouveau Président du Comité monétaire et financier international, organe chargé de déterminer l'orientation politique du FMI et ses priorités d'action.

M. Boutros-Ghali a rempli les fonctions de Président du CMFI à l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale de cette année, qui s'est tenue du 10 au 13 octobre à Washington. Il a accepté d'assumer ces fonctions pour un mandat maximal de trois ans.

M. Boutros-Ghali est le premier Président du CMFI originaire d'un pays émergent ou en développement. Il a succédé à l'ex-Ministre italien des finances, Tommaso Padoa-Schioppa, qui a démissionné en mai 2008.

«J'espère qu'il sera plus facile pour les économies émergentes de faire entendre leur voix durant ma présence à la présidence du CMFI», a déclaré M. Boutros-Ghali en faisant remarquer que les économies émergentes jouent un rôle de plus en plus important dans le monde d'aujourd'hui.



Stephen Jaffré/FMI

Youssef Boutros-Ghali

M. Boutros-Ghali est membre du gouvernement égyptien depuis 1993. Avant de devenir ministre des finances (juillet 2004), il a rempli diverses fonctions ministérielles dans le domaine de la coopération internationale, des affaires économiques et du commerce extérieur.

M. Boutros-Ghali a une connaissance approfondie et une expérience directe du FMI et de ses relations avec ses membres, qu'il a acquises en sa qualité de membre des services du FMI et à la tête de l'équipe qui a négocié les programmes de réformes fondamentales mis en œuvre par l'Égypte avec l'aide du FMI à la fin des années 80 et au début des années 90.

Le CMFI se compose de 24 membres, généralement les ministres des finances et les gouverneurs de banque centrale des pays et groupes de pays représentés au Conseil d'administration du FMI. Le Comité exerce ses fonctions depuis le 30 septembre 1999, date de sa création par résolution du Conseil des gouverneurs du FMI.

# FMI : il faut contenir la crise et repenser le système financier

Les turbulences qui secouent le système financier mondial exigeront une action globale de la part des autorités nationales pour rétablir la confiance, réamorcer le bon fonctionnement des marchés de crédit et mettre au point des politiques de long terme pour reconstruire le système. Telle est la conclusion du rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde (GFSR).

Les autorités doivent agir de façon suivie et cohérente pour mettre fin à la crise du crédit, née sur le marché américain des prêts immobiliers à risque (*subprimes*). Dans son rapport, le FMI énonce cinq principes devant guider le rétablissement de la confiance :

- Adopter en temps utile des mesures globales et clairement expliquées.
- Chercher à ce que tous les pays prennent des mesures cohérentes et concordantes.
- Garantir une riposte immédiate grâce à la détection rapide des tensions.
- Veiller à ce que les interventions d'urgence des pouvoirs publics soient temporaires et à ce que les intérêts des contribuables soient protégés.
- Poursuivre l'objectif à moyen terme d'un système financier plus solide, plus compétitif et plus efficient.

Le rapport du FMI précise que, dans l'immédiat, la priorité absolue des décideurs est de briser, puis d'inverser, le cercle vicieux des influences négatives entre le système financier et l'économie réelle, par lequel les difficultés des établissements financiers entraînent une dégradation de l'intermédiation du crédit et un ralentissement de la croissance économique, ce qui aggrave la détérioration des conditions de crédit.

Le rapport note que les autorités américaines ont abandonné leur approche fragmentaire de la crise du crédit et s'efforcent d'élaborer une stratégie globale et systématique. Entre autres mesures, le plan actuel prévoit un nouvel apport de liquidités aux marchés de crédit, qui sont bloqués parce que les établissements financiers ont peur de s'accorder mutuellement des prêts, l'achat d'actifs en difficulté pour assainir les bilans des banques et le relèvement du montant des dépôts assurés.

Mais le FMI se demande si les nouvelles mesures suffiront à rétablir la confiance dans le système de crédit, car les détails n'en sont pas encore connus. Cependant, le FMI estime que c'est un pas dans la bonne direction. Pour bénéficier du soutien du public, le programme d'achat



Karen Bleier/AFP

Le Trésor américain. Selon le FMI, les mesures prises par les États-Unis pour faire face à la crise financière sont «un pas dans la bonne direction».

d'actifs doit être bien géré et ses objectifs doivent être clairement expliqués.

Pour inverser le cercle vicieux des difficultés que connaissent les marchés financiers et rétablir la confiance, il faut traiter simultanément trois éléments connexes : la dépréciation des actifs, le dysfonctionnement des marchés de financement et l'insuffisance de capital pour soutenir la croissance du crédit.

• **Capital.** Pour permettre la croissance continue du crédit et améliorer les ratios de fonds propres des banques, le rapport estime que, à l'échelle mondiale, les banques auront besoin de 675 milliards de dollars de capital supplémentaire. Étant donné que les établissements viables peinent à mobiliser de nouveaux capitaux privés, les autorités pourraient envisager de leur injecter des capitaux en même temps qu'elles liquideraient ou assainiraient les banques non viables.

• **Financement.** En raison des difficultés extrêmes que rencontrent de nombreux établissements pour obtenir des financements de montants élevés, des garanties pourraient être envisagées à titre temporaire pour les créances privilégiées et subordonnées des banques. La garantie des dépôts des comptes de détail pourrait aussi être relevée temporairement.

• **Actifs.** Les bilans du secteur public pourraient être utilisés pour absorber les actifs sinistrés afin d'éviter qu'ils soient bradés au risque de diminuer les fonds propres des banques. Les pays dont les banques ont de gros engagements sous forme d'actifs sinistrés pourraient envisager le rachat d'actifs par l'État ou un financement par le biais d'une structure de gestion des actifs afin que le processus repose sur la clarté juridique et la responsabilisation.

Tout en traitant la crise immédiate, les autorités nationales doivent aussi réfléchir à plus long terme. Les turbulences ayant provoqué un tel bouleversement, les forces qui tendaient à protéger les pratiques commerciales et les structures réglementaires en vigueur ont reflué, ce qui donne aux autorités une plus grande liberté pour repenser l'architecture financière mondiale. Le secteur privé a aussi un rôle à jouer à cet égard.

«Nous nous trouvons face à la possibilité et à la nécessité de passer à une nouvelle architecture macroprudentielle et réglementaire, caractérisée par une approche plus intégrée et l'harmonisation des normes, ainsi que par une coordination transnationale plus étroite et plus efficace et la collaboration entre autorités de surveillance, autorités de réglementation et banques centrales», lit-on dans le rapport.

Le FMI prône les mesures suivantes :

- Les autorités doivent veiller à ce que les systèmes utilisés par les entreprises pour mesurer les risques tiennent suffisamment compte du long terme et établir des normes d'information sur les risques qui soient non seulement cohérentes d'une entreprise à l'autre mais aussi d'un pays à l'autre.
- Les banques et les sociétés de bourse doivent améliorer leur gestion des liquidités, tandis que les banques centrales doivent élaborer des mesures de soutien qui puissent être «appliquées rapidement et de façon souple en cas de tensions généralisées».
- Les banques qui sont très présentes à l'étranger doivent réévaluer leurs stratégies de prêt transnationales; les autorités doivent quant à elles améliorer la coopération entre pays et élaborer des plans d'action de manière à ce que la législation nationale ne fasse pas obstacle à la coopération interna-

tionale pour régler la situation des entreprises qui opèrent dans plusieurs pays.

Les établissements financiers continuent d'accumuler des pertes et, faute d'infusions suffisantes de capital, la viabilité de certains d'entre eux pourrait être compromise. Selon le GFSR, les pertes sur les prêts et les titres basés aux États-Unis pourraient atteindre environ 1.400 milliards de dollars EU.

Les banques ayant perdu environ 560 milliards de dollars jusqu'à fin septembre 2008, le prix de leurs actions a continué de s'effondrer et leurs perspectives de recettes se sont évanouies. La mobilisation des capitaux étant devenue plus difficile, les banques ont eu plus de mal à redresser leurs bilans.

Le risque le plus grave réside dans l'intensification des interactions négatives entre la sphère financière et l'économie réelle. En se fondant sur les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, le GFSR prévoit qu'aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni le crédit va pratiquement cesser de croître au cours de l'année à venir avant de se redresser en 2010.

L'inversion de l'effet de levier est à la fois nécessaire et inévitable, mais elle doit s'opérer de façon ordonnée. En raison des conditions qui prévalent actuellement sur les marchés, ce processus a été compliqué par les ventes d'actifs et la liquidation des actifs arrivés à échéance. Les solutions fondées sur le marché privé et consistant à fixer un plancher pour ces titres se sont révélées inopérantes.

Le gouvernement des États-Unis a récemment approuvé un plan en vertu duquel le Trésor disposera d'environ 700 milliards de dollars, moyennant quelques restrictions,

pour acheter les actifs sinistrés basés aux États-Unis dans l'espoir de limiter la vente de ces actifs à prix bradés et d'établir des prix réalistes. L'une des failles de ce plan, toutefois, tient à la difficulté de déterminer les flux de trésorerie qu'engendreront ces actifs compte tenu de l'incertitude ambiante.

Il est nécessaire de soutenir le prix des actifs, mais ce n'est là qu'un des trois éléments de la solution, note le GFSR. Les établissements financiers ont besoin de mobiliser davantage de capital, mais ils ne peuvent pas le faire dans la situation actuelle. Certains investisseurs potentiels se sont manifestés dans un premier temps, mais se sont ravisés depuis. Les modes de fonctionnement actuels des entreprises ainsi que leurs modèles de recettes sont devenus plus incertains, car la titrisation des hypothèques a pratiquement cessé.

Puisqu'il est désormais impossible d'obtenir de nouveaux capitaux sur les marchés privés, il y a lieu d'envisager d'utiliser les bilans du secteur public pour recapitaliser les banques, car les problèmes de solvabilité ont entraîné le blocage des marchés interbancaires. Enfin, les pouvoirs publics prennent des mesures pour fournir au secteur financier et à ses clients les liquidités dont ils ont besoin.

Jusqu'à récemment, les pays émergents semblaient avoir bien résisté aux retombées des problèmes des marchés établis, mais ce n'est plus le cas depuis quelques semaines. Les sorties de capitaux se sont intensifiées, ce qui a entraîné un resserrement des liquidités au niveau international et, parfois, au niveau national. Les problèmes sont plus aigus dans

les pays où le système bancaire et le secteur des entreprises sont fortement endettés et tributaires des financements internationaux.

Bien que la notion de «découplage», c'est-à-dire l'idée que les pays émergents sont de moins en moins dépendants des pays avancés, ait presque disparu du vocabulaire des économistes, certains continuaient d'espérer que, cette fois, les pays émergents ne succomberaient pas. Il est vrai qu'ils ont accompli des progrès dans plusieurs domaines.

Dans l'ensemble, leurs soldes budgétaires sont plus élevés, leurs dettes souveraines moins importantes, leurs réserves de change plus abondantes, leurs structures de décision de meilleure qualité et leurs économies plus saines. Pour beaucoup, ces améliorations sont liées à la flambée récente des cours des matières premières. Cependant, les liens de ces pays avec les marchés mondiaux et les autres économies du monde n'ont cessé de se développer et ont commencé à peser davantage que l'amélioration des indicateurs fondamentaux de l'économie nationale.

En outre, même si de nombreux pays émergents ont vu leur situation budgétaire et financière s'améliorer, d'autres restent vulnérables. Le rapport met en lumière les raisons de la vulnérabilité particulière de certains pays, par exemple de ceux qui sont tributaires de l'amélioration des termes de l'échange ou des prêts extérieurs. ■

Peter Dattels et Laura Kodres,  
Département des marchés monétaires  
et de capitaux du FMI

## Les turbulences actuelles braquent les projecteurs sur la comptabilité à la juste valeur

Le FMI a été amené à donner son avis sur une question à la fois complexe et controversée : comment les institutions financières doivent-elles valoriser leurs actifs et leurs passifs ?

Il est rare qu'un principe comptable abscons fasse l'objet d'un débat public, mais le FMI a noté que le rôle de la comptabilité à la juste valeur est examiné «à la loupe» depuis que les turbulences financières ont éclaté l'année dernière. Certains critiques estiment en effet que l'application de cette méthode comptable a aggravé la situation, en accentuant la volatilité, en amplifiant les effets du cycle conjoncturel sur la situation nette des institutions financières et en ajoutant aux incertitudes qui entourent la valorisation précise par ces institutions d'une partie de leurs actifs illiquides.

Pourtant, dans son dernier Rapport sur la stabilité financière dans le monde, le FMI conclut que cette méthode, qui vise à valoriser les actifs et passifs sur la base de prix reflétant la configuration courante des marchés, permet la plupart du temps d'obtenir l'évaluation la plus exacte.

Le FMI ne nie pas que l'application de la comptabilité à la juste valeur peut amplifier les effets procycliques sur les bilans bancaires (il a d'ailleurs

proposé des moyens d'atténuer cet impact). Cependant, dans certains cas, l'application de cette méthode comptable peut réduire les effets procycliques. Globalement, moyennant certaines améliorations, la comptabilité à la juste valeur est «le cadre comptable recommandé pour les institutions financières».

Selon le FMI, la comptabilité à la juste valeur est une méthode plus transparente que les autres et les institutions financières ainsi que les autorités de réglementation pourraient prendre des mesures pour en réduire les effets procycliques. Pour une partie, affirme le FMI, le problème tient moins à la méthode elle-même qu'à la façon dont les institutions financières l'utilisent pour prendre leurs décisions et gérer les risques. Il suggère que les institutions financières prennent les mesures suivantes :

- compléter sélectivement les informations servant de base à la valorisation des actifs et passifs ;
- relever, avec l'accord des régulateurs, le volant de capital de précaution et les provisions pour amortir l'impact des fluctuations cycliques sur les bilans ;
- publier à intervalles plus rapprochés des rapports comptables plus courts, moins généraux et ciblés en fonction des besoins des différents utilisateurs.

# L'impact de la crise financière sur l'économie réelle risque d'être violent

D'après une récente étude du FMI, les épisodes de turbulences financières qui se caractérisent par des difficultés dans le secteur des banques commerciales et des banques d'affaires sont plus susceptibles d'être associés à des phases de repli graves et prolongées.

Intitulée *Financial Stress and Economic Downturns*, l'étude montre que les phases de contraction et les récessions précédées de tensions financières affectant les principaux intermédiaires financiers sont généralement plus sévères que les autres. Celles qui font suite à des tensions dans le secteur bancaire, en particulier, tendent à se traduire par des pertes de production cumulées deux à trois fois supérieures et à durer entre deux et quatre fois plus longtemps.

Les auteurs ont construit un indice des turbulences financières observées sur les marchés bancaire, boursier et des changes de dix-sept pays avancés au cours des trente dernières années. Quelque 113 périodes de turbulences financières sont recensées, dont la moitié sont associées au secteur bancaire. Pour l'autre moitié, elles concernent principalement les marchés des titres mobiliers et des changes. D'après cet indice, les remous financiers actuels se classent parmi les plus violents que les États-Unis ont connus et parmi les plus amples, puisqu'ils ont affecté presque tous les pays de l'échantillon.

L'étude constate que toutes les périodes de tensions financières ne débouchent pas sur un ralentissement ou une récession; les conditions de départ jouent un rôle capital. La probabilité qu'un épisode de tumultes financiers soit suivi d'une décélération marquée dépend de l'ampleur de la hausse des prix de l'immobilier et du crédit total pendant la période le précédant. Par ailleurs, si le recours accru des entreprises à des financements extérieurs est associé à des fléchissements plus brutaux de l'activité après les turbulences, l'ampleur des déséquilibres financiers dans le secteur des ménages est un facteur crucial, qui détermine si le repli dégénérera en récession.

Selon l'étude, l'innovation financière et la transition vers des systèmes financiers plus concurrentiels — où l'intermé-



Michael Nagler/Getty Images

La consommation des ménages pourrait jouer un rôle plus important que d'habitude dans le ralentissement actuel de l'économie américaine.

tion s'effectue davantage par le biais des marchés financiers que dans le cadre d'activités classiques fondées sur la relation emprunteur—prêteur — n'a pas augmenté le risque de tensions financières d'origine bancaire. Néanmoins, dans les systèmes plus concurrentiels, les récessions précédées de tensions bancaires tendent à se caractériser par une atonie plus marquée de l'activité.

Le comportement procyclique de l'effet de levier est peut-être l'une des raisons pour lesquelles, dans les systèmes de pleine concurrence, les tensions bancaires sont associées à des ralentissements plus sévères de l'activité. Alors que la coexistence de deux moteurs de l'intermédiation financière (les banques et les marchés) semblerait synonyme d'une diversification des circuits de financement, l'étude montre que le levier bancaire tend à être plus procyclique même dans les systèmes financiers concurrentiels.

Par conséquent, quand ce type de système subit un choc, le désendettement bancaire est plus brutal, ce qui peut peser plus lourdement sur les ressources disponibles pour l'octroi de crédits dans le reste du monde.

L'étude replace l'épisode actuel de turbulences financières dans une perspective historique en le comparant à six épisodes bien connus qui ont été observés dans des pays avancés dans les années 90. Ils ont frappé les États-Unis, la Finlande, la Norvège, le Royaume-Uni et la Suède au début des années 90, et le Japon pendant toute la décennie.

La comparaison confirme que les périodes de remous financiers associées à

un renchérissement rapide du crédit et de l'immobilier et à un recours plus massif des entreprises et des ménages au crédit ont débouché sur de plus fortes contractions.

Par rapport à ces épisodes de turbulences financières, les ajustements et les déséquilibres initiaux observés jusqu'ici rappellent à plusieurs égards les épisodes de tensions antérieurs qui avaient été suivis de récessions. Aux États-Unis, le processus de désendettement des ménages est même plus rapide que lors des récessions typiques du passé, bien que, s'agissant des entreprises, le processus semble avoir été un peu plus lent, avec, surtout, un niveau initial plus élevé.

Plus généralement, les bilans des entreprises et leur recours aux financements extérieurs reposaient sur des fondements plus solides avant le début de la crise; elles devraient donc faire preuve d'une certaine résilience. Néanmoins, compte tenu de la taille du marché hypothécaire américain et du rôle de l'investissement dans l'immobilier d'habitation, il semblerait que l'épargne et la consommation des ménages pèsent bien plus lourd dans le ralentissement actuel que dans les crises antérieures.

Sur le plan positif, des mesures préventives ont été adoptées, comme le montrent les baisses prononcées des taux directeurs et les dispositions prises pour renflouer les liquidités des banques commerciales et des banques d'investissement, ainsi que les initiatives visant à soutenir directement le marché hypothécaire.

Dans la zone euro, l'ajustement des prix immobiliers et du crédit a jusqu'à présent été plus progressif qu'aux États-Unis, mais il semble marquer une nette accélération. En outre, s'agissant du recours des entreprises à des financements extérieurs, le niveau initial était plus élevé.

Malgré d'importantes disparités d'un pays à l'autre, la situation des ménages de la zone euro est globalement bien plus solide, ce qui est une caractéristique distinctive des crises financières non suivies de récessions. ■

Subir Lall

Département des études du FMI

### Où en sont Fannie et Freddie?

**E**xerçant les pouvoirs qui lui ont été conférés par le Congrès, le Secrétaire au Trésor des États-Unis a acheté le 7 septembre des titres émis par les deux principales entreprises financières d'intérêt public (*government-sponsored enterprises*, GSE) — la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) et la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

En même temps, le nouveau régulateur — la Federal Housing Finance Agency (FHFA) — a mis les GSE sous administration judiciaire et remplacé leurs dirigeants. Cette intervention spectaculaire pose plusieurs questions. Le gouvernement choisira-t-il un marché hypothécaire explicitement garanti (et probablement subventionné) par l'État ou une option relevant clairement du secteur privé? Plus fondamentalement, les GSE doivent-elles continuer à gonfler les fortes subventions destinées à la propriété immobilière aux États-Unis? Si oui, le crédit hypothécaire doit-il être la méthode préférée pour financer l'achat de logements?

#### Que sont les GSE?

Les deux GSE ont été créées pour fournir des liquidités au marché des hypothèques résidentielles, ce qui abaissait les taux d'emprunt et favorisait la propriété. Elles ont été fondées comme sociétés concurrentielles du secteur privé (mais avec des chartes fédérales) à la fin des années 60 (toutefois Fannie Mae a été créée pendant les années 30 comme entreprise publique). Elles rachètent aux prêteurs des hypothèques conformes aux critères normaux, les regroupent en titres adossés à des hypothèques (TAH) appuyés sur des garanties de crédit et les vendent sur le marché.

En outre, elles achètent des titres liés à des hypothèques, des prêts et d'autres types d'actifs pour leurs portefeuilles. Ces achats sont financés par des titres de dette assortis de faibles rendements puisque les investisseurs assument que le Trésor ne les laisserait pas faire défaut.

#### D'où vient la crise des GSE?

Les GSE, qui sont essentiellement des «structures ad hoc» de l'État américain,



Karen Bleier/AFP

Fannie Mae et Freddie Mac avaient été créés pour fournir des liquidités au marché des prêts à l'habitat.

étaient des institutions à fort effet de levier, à la fois assureurs spécialisés en obligations hypothécaires et fonds d'investissement. Elles étaient incitées à augmenter leurs portefeuilles de titres adossés à des actifs, en utilisant les faibles coûts de financement dus à la garantie implicite des contribuables, au bénéfice des actionnaires et des dirigeants. Elles profitaient aussi de ratios de fonds propres plus bas que les entités comparables du secteur privé.

Il n'est pas certain que les emprunteurs américains aient bénéficié de ce dispositif. Une étude de la Réserve fédérale estime que les taux à 30 ans étaient en moyenne plus bas de 7 points de base grâce à leur existence, la plus grande partie de la subvention implicite allant aux actionnaires, obligataires et dirigeants. Les GSE avaient déjà connu des problèmes de couverture sur taux d'intérêt dans les années 90 et des scandales comptables au début des années 2000. Certains observateurs, notamment le FMI, demandaient qu'elles soient liquidées ou réglementées plus strictement, ou que leurs objectifs soient profondément modifiés.

Les GSE ont pu éviter ces situations en arguant que leurs activités favorisaient la propriété immobilière et en pratiquant un lobbying intensif. Toutefois, après leurs problèmes comptables, le régulateur précédent avait augmenté leurs ratios de fonds propres et gelé la croissance de leurs portefeuilles.

Les problèmes récents des GSE étaient dus à la faiblesse du marché immobilier américain qui a gonflé les pertes sur leurs portefeuilles de TAH risqués et accru les provisions sur leurs portefeuilles hypothécaires puisque les taux d'impayés et de saisies sur les hypothèques de bonne qualité commençaient à monter.

Parallèlement, le Congrès a chargé les GSE de soutenir davantage le marché immobilier qui s'effondrait en augmentant le montant maximum des prêts qu'elles étaient autorisées à garantir, tandis que le régulateur relâchait les contraintes sur leurs portefeuilles de TAH. Les pertes et leurs activités supplémentaires les ont forcées à accroître leurs commissions, durcir leurs critères et chercher des capitaux sur le marché.

Initialement elles ont pu lever des capitaux mais, comme les pertes continuaient, que le marché du logement se dégradait et que le cours de leurs actions fléchissait, c'est devenu de plus en plus difficile et coûteux.

#### Pourquoi le Trésor a-t-il agi?

Les autorités américaines sont intervenues pour trois raisons. Premièrement, à cause de l'effondrement de la titrisation «privée» des hypothèques depuis l'automne 2007, les GSE (avec Ginnie Mae, qui titrise les prêts de la Federal Housing Administration (FHA)) sont en fait les seuls émetteurs de TAH (assurant ensemble 95 % du marché au premier semestre 2008).

En effet les banques et les autres prêteurs n'ont augmenté leurs portefeuilles de prêts hypothécaires que de 17,5 milliards de dollars au premier semestre 2008, soit moins de 2 % des prêts totaux. Si les GSE avaient cessé leur activité, l'accès aux hypothèques aurait dépendu totalement de la FHA puisque les banques n'ajoutent actuellement que très peu d'hypothèques à leurs bilans.

Deuxièmement, les taux et les coûts des hypothèques ont augmenté à cause de la montée des rendements sur les TAH des GSE et de leurs commissions. Pour y remédier et stimuler le marché du logement, le Trésor a accepté non seulement de garantir le capital des GSE, mais aussi de leur acheter de nouveaux TAH. Cette intervention

a abaissé les taux hypothécaires à 30 ans d'environ 50 points de base et fait monter du même coup les contrats à terme sur immobilier de 1,5–1,75 %. Les commissions des GSE ont aussi été abaissées après le sauvetage pour diminuer le coût pour les emprunteurs.

Troisièmement, le Trésor est intervenu pour redonner confiance dans les TAH et les dettes des GSE, qui ont été beaucoup achetées par des banques et des investisseurs étrangers. Les banques américaines détiennent environ 1.100 milliards de dollars en titres des GSE et les investisseurs étrangers 1.100 milliards également. Une nouvelle baisse de la valeur de ces titres aurait encore entamé la position de capital déjà fragilisée des banques commerciales américaines, tandis que la cessation de paiement et le défaut sur les titres prioritaires des GSE auraient été considérés comme une rupture de confiance implicite par les investisseurs publics étrangers avec des conséquences peut-être graves pour la valeur du dollar et la capacité du pays à attirer des capitaux.

Pour redonner confiance et réduire les coûts éventuels pour les contribuables américains, le Trésor et la FHFA ont injecté suffisamment de capitaux sous forme d'actions privilégiées prioritaires dans les GSE afin de garantir leur solvabilité, tout en les plaçant sous administration judiciaire et non sous séquestre. On évitait ainsi que le Trésor garantisse explicitement la dette des GSE, tout en donnant à la FHFA un contrôle sur leurs grandes décisions financières. La mise sous séquestre aurait entraîné la liquidation des GSE et accéléré le règlement de divers contrats de prêt. Les autorités ont donc pris le contrôle des GSE et fortement dilué le capital de leurs actionnaires privilégiés et ordinaires sans pousser les institutions à la banqueroute.

### Combien vont coûter ces mesures?

En juillet, le Congressional Budget Office a estimé le coût pondéré par les probabilités à 25 milliards de dollars, la fourchette allant de 0 à plus de 100 milliards. Les commentateurs les plus pessimistes situent le coût aux environs de 200–300 milliards. L'accord du Trésor avec les GSE envisage une injection d'actions privilégiées prioritaires allant jusqu'à 100 milliards dans chacune d'entre elles, mais ce chiffre est présenté comme très supérieur aux pertes probables, notamment parce que les activités actuelles sont considérées comme rentables. Le FMI estime que

les GSE vont maintenant subir des pertes de 95–125 milliards sur leurs créances. Si on voulait porter la capitalisation des GSE au niveau du secteur privé, il faudrait peut-être un apport supplémentaire de 80–100 milliards, dont on récupérerait beaucoup par les ventes futures au secteur privé. Le coût pour le portefeuille du contribuable serait diminué dans la mesure où les GSE conservent les bénéfices de leurs activités actuelles hautement rentables.

Le traitement comptable de la dette et du budget des GSE dans le bilan de l'État fédéral est encore en discussion. Toutefois, selon les normes publiques internationales, les GSE sont maintenant «contrôlées» par l'État et deviennent donc des «entreprises publiques». Leurs engagements et avoirs bruts seront maintenant comptabilisés dans le budget des administrations publiques. Cette modification a un impact significatif sur l'endettement brut des administrations publiques américaines, mais un effet négligeable sur leur endettement net.

### Quel avenir pour les GSE?

Les autorités américaines n'ont pas mis les GSE sous séquestre alors qu'elles en avaient l'occasion. Elles ont laissé le prochain gouvernement décider de leur avenir. Toutefois, le Trésor a introduit deux «pilules empoisonnées» dans l'accord pour s'assurer que les GSE ne pourraient pas rester indéfiniment dans leur état initial.

Premièrement, les GSE ont accepté de réduire leurs portefeuilles de 10 % par an à partir de 2010, donc en fait de diminuer le risque d'investissement qu'ils comportent. Deuxièmement, le Trésor pourra prélever une commission fondée sur le marché pour la garantie du capital fournie par le contribuable, ce qui élimine potentiellement la subvention implicite. Ces dispositions signifient presque certainement que le prochain gouvernement devra régler le sort des GSE quand le marché du logement se sera stabilisé. Quelles sont les options?

1) **Entreprises véritablement publiques.** Les GSE pourraient devenir propriété de l'État, si l'on éteignait les créances des actionnaires privés. Comme la FHA et Ginnie Mae, elles emprunteraient sur le marché avec une garantie explicite de l'État, mais avec un rendement plus élevé que celui des titres du Trésor. En fait, le contribuable fournirait une assurance-crédit hypothécaire et obligatoire, donc subventionnerait la propriété immobilière. Sauf si les GSE

faisaient alors face à des contraintes de quantité ou de prix, les banques ou les émetteurs de titres du secteur privé ne pourraient pas leur faire concurrence et il ne leur resterait que les prêts les plus risqués ou les plus complexes.

2) **Version modifiée de l'ancien modèle.** Les GSE pourraient être recapitalisées progressivement par autofinancement, les actions privilégiées du Trésor étant rachetées et la dette éteinte. Elles reviendraient à leur statut premier de «secteur privé», mais avec une réglementation de leur fonds propres et de leurs portefeuilles comparable à celle de leurs équivalents du secteur privé.

3) **Démembrement et privatisation totale.** Si l'on juge nécessaire de conserver des institutions qui garantissent et standardisent les hypothèques et les TAH pour créer de la liquidité, on pourrait transformer les GSE en simples sociétés d'assurance-caution qui perdraient leur charte fédérale, seraient scindées en des institutions multiples pour assurer la concurrence et privatisées. Toutefois, ces actions impliqueraient une réforme profonde de la réglementation de l'assurance aux États-Unis.

4) **Liquidation.** Quand le marché du logement serait stabilisé, on pourrait liquider progressivement les activités des GSE, en laissant les créances arriver à échéance et en diminuant graduellement les émissions pour permettre qu'elles soient remplacées par le secteur privé. Toutes leurs fonctions résiduelles de politique économique pourraient être transférées explicitement à la FHA.

La nécessité de clarifier le statut et le rôle des GSE et de distinguer les objectifs du public et ceux du privé plaide contre la deuxième option. Le risque de les transformer en véritables entreprises publiques est qu'elles deviennent un autre moyen d'accorder des subventions déguisées à des groupes d'intérêt politiques et que le marché américain du logement dépende du niveau de risque financier concentré que les contribuables accepteraient de prendre pendant une crise immobilière. La note AAA des États-Unis pourrait légitimement être remise en question dans un tel dispositif. Ces arguments montrent que les options 3 et 4 sont les meilleures, même si la transition devait s'avérer compliquée. On pourrait standardiser la structure des TAH par une coordination du secteur privé. ■

Paul Mills, Département  
des marchés monétaires et des capitaux du FMI

## Analyse des taux de change : la perspective multilatérale du FMI

La mission fondamentale du FMI est de promouvoir la stabilité économique dans le monde, une tâche dont il s'acquitte en surveillant l'économie mondiale et les politiques économiques et financières de ses 185 pays membres. L'un des pivots de son activité de surveillance est l'analyse des taux de change. Mais en quoi le travail du FMI sur les taux de change est-il réellement bénéfique aux différents membres de l'organisation et à l'économie mondiale ?

Dans un entretien accordé au *Bulletin*, deux experts répondent aux questions d'Archana Kumar concernant le travail et la réflexion du FMI sur les taux de change. Il s'agit de Jonathan Ostry, Directeur adjoint du Département des études, et de Gian Maria Milesi-Ferretti, Chef de la division des questions relatives aux taux de change de ce département.

**Bulletin :** En quoi consiste exactement le travail du FMI sur les questions de taux de change ?

**M. Ostry :** Aux termes des Statuts du FMI, l'une des principales responsabilités de l'institution et de ses membres est d'assurer «le maintien de régimes de change ordonnés et de promouvoir un système stable de taux de change». Plus simplement, le système doit faciliter les échanges de biens, de services et de capitaux entre les pays, préserver une croissance économique saine et une stabilité raisonnable des prix, et favoriser la stabilité économique et financière. Par conséquent, les discussions sur les questions liées aux taux de change (ce que nous désignons par le terme «surveillance des taux de change») ont toujours occupé une place centrale dans le dialogue entre le FMI et ses pays membres. Naturellement, le monde a connu de profonds changements comme, par exemple, l'effondrement du système de parités fixes de Bretton Woods. Mais le FMI s'est adapté et a amélioré en conséquence son cadre d'analyse des taux de change.

En outre, le Groupe consultatif sur les taux de change (CGER) du FMI procède à des évaluations analytiques pour détermi-



Jonathan Ostry : l'objectif de la surveillance est d'alerter les autorités de l'émergence d'un problème.

ner si un taux est surévalué, sous-évalué ou globalement justifié compte tenu des fondamentaux de l'économie concernée. Depuis le milieu des années 90, ces avis constituent une part importante de notre travail sur les taux de change.

**Bulletin :** Pourquoi ce travail est-il important ?

**M. Ostry :** L'objectif de la surveillance est de récolter des informations en vue d'engager un dialogue constructif avec les autorités d'un pays au sujet des politiques qu'elles conduisent. Le but est de les alerter très tôt de l'émergence d'un problème pour éviter des sorties de crise difficiles. Laissez-moi vous donner un exemple. Les écarts par rapport au taux de change d'équilibre à moyen terme peuvent s'expliquer de plusieurs façons. Ils peuvent résulter de politiques intenable ou engendrant des distorsions et fausser les incitations destinées au secteur privé; ils peuvent annoncer un retour à l'équilibre, par exemple une dépréciation importante, susceptible d'avoir des effets intérieurs ou extérieurs négatifs; ils peuvent aussi s'inscrire dans un processus d'alignement déjà compris et intégré par les marchés et ne poser aucun problème en termes de politique économique. La surveillance des taux de change doit donc s'appuyer sur un processus d'analyse et de dialogue pour identifier l'hypothèse la plus susceptible d'être exacte.

**Bulletin :** Les progrès de la mondialisation ont-ils fait évoluer la réflexion et le travail du FMI sur les taux de change ?

**M. Milesi-Ferretti :** Tout à fait. L'accélération de la mondialisation a coïncidé avec une importance accrue des taux de change. Ces quinze dernières années, le commerce international et l'intégration financière ont connu un essor très rapide. Les interconnexions entre les économies sont devenues plus étroites et les évolutions observées à l'échelle d'un pays se répercutent plus largement hors de ses frontières. Les variations de change, qui reflètent le prix relatif des biens et des actifs financiers dans un pays par rapport aux prix pratiqués ailleurs, sont à coup sûr la principale courroie de transmission des chocs d'une économie à l'autre. Les pays à économie émergente, dont la contribution au PIB mondial s'est fortement accrue, en ont été les premiers vecteurs. Dans un tel contexte, il faut impérativement utiliser l'approche «globale» du FMI pour évaluer l'adéquation des taux de change aux fondamentaux à moyen terme.

**Bulletin :** L'évolution de la méthode d'analyse et d'évaluation des taux de change est-elle bénéfique aux membres du FMI ?

**M. Ostry :** Nous avons beaucoup appris de nos interactions avec les administrateurs du FMI, ainsi que de nos initiatives de sensibilisation. D'après les retours que nous avons eus, les cadres élaborés par le CGER peuvent être utiles, mais des analyses spécifiques par pays sont également nécessaires. Ce point est important, car le CGER ne peut pas prendre en compte chaque facteur ayant une incidence sur les taux de change d'un pays donné. Bien qu'essentiel, le travail du CGER n'est pas suffisant en lui-même.

S'agissant de nos priorités actuelles, nous avons mis au point un outil d'auto-évaluation pour déterminer si les évaluations du CGER aident à prédire la trajectoire des taux de change réels. Les premiers résultats sont encourageants, car les prévisions du CGER concernant les variations de change à moyen terme semblent

correctes. Nous élaborons également des méthodes pour évaluer les taux de change et les déséquilibres extérieurs des exportateurs de ressources naturelles non renouvelables, qui ne sont pas encore couverts par l'exercice CGER. L'envolée des prix des produits de base ne fait que souligner la pertinence d'une telle initiative.

**Bulletin :** Dans le domaine de la recherche sur les taux de change, quels sont selon vous les avantages comparatifs du FMI?

**M. Milesi-Ferretti :** Je dirais qu'il y en a deux. Premièrement, quand le FMI travaille sur le taux ou le régime de change d'un pays en particulier, il peut s'appuyer non seulement sur son excellente connaissance du pays, mais aussi sur toute une série d'autres expériences. Cet éclairage international peut être très utile pour conseiller au mieux le pays concerné.

Deuxièmement, l'analyse des taux de change par le FMI se fonde sur une approche multilatérale, qui ne prend pas seulement en compte le taux de change du pays, mais l'ensemble des taux de change de l'économie mondiale. Cette perspective multilatérale est capitale au regard de la mission de «maintien de régimes de change ordonnés et de promotion d'un système stable de taux de change» que Jonathan a évoquée. Mais elle est également essentielle pour pouvoir émettre un avis éclairé sur le niveau d'un taux de change ou le degré de stabilité extérieure d'une économie. En effet, l'avis émis doit tenir compte de la manière dont la situation d'un pays et ses politiques influent sur l'économie mondiale, et inversement. La perspective multilatérale est aussi le «plus» apporté par le CGER par rapport à l'analyse par pays.

**Bulletin :** Comment détermine-t-on qu'une monnaie présente un «désalignement significatif»?

**M. Ostry :** On se fonde sur les estimations du CGER et les résultats des analyses par pays, mais également sur une évaluation plus générale de la probabilité que le taux de change d'un pays et ses politiques connexes soient une menace pour la stabilité extérieure. Schématiquement, l'instabilité extérieure désigne le risque de fluctuations soudaines et brutales des flux de capitaux ou des taux de change. Ces variations peuvent avoir des conséquences macroéconomiques fâcheuses pour le pays lui-même ou ses partenaires commerciaux.



Eugenio Salazar/FMI

Milesi-Ferretti : «L'analyse des taux de change par le FMI se fonde sur une approche multilatérale».

**Bulletin :** Voici plus d'un an que l'économie mondiale est en proie à de graves tensions économiques et financières. De manière générale, comment la crise financière a-t-elle perturbé les variations de change?

**M. Milesi-Ferretti :** La crise financière a d'abord sapé la confiance dans les titres adossés à des actifs hypothécaires à risque américains, qui étaient détenus par des banques américaines ou des investisseurs étrangers. La Réserve fédérale a réagi rapidement en abaissant les taux d'intérêt américains à court terme. Cependant, la baisse de rendement des actifs américains sans risque et le net recul de la demande de titres adossés à des actifs ont rendu le dollar moins attrayant pour les investisseurs étrangers, entraînant la devise américaine à ses plus bas niveaux depuis quelques années.

En outre, la crise a provoqué une réévaluation générale des risques sur les marchés financiers. Il en a résulté un affaiblissement des monnaies des pays affichant d'importants déficits courants et des taux d'intérêt élevés, ainsi qu'un dénouement des opérations de *carry trade*, qui consistent à emprunter des fonds dans des monnaies à faible taux d'intérêt, comme le yen, pour les placer dans des monnaies mieux rémunérées, comme le dollar néo-zélandais.

Ces dernières semaines, les signes d'un ralentissement économique ont été observés ailleurs qu'aux États-Unis, notamment dans la zone euro et en particulier au Royaume-Uni, où les prix du logement avaient très fortement augmenté. La réévaluation de l'environnement macroéconomique mondial et l'évolution des anticipations relatives à la trajectoire des

taux d'intérêt se sont traduites par un recul marqué de la livre sterling et un raffermissement du dollar vis-à-vis de l'euro.

**Bulletin :** La récente crise financière a aussi montré de manière très saisissante comment les politiques économiques d'un pays peuvent avoir des retentissements dans de nombreux autres pays. Le travail du FMI sur les taux de change intègre-t-il ces effets transnationaux?

**M. Ostry :** Oui. Premièrement, le FMI s'intéresse essentiellement aux taux «multilatéraux», c'est-à-dire aux taux de change effectifs réels, qui ne reflètent pas seulement le taux de change et l'inflation par rapport à un seul pays (couple euro-dollar, par exemple), mais par rapport à l'ensemble des principaux partenaires commerciaux. De même, notre travail d'identification du point d'équilibre des taux de change réels se concentre sur les effets de l'évolution des fondamentaux sous-jacents (croissance de la productivité, tendances démographiques, etc.) non seulement dans le pays concerné, mais aussi par rapport au reste du monde, toujours pour offrir une perspective multinationale.

Deuxièmement, l'analyse des taux de change effectuée par le FMI doit obéir au principe de «cohérence multilatérale» : si une ou plusieurs monnaies principales sont considérées comme «sous-évaluées», un certain nombre d'autres monnaies doivent logiquement être «surévaluées». Au final, les sur- et les sous-évaluations doivent s'équilibrer. Là encore, notre analyse doit impérativement se fonder sur une perspective multilatérale cohérente.

Troisièmement, et de manière plus générale, l'analyse des taux de change par le FMI s'inscrit dans sa mission de surveillance multilatérale. Lorsqu'on étudie les évolutions observées dans les différentes économies, en particulier les plus importantes sur le plan systémique, leurs incidences sur l'économie mondiale constituent un aspect primordial. La consultation multilatérale sur les déséquilibres mondiaux, qui avait réuni l'Arabie Saoudite, la Chine, les États-Unis, la zone euro et le Japon, est un exemple d'application pratique des activités de surveillance multilatérale. Cette consultation a encouragé la conduite de politiques pouvant servir au mieux les intérêts de chaque pays, mais également préserver la croissance et atténuer les déséquilibres de l'économie mondiale. ■

# Le FMI va ouvrir quatre nouveaux centres d'assistance technique

**P**our accroître l'aide apportée aux pays membres à l'échelle régionale, le FMI envisage d'ouvrir quatre nouveaux centres d'assistance technique : un en Amérique centrale, un en Asie centrale et deux centres supplémentaires en Afrique. Ce projet répond à une demande de la part des pays et se justifie par les résultats positifs déjà obtenus en matière d'assistance régionale. Les nouveaux centres africains compléteront les centres déjà ouverts en Tanzanie, au Mali et au Gabon.

L'objectif des centres est de combiner les conseils stratégiques dispensés par le siège du FMI à Washington et l'assistance technique au renforcement des capacités qui est fournie sur le terrain. Les nouveaux centres desserviront les pays suivants :

- **Amérique centrale** : Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panama et République Dominicaine.
- **Asie centrale** : Azerbaïdjan, Kazakhstan, Mongolie, Ouzbékistan, République kirghize, Tadjikistan, Turkménistan et, peut-être, Pakistan.
- **Afrique** : la liste des pays desservis par les nouveaux centres n'a pas encore été arrêtée, mais le deuxième centre d'Afrique de l'Ouest pourrait couvrir le Cap-Vert, la Gambie, le Ghana, le Libéria, le Nigéria et la Sierra Leone, tandis que le centre pour l'Afrique australe couvrirait l'Afrique du Sud, l'Angola, le Botswana, les Comores, le Lesotho, Madagascar, Maurice, le Mozambique, la Namibie, les Seychelles, le Swaziland, la Zambie et le Zimbabwe.

Comme les centres régionaux existants, les nouveaux centres travailleront avec le siège du FMI pour définir et mettre en œuvre un programme d'assistance technique et de formation aux pays sur une base régionale. Ils veilleront également à soutenir les efforts d'intégration économique régionale déployés par les pays desservis. L'assistance fournie par le FMI appuiera ces efforts, notamment en promouvant l'harmonisation et la coordination des politiques économiques nationales.

### Dix ans de recul

Au fil des dix dernières années, les centres régionaux sont devenus des acteurs majeurs



Jerome Delay/AFP/Getty Images

Une école à Maputo. Le Mozambique est un des pays qui serait desservi par le centre régional d'assistance technique de l'Afrique australe proposé par le FMI.

de travail d'assistance technique réalisé par le FMI. L'expérience a montré que ces centres, financés pour l'essentiel par les donateurs, peuvent notablement aider les pays à conduire leurs réformes économiques en coordination avec le siège du FMI.

Chaque centre dessert un petit groupe de pays et constitue une base régionale pour les conseillers résidents qui interviennent dans ces zones clés. Grâce à leur proximité géographique avec les pays desservis, les centres régionaux sont mieux placés que les services centraux pour régler au quotidien les problèmes de mise en œuvre des réformes. Du fait de leur complémentarité avec le siège du FMI, ils se sont révélés de précieuses plateformes pour accroître l'efficacité de l'assistance à plusieurs niveaux :

- Présents sur le terrain, les conseillers résidents des centres régionaux peuvent mieux cerner les besoins et le contexte propre à chaque pays et assurer un suivi plus étroit et constant de l'assistance fournie.
- Les centres régionaux sont guidés par des comités d'orientation qui réunissent des représentants des donateurs, des pays bénéficiaires et d'autres organismes internationaux. Ceci favorise la coordination de l'aide et l'appropriation des réformes, conformément aux objectifs de la Déclaration de Paris sur l'aide au développement.
- Les centres régionaux offrent de bonnes perspectives d'économies d'échelle. Les pays géographiquement proches les uns des autres ont généralement des structures économiques et des besoins d'assistance

identiques. Une approche régionale permet donc de leur apporter une aide plus importante à un moindre coût. Les centres, en outre, peuvent favoriser les partages d'expériences entre pays. Les responsables des réformes nationales peuvent ainsi adopter des pratiques optimales éprouvées et réduire au minimum les risques liés aux réformes.

### Intégration stratégique et synergies

L'essor des centres régionaux s'appuie principalement sur l'existence de similitudes entre pays voisins. En ce qui concerne, par exemple, le centre pour l'Amérique centrale, les pays bénéficiaires ont singulièrement accéléré leur intégration ces dernières années, notamment en créant et renforçant des organismes régionaux clés pour guider le processus. Il s'agit, entre autres, du Conseil monétaire d'Amérique centrale, du Conseil des ministres des finances et du Conseil des autorités de surveillance du secteur financier.

L'entrée en vigueur de l'Accord de libre-échange entre l'Amérique centrale, les États-Unis et la République Dominicaine, ainsi que le projet de finaliser une union douanière d'Amérique centrale, constituent d'autres étapes importantes sur la voie de l'intégration. Très favorable à ces initiatives, le FMI renforce depuis quelques années l'assistance fournie aux pays centraméricains. La création d'un centre régional donnerait une impulsion décisive à cette démarche.

### Des besoins d'assistance comparables

Le projet d'ouvrir des centres en Asie centrale et en Afrique australe se justifie également par l'existence de similitudes régionales.

Les pays couverts en Asie centrale seraient largement les mêmes que ceux du Programme de coopération économique régionale en Asie centrale, tandis que le centre pour l'Afrique australe desservirait essentiellement les pays de la Communauté du développement de l'Afrique australe. Les pays qui devraient être concernés par le deuxième centre en Afrique de l'Ouest ont des besoins d'assistance très comparables.

De surcroît, la création de deux nouveaux centres africains serait l'aboutisse-

ment de la vision décrite en 2001 dans l'Initiative pour le renforcement des capacités en Afrique, dont l'objectif était d'ouvrir cinq centres régionaux pour desservir toute l'Afrique subsaharienne.

### Orientation stratégique et gouvernance

Le principe d'une organisation tripartite ne s'applique pas seulement aux questions financières, mais aussi à la structure de gouvernance. Chaque centre est supervisé par un comité d'orientation composé de représentants des pays bénéficiaires, des donateurs et du FMI. Ces comités donnent une orientation stratégique aux programmes de travail des centres, dans le cadre d'un processus consultatif permettant aux acteurs concernés de prendre l'assistance conjointement en charge.

Complémentaire du travail réalisé au siège du FMI à Washington, l'assistance régionale sera coordonnée avec l'aide que le siège continuera de fournir par ailleurs. Ces deux canaux sont évoqués dans les *Notes de stratégie régionale*. Les plans stratégiques contenus dans ces notes décrivent et hiérarchisent les besoins des pays en matière de renforcement des capacités. Ils s'inscrivent dans une perspective à moyen terme et dans le cadre des activités de surveillance et de prêt du FMI, dans un souci d'équilibre entre les exigences de politique économique à court terme et les besoins en renforcement des capacités à moyen terme.

La participation et le soutien d'organes et d'organismes régionaux clés ont toujours été deux aspects importants pour les centres régionaux.

Ces derniers connaissent parfaitement le terrain et les réformes conduites au niveau local. Il est clair que, pour les centres existants, le soutien solide apporté par les banques de développement et les institutions financières régionales a été décisif pour obtenir des financements auprès d'autres donateurs. Chaque centre travaillera donc en étroite collaboration avec les organismes régionaux compétents pour aider les pays qu'il dessert à réaliser leur programme de réformes.

Le fait que les donateurs soient représentés dans les comités d'orientation permet également de mieux coordonner l'assistance fournie par le FMI et celle des autres organisations. Diverses évaluations indépendantes ont montré que ce mode de fonctionnement avait bien réussi aux premiers centres.

Il faut noter que les engagements financiers substantiels pris par les pays bénéficiaires confirment de plus en plus qu'ils prennent en charge leurs centres régionaux respectifs et les soutiennent.

### L'avenir

En attendant la constitution de comités d'orientation pour chaque nouveau centre, des groupes de travail ont déjà été formés pour piloter le processus. Des discussions ont été engagées d'une part avec les pays bénéficiaires — pour faire une première évaluation de ce que pourraient être leurs besoins et leurs priorités en matière d'assistance — et, d'autre part, avec les donateurs, sur leur participation éventuelle au financement des nouveaux centres. La prochaine ouverture devrait être celle du centre pour l'Amérique centrale, prévue d'ici avril 2009. ■

## Le FMI va lancer des fonds fiduciaires pour appuyer l'assistance technique

Le FMI prévoit de lancer une série de fonds fiduciaires pour orienter son assistance technique vers des questions spécifiques. La démarche des fonds fiduciaires spécialisés, fondée sur l'idée de menu, vise à compléter les ressources du FMI déjà affectées à l'assistance technique.

La demande d'assistance technique du FMI augmente continuellement, surtout celle des pays à revenu faible et intermédiaire (tranche inférieure) qui cherchent à édifier les institutions et la capacité nécessaires pour mettre en place des politiques favorables à la croissance. Pour satisfaire cet accroissement de la demande et mieux coordonner l'assistance, le FMI cherche à renforcer ses partenariats avec les donateurs en les impliquant sur une base plus large, dans une perspective à plus long terme et plus stratégique.

L'idée consiste à regrouper les ressources des donateurs dans des fonds fiduciaires à donateurs multiples qui complèteraient les ressources du FMI consacrées à l'assistance, tout en mobilisant ses compétences et son expérience. Le modèle de financement devrait fonctionner par région et par sujet spécialisé, offrant aux donateurs divers points d'entrée en fonction de leurs priorités. Complétant les centres régionaux d'assistance technique du FMI, les fonds fiduciaires spécialisés offriront une couverture géographique globale et un champ d'action spécialisé.

Ces fonds, appuyés par un programme de recherche, visent à se situer à l'avant-garde des meilleures pratiques internationales dans l'apport d'assistance, en traitant les questions particulièrement pointues ou dans le cadre de leur spécialité. Les fonds créeraient des synergies avec le travail des centres

régionaux du FMI, qui se concentrent sur la mise en œuvre concrète sur place des conseils donnés.

Les fonds fiduciaires proposés présentent divers avantages par rapport aux formes traditionnelles d'assistance. Pour les pays bénéficiaires, ils augmentent la portée des projets et les ressources disponibles pour le renforcement des capacités. Ils facilitent la coordination entre les donateurs et les fournisseurs d'assistance et évitent ainsi les doubles emplois coûteux.

Ils offrent ainsi aux donateurs un menu de sujets sur lesquels ils peuvent intervenir en fonction de leur stratégie et de leurs priorités en matière de développement, tout en utilisant l'expertise technique et le dispositif existant du FMI pour la fourniture et le suivi de l'assistance. Pour le FMI, les fonds fiduciaires permettent une action collective sur les questions d'intérêt commun et démultiplient ses ressources dans les domaines stratégiques prioritaires.

Le FMI a commencé de discuter avec les donateurs sur une gamme de fonds fiduciaires spécialisés. Les travaux sont particulièrement

avancés dans la préparation d'un fonds fiduciaire consacré à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. Ce fonds devrait être opérationnel en mai 2009 et un menu complet de sujets est prévu pour les prochaines années. Les thèmes éventuels sont les suivants: États fragiles, fourniture de données, gestion des finances publiques, gestion des richesses en ressources naturelles, viabilité de la dette et gestion de la dette et des actifs publics, ainsi que la stabilité et le développement du secteur financier.



Newscom

Les thèmes éventuels des fonds fiduciaires incluent la gestion des richesses en ressources naturelles, car la volatilité des recettes peut être source de problèmes.

# Les chocs sur les prix entraînent un fléchissement de la croissance en Afrique

**S**elon les dernières prévisions régionales du FMI, les hausses des prix alimentaires et pétroliers, le ralentissement de la croissance mondiale et les remous des marchés financiers mondiaux devraient provoquer un fléchissement de la croissance en Afrique subsaharienne.

Selon les projections des *Perspectives économiques régionales de l'Afrique subsaharienne* publiées par le FMI, la croissance du continent, qui était de 6½ % en 2007, ralentira légèrement pour tomber à 6 % environ en 2008 et 2009 tandis que l'inflation atteindra 12 % en moyenne.

Pour l'instant, note le rapport, les effets des turbulences financières se manifestent surtout de façon indirecte par le ralentissement de la croissance mondiale et la volatilité des cours des produits de base. Mais l'intensification récente des turbulences accroît le risque d'une diminution des flux de ressources vers l'Afrique, que ce soit sous forme de capitaux privés, d'envois de fonds des travailleurs émigrés ou d'aide.

«La résilience de la croissance et de la stabilité macroéconomiques du continent est mise à l'épreuve», a déclaré à la presse Antoinette Sayeh, Directrice du Département Afrique du FMI. «Plus que jamais les pays doivent se montrer capables de réagir rapidement aux chocs exogènes inattendus. Dans ces conditions, il est d'une importance capitale de maintenir l'aide, voire de l'accroître», a-t-elle ajouté.

### Perspectives de croissance

Bien que la progression du PIB ait quelque peu fléchi dans les pays d'Afrique subsaharienne, le taux de croissance, qu'on attend un peu inférieur à 6 % en 2008, demeurerait relativement élevé, prolongeant la tendance robuste des années précédentes.

La croissance des pays exportateurs de pétrole devrait chuter temporairement d'un demi-point de pourcentage pour tomber à 8 % en 2008 principalement pour les raisons suivantes : la production pétrolière serait plus faible que prévu dans le Delta du Niger, à cause des accès de violence qui s'y produisent; la production du principal gisement de Guinée équatoriale venant à



Centre d'appels à Nairobi (Kenya). Selon les dernières prévisions du FMI sur l'Afrique subsaharienne, l'intensification récente des turbulences accroît le risque d'une diminution des flux de ressources vers l'Afrique.

maturité serait légèrement inférieure aux prévisions; la croissance hors pétrole serait en baisse au Tchad. La croissance est aussi projetée en baisse d'un demi-point de pourcentage dans les pays importateurs de pétrole, où elle tomberait à 5 %.

En 2009, selon les *Perspectives régionales*, la croissance de l'ensemble de l'Afrique subsaharienne devrait demeurer supérieure à 6 %.

### Chocs sur les prix

Toutefois, le choc des prix alimentaires et pétroliers a poussé à la hausse l'inflation et les déficits extérieurs courants. Cette poussée de l'inflation touche les pays quel que soit leur régime de change, leur structure économique ou leur niveau de développement. Pour l'ensemble de l'Afrique subsaharienne, en 2008 l'inflation devrait atteindre 12 %, soit une hausse nettement plus forte que dans les pays avancés.

Malgré les récentes baisses des prix, ceux des produits alimentaires et pétroliers devraient demeurer très supérieurs à leurs niveaux de 2007. De ce fait, et bien que certains pays d'Afrique subsaharienne aient bénéficié de la hausse des prix de leurs exportations de produits de base non pétroliers — comme l'aluminium, le coton et l'or — la plupart des pays africains im-

portateurs de pétrole doivent s'attendre à une baisse considérable et durable de leurs termes de l'échange par rapport à 2007.

Dans les pays exportateurs de pétrole, les excédents budgétaires (dons exclus) devraient augmenter pour atteindre 7 % du PIB en 2008, grâce au substantiel effet d'aubaine des recettes pétrolières. En revanche les positions budgétaires des pays importateurs de pétrole se détériorent à cause du ralentissement de leur croissance et du coût des mesures prises pour atténuer l'impact du choc sur les prix de l'alimentation et des carburants. Les entrées de dons dans les pays importateurs de pétrole n'ont guère réagi au choc sur les prix alimentaires et pétroliers, ce qui peut surprendre.

### Protéger les pauvres

Le plus urgent pour les responsables de la politique économique est de gérer l'ajustement aux chocs sur les prix alimentaires et pétroliers, de préserver la stabilité macroéconomique et d'éviter que le sort des pauvres ne s'aggrave.

La hausse des prix des produits alimentaires et pétroliers pourrait entraîner une augmentation considérable de la pauvreté dans de nombreux pays. Fin juillet 2008, les prix mondiaux du riz avaient augmenté de

111 %, ceux du blé de 89 % et ceux du maïs de 48 %, les prix des produits pétroliers augmentant de 64 à 82 % sur le marché mondial, avant de diminuer récemment. L'impact des hausses des prix alimentaires sur la pauvreté risque d'être particulièrement important en Afrique subsaharienne, où l'alimentation représente en moyenne la moitié des dépenses des ménages.

La hausse des prix des carburants aura sans doute un impact direct moindre sur la pauvreté que celle des prix de l'alimentation car, en Afrique subsaharienne, les ménages dépensent habituellement moins d'un dixième de leurs revenus en produits pétroliers. Néanmoins l'effet final des hausses de prix des carburants sur la prévalence de la pauvreté sera sans doute substantiellement plus grand que leurs effets directs, car les produits pétroliers entrent dans la production de la plupart des autres biens.

## Risques

Les risques que la situation mondiale fait peser sur les perspectives de 2009 se sont aggravés. Le risque le plus grave serait que les remous financiers ralentissent la

## Perspectives africaines

Il n'est pas certain que les taux de croissance élevés du passé se répéteront à l'avenir.

	Proj.			
	2006	2007	2008	2009
	(croissance du PIB réel, en %)			
<b>Pays exportateurs de pétrole</b>				
Hors Nigéria	7,5	8,9	8,1	8,8
Hors Nigéria	9,3	12,7	10,4	9,6
<b>Pays à revenu intermédiaire</b>				
Hors Afrique du Sud	5,2	5,1	4,0	3,5
<b>Pays à faible revenu</b>				
Pays fragiles	7,3	7,0	6,0	6,6
Hors Zimbabwe	3,0	3,3	5,1	6,0
Afrique subsaharienne	2,8	3,0	...	...
Afrique subsaharienne	6,3	6,7	5,9	6,2

Sources : FMI, base de données du Département Afrique, 3 octobre 2008; base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, 3 octobre 2008.

croissance mondiale davantage ou plus longtemps que prévu, ce qui réduirait sans doute les exportations de l'Afrique et déprimerait ses termes de l'échange. En cas de ralentissement mondial plus prononcé, l'investissement direct étranger, l'aide sous forme d'investissements de portefeuille et les envois de fonds des travailleurs émigrés pourraient également ralentir.

Afin de soutenir la croissance et juguler l'inflation, les pays doivent se tenir prêts à réagir aux changements soudains des conditions économiques mondiales, en particulier aux variations des prix des produits de base. Ils peuvent aussi envisager d'accumuler à terme un supplément de réserves internationales afin de mieux résister aux chocs exogènes.

Outre les risques dus aux évolutions imprévues de la situation mondiale, il existe aussi des risques propres aux pays. Le principal d'entre eux est que les politiques, faute de protéger convenablement les pauvres ou la stabilité macroéconomique, échouent à préserver la croissance et l'élan réformateur des années précédentes. Ce risque paraît particulièrement aigu dans plusieurs pays importateurs de pétrole à faible revenu durement touchés, mais d'autres ne sont pas à l'abri pour autant. ■

La dernière édition des *Perspectives économiques régionales de l'Afrique subsaharienne* est disponible sur le site Internet du FMI : [www.imf.org/external/french/pubs/ft/reo/2008/af/sreo0408f.pdf](http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/reo/2008/af/sreo0408f.pdf).

## Le FMI remanie son aide aux victimes de chocs et de catastrophes

Le FMI a adopté une réforme de son programme de prêt conçu pour aider les pays à faible revenu à faire face à des situations d'urgence causées par des événements échappant à leur contrôle.

La révision de la facilité de protection contre les chocs exogènes (FCE) a pour but de fournir plus rapidement un volume d'aide plus élevé aux pays membres à faible revenu pour les aider à faire face à des événements tels que les fluctuations des prix des produits de base (dont le pétrole), les catastrophes naturelles et la perturbation des échanges due à un conflit ou une crise dans des pays voisins.

Le remaniement de la facilité, approuvé le 19 septembre par le Conseil d'administration, a en outre simplifié la conditionnalité — engagements que les gouvernements emprunteurs prennent au sujet de leur politique économique et financière — dont est assortie la FCE. Les modifications répondent à la demande faite par les ministres aux réunions de printemps 2008 du FMI.

La FCE a été créée il y a deux ans pour renforcer la capacité du FMI à venir en aide aux pays à faible revenu victimes de chocs soudains et exogènes. Le réexamen de la FCE, dont le but était de permettre aux pays membres de recevoir plus facilement et plus rapidement des concours du FMI, a été accéléré à la lumière de l'expérience et en raison de la récente détérioration de la situation économique mondiale, en particulier la dernière flambée des prix des produits alimentaires et des carburants.

Les principales caractéristiques de la nouvelle FCE sont les suivantes :



Jez Aznar/AFP

Le FMI a adopté une réforme de son programme de prêt conçu pour aider les pays à faire face à des situations d'urgence causées par des événements échappant à leur contrôle.

**Une composante à accès rapide.** Un pays peut accéder rapidement aux ressources du FMI, qui seraient normalement décaissées en une seule fois et à concurrence d'un montant égal à 25 % de sa quote-part. Elle pourrait être utilisée à part ou représenter une première étape vers un accès plus élevé.

**Une composante à accès élevé, sur le modèle de l'actuelle FCE,** avec une limite d'accès de 75 % de la quote-part pour chaque accord dans les circonstances normales. Les ressources seraient fournies sous forme de décaissements multiples sur la base de revues. Cette composante pourrait être utilisée après recours à la composante à accès rapide, ou faire l'objet d'un usage à part.

**La conditionnalité de la FCE et les modalités d'accès à ses ressources ont été simplifiées.** Selon la composante à accès rapide, le pays membre devra seulement s'engager à mener des politiques propres à remédier au choc et, dans des cas exceptionnels, à prendre d'emblée des mesures ciblées. Dans le cadre de la composante à accès élevé, un programme économique de la

qualité exigée pour l'accès aux tranches supérieures de crédit serait requis.

**Une utilisation plus souple en conjonction avec d'autres facilités et instruments du FMI,** tels que l'instrument de soutien à la politique économique.

**L'impact du choc et des mesures s'y rapportant sur les pauvres reste au centre de la conception des programmes,** mais la mise en place d'une stratégie de réduction de la pauvreté n'est plus exigée.

### Une conférence africaine en Tanzanie sur les leçons des succès économiques

Le Président Jakaya Kikwete de Tanzanie et le Directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, organiseront une conférence de haut niveau à Dar es-Salaam, les 10 et 11 mars 2009, pour débattre des moyens qui permettront à l'Afrique de pérenniser et consolider ses succès économiques récents.

La conférence, axée sur le thème «Changer : nouveaux défis et nouveaux partenariats pour la croissance en Afrique», donnera aux hauts responsables et autres parties prenantes, selon les termes de M. Strauss-Kahn, l'occasion de «tirer les enseignements des réformes économiques entreprises avec succès en Afrique et faire le point sur l'évolution du rôle du secteur privé et des partenaires officiels — notamment le FMI — dans leur soutien aux pays africains».

La conférence rassemblera plus de 300 participants de premier plan, dont des ministres des finances, des gouverneurs de banque centrale et des représentants des pays partenaires, du secteur privé tant régional qu'international, de la société civile, des médias, du monde universitaire et des fondations privées.



Stephen Jaffe/FMI



Michael Spilotro/FMI

### Une action énergique contre la crise

«Le facteur temps est essentiel», a déclaré George Soros, Président de Soros Fund Management. «Nous sommes actuellement au bord d'une panique provoquée par l'incapacité des autorités à anticiper et à réagir. Elles ont constamment eu un temps de retard sur les événements. Elles doivent maintenant les anticiper.»

M. Soros faisait partie des cinq principaux intervenants des marchés financiers qui ont participé à un séminaire, le 12 octobre, sur le thème «Les remous sur les marchés financiers mondiaux : perspectives et politiques» pendant l'Assemblée annuelle FMI-Banque mondiale.

M. Soros et les autres experts financiers ont souligné que tout programme de politique économique doit être coordonné et détaillé.

### Le FMI va affiner l'évaluation des risques qui menacent les pays

Le FMI a annoncé un nouvel ensemble de priorités pour sa surveillance des économies au niveau mondial et national. L'institution va affiner son analyse des risques en se concentrant davantage sur les liens entre le secteur financier et l'économie réelle, ainsi que sur les analyses transversales.

Le Conseil d'administration du FMI a approuvé les nouvelles priorités dans le cadre d'un important examen du travail de surveillance mené par le FMI. La nouvelle Déclaration sur les priorités en matière de surveillance, qui définit les objectifs et priorités à moyen terme en la matière, a été annoncée tandis que le monde était secoué par une crise financière de plus en plus virulente.

Les priorités économiques ainsi définies consistent à résoudre les difficultés des marchés financiers, renforcer le système financier mondial, s'ajuster aux mouvements brusques des prix des produits de base et favoriser une réduction ordonnée des déséquilibres mondiaux.

### Le FMI examine son rôle de prêteur

Le FMI a entrepris de réexaminer son rôle de prêteur dans les pays membres pour s'assurer qu'il possède les instruments adéquats pour satisfaire aux besoins des pays dans un monde caractérisé par des flux financiers transfrontaliers de plus en plus nombreux et complexes.

«Bien que le FMI ait démontré sa capacité d'adaptation au changement dans le passé, il est vrai que nos instruments de prêt reposent sur un modèle qui n'est peut-être plus adapté aux besoins d'un grand nombre de pays membres», a déclaré le Directeur général du FMI, Dominique Strauss-Kahn, devant le Conseil d'administration de l'institution lors de la réunion du 22 septembre consacrée au rôle de prêteur du FMI.

Pour l'année qui vient, l'étude se concentrera sur cinq grands domaines : élaboration d'un cadre analytique pour les prêts du FMI, avancement du travail sur un nouvel instrument de prévention des crises, examen des limites d'accès et des conditions de financement pour l'utilisation des ressources du FMI, réexamen de l'utilisation de la conditionnalité et revue des mécanismes de prêt pour les pays membres à faible revenu.

### Rendre la relance budgétaire efficace en période de ralentissement

Une nouvelle étude du FMI constate que, si la politique budgétaire est souvent un outil précieux pour stimuler la croissance, elle peut facilement faire plus de mal que de bien si elle n'est pas convenablement mise en œuvre. Les réductions d'impôt ou les augmentations de dépenses qui rendent la dette intenable risquent de faire baisser la production au lieu de l'accroître.

Selon l'étude, publiée dans l'édition d'octobre 2008 des *Perspectives de l'économie mondiale*, un défi majeur pour les décideurs consiste à s'assurer que les mesures budgétaires discrétionnaires sont appliquées rapidement sans susciter d'inquiétude sur la viabilité future de la dette.

Pour le texte complet de l'étude, voir [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/index.htm).

### Informez-vous plus vite grâce au Bulletin en ligne

Le FMI publie sur Internet une édition du *Bulletin* mise à jour plusieurs fois par semaine à l'adresse suivante : [www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey).

Vous y trouverez aussi le compte rendu complet de l'Assemblée annuelle 2008 du FMI et de la Banque mondiale.