

Forum économique du FMI . . .

La mondialisation financière nuit-elle aux pays en développement?

En prenant comme point de départ une étude récente du FMI, un groupe d'experts de l'institution et d'éminents chercheurs extérieurs ont examiné le 27 mai les avantages et les risques de la mondialisation financière. Deux des auteurs de l'étude, Eswar Prasad (Département Asie et Pacifique du FMI) et Shang-Jin Wei (Département des études du FMI), ainsi que C. Fred Bergsten (Directeur de l'Institut for International Economics — IIE), Jeffrey Frankel (professeur à l'École d'administration Kennedy à l'université Harvard) et Daniel Tarullo (professeur au Law Center de l'université de Georgetown) ont participé aux débats, qui étaient dirigés par Kenneth Rogoff (Conseiller économique du FMI et Directeur du Département des études), autre auteur de l'étude. Les participants ont indiqué des moyens de limiter les risques de la mondialisation et deux de leurs recommandations, portant sur la nécessité pour les pays de développer leurs secteurs financiers et de renforcer leurs institutions avant la libéralisation, ont reçu un large soutien.



De gauche à droite : Eswar Prasad, C. Fred Bergsten, Shang-Jin Wei et Kenneth Rogoff.

Depuis le milieu des années 80, l'intensification de la mondialisation financière a provoqué une montée en flèche des mouvements de capitaux internationaux, en particulier des pays industrialisés vers les pays en développement. Ces flux de capitaux ont parfois été accompagnés de forts (voir page suivante)

Regard sur les déficits budgétaires et l'inflation

Si un pays accuse des déficits budgétaires persistants, il sera forcé, tôt ou tard, de les financer en faisant tourner la planche à billets, ce qui cause de l'inflation. C'est du moins ce que dit une théorie

macroéconomique éprouvée, que les travaux empiriques ont eu du mal à démontrer. Luis Catão et Marco E. Terrones, du Département des études du FMI, viennent de publier un document de travail qui conforte les hypothèses théoriques. Ils répondent ci-après aux questions du Bulletin du FMI.



Luis Catão (à gauche) et Marco E. Terrones : «La rectitude budgétaire fait s'éloigner le spectre de l'inflation, surtout dans les pays en développement où elle a longtemps été un mal chronique.»

BULLETIN : La théorie macroéconomique veut que les déficits budgétaires soient fauteurs d'inflation. Pourquoi n'est-ce pas confirmé par la plupart des études empiriques?

M. CATÃO : Cela surprendra sans doute vos lecteurs tout autant que nous. La recherche sur l'inflation semble avoir enfanté deux mondes distincts : des théories bien rodées qui affirment que les déficits sont en définitive cause d'inflation, et des travaux empiriques ne montrant aucune relation statistiquement significative entre les deux, dans tout un ensemble de pays. Au mieux, ces études ont mis en (voir page 156)

Dans ce numéro

- 153
La mondialisation financière
- 153
Déficits budgétaires et inflation
- 158
La budgétisation axée sur les résultats
- 161
L'aide alimentaire mondiale
- 163
La capacité de prêt du FMI
- 164
Croissance économique et réduction de la pauvreté
- 166
Les clauses d'action collective
- Lire aussi . . .
- 161
Principaux taux du FMI
- 162
Sur le site du FMI
- 166
Publications récentes

Le FMI nomme un nouveau Directeur général adjoint
Voir page 168

Les liens entre mondialisation financière et croissance



Kenneth S. Rogoff

(suite de la première page) taux de croissance, mais aussi de crises coûteuses, en particulier dans les pays émergents. Doit-on en conclure que, globalement, l'ouverture du compte de capital aux mouvements financiers cause plus de mal que de bien? Une étude récente du FMI intitulée «Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence», procède à un examen systématique et critique de tout ce que l'on sait sur cette question (voir *Bulletin du FMI* n° 9 du 26 mai).

Dans certains milieux, les conclusions de cette étude concernant la mondialisation financière ont été perçues comme un reniement révolutionnaire de la position antérieure du FMI. Mais M. Rogoff a ouvert les débats en rappelant que ces travaux étaient la résultante de vingt ans de travaux effectués au Département des études et ailleurs. M. Prasad a souligné que, à elle seule, la libéralisation du compte de capital ne pouvait pas apporter les avantages de la mondialisation financière, ni protéger les pays contre ses risques. Il est indispensable de développer d'abord le secteur financier local et les institutions nationales. C'est ce que le FMI a toujours dit.

Évaluer les effets

M. Wei s'est demandé si l'intégration financière favorisait la croissance économique. En théorie, elle peut le faire par des voies directes (augmentation de l'épargne intérieure, réduction du coût du capital par une meilleure répartition des risques, transferts de technologie et développement du secteur financier) ainsi que par des voies indirectes (spécialisation, incitation à mener de meilleures politiques macroéconomiques et augmentation des apports de capitaux induite par l'amélioration des politiques publiques). Mais cette relation de cause à effet reste à démontrer. En réalité, certains pays sont parvenus à des taux de croissance élevés sans ouvrir complètement leur compte de capital, et d'autres pays relativement intégrés financièrement n'ont pas obtenu d'aussi bons résultats.

Selon certaines études récentes, la plupart des écarts entre pays pour ce qui est du revenu par habitant s'expliquent non pas par les différences entre les ratios capital/travail, mais par des écarts sur le plan de la productivité totale des facteurs, qui est fortement influencée par des variables telles que le degré de corruption, la primauté du droit et la qualité de la surveillance financière et des autres institutions. Ces conclusions s'écartent de la plupart des études sur l'intégration commerciale, selon lesquelles celle-ci encourage bel et bien la croissance économique dans les pays en développement.

Pourtant, on peut difficilement nier que les pays avancés sont en général financièrement ouverts et que

la plupart des pays en développement, une fois qu'ils ont opté pour l'intégration financière, reviennent rarement sur leur décision. Cela laisse à penser que la mondialisation financière apporte des avantages à long terme, au prix, peut-être, de sacrifices à court terme, notamment d'une instabilité macroéconomique accrue.

La théorie économique ne donne pas de réponse claire quant aux effets de l'intégration financière sur l'instabilité des revenus, mais elle indique qu'elle devrait réduire l'instabilité de la consommation. Pourtant, la réalité est tout autre. Les auteurs de l'étude ont en effet constaté que, dans les pays industrialisés et les pays moins intégrés financièrement, l'instabilité de la consommation a été moindre dans les années 90 que dans les années 80, mais qu'elle s'est aggravée à la fois en termes absolus et par rapport à l'instabilité des revenus dans les pays plus intégrés financièrement, c'est-à-dire précisément ceux qui avaient opté pour l'intégration financière. Il se pourrait qu'il y ait là un effet de seuil, l'instabilité de la consommation ne diminuant qu'à partir d'un certain niveau d'intégration financière.

Quelques conseils

Puisqu'un certain degré de mondialisation financière est inévitable, les participants se sont efforcés de préconiser des moyens de tirer parti de l'intégration financière tout en réduisant autant que possible la fréquence et l'ampleur des manifestations d'instabilité les plus graves, à savoir les crises financières.

Commencer par libéraliser le secteur financier. Selon M. Bergsten, il convient de s'efforcer davantage de développer le secteur financier national des pays en développement. Les conclusions du FMI sont «étonnamment peu satisfaisantes», car l'étude a, en quelque sorte, «mal posé le problème». Il est plus utile de distinguer entre libéralisation du secteur financier et libéralisation du compte de capital. La première, estime M. Bergsten, est beaucoup plus importante pour la croissance et le développement, ce qui a un certain nombre d'implications pour l'action des pouvoirs publics.

Le secteur financier peut être ouvert aux participations étrangères, par exemple, sans que l'économie ne soit forcément ouverte aux flux de capitaux. Tout au moins, la libéralisation du secteur financier devrait précéder celle du compte de capital, et les pays devraient peut-être même se contenter de libéraliser leur secteur financier pendant une longue période avant d'ouvrir leur compte de capital. C'est ce que la Chine semble être en train de faire, non sans de bons résultats.

Ces dernières années, pourtant, selon M. Bergsten, les États-Unis ont quelque peu brouillé les cartes à cet égard. En effet, ils ont signé des accords de libre-échange avec le Chili et Singapour, en exigeant non seulement l'ouverture du secteur financier, ce qui con-



C. Fred Bergsten



Jeffrey Frankel

vient à un accord commercial, mais aussi la libéralisation du compte de capital de ces pays, ce qui n'a rien à voir avec un accord commercial et ne bénéficie pas nécessairement aux pays concernés.

Appliquer des politiques compensatoires. M. Bergsten a ajouté en outre que plusieurs pays asiatiques et d'autres pays émergents ont mis en place des mesures compensatoires qui les aideront à éviter les crises provoquées par l'inversion des flux de capitaux, comme dans les années 90, ou tout au moins à y réagir de façon plus efficace. La plus importante de ces mesures a été l'introduction d'une plus grande souplesse du taux de change et de fortes augmentations des réserves en devises. Certes, a ajouté M. Rogoff, une libéralisation hâtive et peut-être prématurée du compte de capital a contribué à la crise asiatique, mais, si ces pays avaient adopté un système de change souple avant que les turbulences ne se déclarent, la crise n'aurait peut-être pas pris une telle ampleur.

Tolérer les arrangements marginaux. Aux yeux de M. Frankel, les marchés financiers sont comme des autoroutes. Ils permettent d'arriver à destination plus vite, mais vous pouvez aussi avoir de graves accidents. Dans l'ensemble, les autoroutes sont une bonne chose. Mais peut-on en dire autant de l'intégration financière? Oui, estiment M. Frankel et M. Wei, à condition de prendre des précautions. Tous deux ont insisté sur l'importance de la bonne gouvernance, et M. Frankel a souligné l'importance de la transparence et de la surveillance des banques et du système financier, en ajoutant que les réformes dans ce domaine doivent avoir lieu avant la libéralisation financière.

De véritables problèmes peuvent surgir si les sorties d'autoroutes débouchent dans des villages où les routes n'ont pas encore été goudronnées.

En outre, les dirigeants politiques devraient tolérer certains «arrangements marginaux» — par exemple des restrictions aux mouvements de capitaux, comme au Chili, ou des contrôles sur les sorties de capitaux, comme en Malaisie — et encourager la concurrence des banques étrangères et des autres institutions financières sur le marché financier national. M. Frankel a aussi invité les pays à surveiller de près la composition des flux de capitaux. S'il s'agit de capitaux à court terme, fournis par l'intermédiaire de banques et libellés en monnaies étrangères, les risques de crise seront beaucoup plus élevés que s'il s'agit de capitaux à long terme libellés en monnaie nationale et arrivant sous forme d'investissements directs étrangers.

M. Frankel a aussi insisté sur la nécessité de mener une politique budgétaire anticyclique. De nombreux pays émergents, en particulier en Amérique latine, suivent des politiques budgétaires procycliques. Lorsque leurs économies et leurs recettes fiscales sont en pleine expansion, ils dépensent beaucoup plus. En cas de récession, les dirigeants sont alors contraints

d'opérer des coupes claires, qui ne font qu'aggraver le ralentissement de l'activité.

Adopter une réglementation temporaire. M. Tarullo, quant à lui, a invité les dirigeants à s'intéresser aux défis posés par le passage à un nouveau régime juridique, c'est-à-dire aux modifications profondes des lois applicables ou de la manière dont elles sont appliquées, ainsi qu'aux changements importants des capacités et des comportements des acteurs privés, qui influent grandement sur les résultats de l'application des lois en vigueur.

Pour réussir, la libéralisation du compte de capital et du secteur financier doit passer par un grand nombre d'étapes qui correspondent en principe à différentes approches réglementaires avant, pendant et après. Si ces approches ne sont pas adaptées, le pays peut en souffrir inutilement à court terme et même être ralenti dans l'action qu'il mène pour atteindre son objectif.

Comme les problèmes et la manière dont le marché y réagit diffèrent sensiblement en fonction du contexte juridique et du marché concernés, il est difficile de donner des conseils généraux. Des règles trop rigides, par exemple l'élimination complète du contrôle des mouvements de capitaux, ne sont certainement pas à recommander. En outre, les problèmes peuvent avoir plusieurs solutions, ce qui pose la question des «meilleures pratiques». M. Tarullo a cité l'accord de Bâle II comme exemple de meilleures pratiques qui sont très répandues à l'heure actuelle mais qui ne conviennent peut-être pas à tous les pays, en particulier aux pays émergents.

Les tendances futures

Se tournant vers l'avenir, M. Prasad a fait observer que l'évolution démographique, en particulier le vieillissement de la population des pays industrialisés, pourrait entraîner une reprise des flux de capitaux vers les pays en développement en raison des pressions qui s'exercent sur les gestionnaires de fonds de pension pour qu'ils placent leurs fonds là où le rendement du capital est le plus élevé, autrement dit dans les pays en développement, qui en règle générale manquent de capital.

M. Bergsten estime au contraire que, dans dix à vingt ans, les économistes analyseront peut-être les effets des flux de capitaux en provenance des pays émergents vers les pays industrialisés, à mesure que les déficits budgétaires et, peut-être, les déficits extérieurs se creuseront sous l'effet du vieillissement de la population. Ainsi, les États-Unis sont déjà lourdement tributaires des entrées de capitaux, à raison d'environ 500 milliards de dollars par an, dont une bonne partie en provenance des pays émergents. ■



Daniel Tarullo



Eswar Prasad



Shang-Jin Wei

Photographies : Denio Zara, Michael Spilotro, Pedro Márquez (FMI), pages 153–57, 168; AFP, page 161; Georges Gobet (AFP), page 162; Jewel Samad (AFP), pages 164–65.

Les déficits budgétaires fauteurs d'inflation?

(suite de la première page) évidence une faible corrélation. Nous travaillons pour une institution qui prône la rectitude budgétaire, et cette dichotomie nous a paru troublante. Nous avons entrepris d'approfondir la question, à partir de travaux que nous avons effectués pour un des chapitres du rapport sur les *Perspectives de l'économie mondiale*.

Nous nous sommes demandé pourquoi, s'il existe bien une relation significative et raisonnablement robuste entre les déficits et l'inflation, les autres études ne sont pas parvenues à la mettre en lumière. Nous savions que cette corrélation est difficile à saisir et notre principal suspect était la méthodologie économétrique.

Il n'y a pas forcément de corrélation immédiate entre le déficit et l'inflation, parce que l'État peut, au moins temporairement, combler le trou des finances publiques par l'emprunt. Donc, pendant quelque temps, il n'y a aucun lien. Mais, à terme, la corrélation apparaît, car l'État ne peut pas accumuler indéfiniment des dettes. Nous avons utilisé une technique de pointe qui nous a permis d'étudier la corrélation à long terme dans un large échantillon de pays, et c'est la raison principale pour laquelle nous arrivons à des résultats différents.

Le deuxième problème, à nos yeux, vient de ce que les précédentes études ne tenaient pas compte du fait que la prééminence du budgétaire — lorsque la nécessité de financer le déficit du budget de l'État prime sur toute autre considération — varie considérablement d'un pays à l'autre. Par exemple, la politique budgétaire n'a pas joué un rôle prédominant depuis une vingtaine d'années aux États-Unis, pas plus que dans plusieurs autres économies avancées. Par contre, ce sont les autorités budgétaires qui font la loi dans plusieurs pays en développement, encore qu'il soit important de noter que, du fait des réformes institutionnelles de ces dernières années, certains de ces pays sont parvenus à en circonscrire sensiblement le champ d'influence. Nous avons donc réparti les pays en différents groupes en fonction du degré de prééminence de la politique budgétaire.

Troisième écueil : la relation non linéaire entre les déficits et l'inflation. Comme vous le savez, plus l'inflation est élevée, plus cela coûte cher de conserver du numéraire ou des dépôts à vue, si bien que la monnaie au sens étroit (M1) tend à diminuer lorsque l'inflation augmente, ce qui réduit l'assiette de «l'impôt» prélevé par l'inflation. Si l'assiette se réduit, il faut que le taux augmente pour que l'impôt rapporte autant. Les gens ayant de moins en moins de monnaie, il faut que l'inflation augmente pour financer un déficit donné. Donc plus l'inflation est forte, plus l'impact du déficit sur l'inflation est marqué. Tout modèle économétrique cherchant à dé-

montrer la théorie doit intégrer cette relation non linéaire. Nous proposons un moyen simple pour l'incorporer dans les estimations : il suffit de rapporter le déficit budgétaire non pas au PIB mais à M1.

BULLETIN : En quoi vos résultats diffèrent-ils de ceux des précédentes études?

M. TERRONES : Comme Luis vient de l'expliquer, notre étude se distingue par trois grands traits : primo, nous modélisons de manière non linéaire la relation à long terme entre déficits et inflation; secundo, nous utilisons une nouvelle technique économétrique qui permet de séparer les effets à long et à court terme des déficits sur l'inflation; tertio, et ce n'est pas négligeable, notre échantillon regroupe 107 pays, de 1960 à 2001, soit au total 3.600 observations, bien plus que le champ couvert par toute autre étude à notre connaissance.

Cela étant, nous avons trouvé une corrélation robuste et statistiquement significative entre déficits et inflation dans un vaste ensemble de pays en développement. Nous l'avons calculée avec une grande précision pour des pays à marché émergent, où nous avons constaté qu'une diminution de 1 % du PIB du déficit public s'accompagne d'une baisse de 2 à 6 points de l'inflation annuelle, en fonction du volume de la monnaie au sens étroit que détient le secteur privé.

Autre découverte intéressante : la corrélation est encore plus forte si on limite l'échantillon aux 26 pays qui ont connu les taux d'inflation les plus élevés au cours des 40 dernières années. Cela n'a pas de quoi surprendre, étant donné la relation non linéaire entre déficits et inflation.

Notre étude, comme celles qui l'ont précédée, ne met en évidence aucun lien entre déficits et inflation dans les économies avancées et à faible inflation, ce qui cadre avec les degrés d'influence relatifs du budgétaire et du monétaire, comme Luis vient de l'expliquer. Il semble que les économies avancées ajustent le solde de leur budget primaire en fonction de l'encours de leur dette.

Si ces conclusions concernant les économies avancées ne diffèrent pas des résultats des précédentes études, il en va autrement pour ce qui est des pays en développement. Par exemple, une étude récente fait état d'une relation significative entre déficits et inflation seulement dans les pays ayant une inflation élevée ou une hyperinflation, alors que nous constatons que cette corrélation se vérifie pour tous les pays étudiés, y compris ceux qui ont une inflation modérée. De plus, pour les pays à inflation élevée, nous relevons un degré de corrélation plus fort que les précédentes études.

BULLETIN : Mais sans doute les déficits budgétaires ne sont-ils pas la seule cause de l'inflation. Pour les éco-

Il n'y a pas forcément de corrélation immédiate entre le déficit et l'inflation, parce que l'État peut, au moins temporairement, combler le trou des finances publiques par l'emprunt.

Luis Catão



nomies avancées, par exemple, le prix du pétrole peut être un facteur, et il peut y en avoir d'autres qui sont importants pour les pays en développement.

M. CATÃO : Certes, et c'est pourquoi nous avons pris en considération les prix du pétrole, mais aussi d'autres variables qui peuvent influencer sur l'inflation, dont les taux de change. Certains pensent que les régimes de parités fixes imposent de la discipline aux décideurs, interdisant une politique monétaire ou budgétaire excessivement expansionniste, ce qui concourt à abaisser l'inflation. Le problème, cela dit, est de maintenir le lien de parité.

Dans mes travaux sur l'histoire économique des pays en développement, d'Amérique latine en particulier, j'ai retrouvé encore et encore le même schéma. Les autorités sont en mesure de maintenir la parité fixe tant que les conditions sont favorables sur les marchés de capitaux internationaux. Les capitaux affluent, les réserves s'accumulent et l'économie prend de l'expansion tant que la parité tient. Mais ensuite la dette enfle et les investisseurs étrangers ne sont plus disposés à continuer à pomper de l'argent dans le pays au même rythme, le service de la dette devient problématique, le régime de parité n'est plus tenable et il faut financer le déficit en créant de la monnaie. Bref, l'inflation est de retour. À long terme, donc, nous n'observons pas de relation systématique entre les régimes de parités fixes et l'inflation. Autrement dit, notre conclusion, à savoir que le solde budgétaire a son importance, se vérifie lorsque nous incorporons la variable du régime de change dans notre modèle.

Nous avons aussi tenu compte de la variable de l'ouverture, car nous voulions prendre en considération une étude majeure de David Romer, datant de 1992, qui affirme que les pays les plus ouverts aux échanges sont ceux qui ont l'inflation la plus faible. Le mécanisme qui opère est là encore la discipline qui s'impose aux décideurs : les avantages d'une politique monétaire expansionniste sont moins marqués pour les pays davantage ouverts aux échanges extérieurs, et l'inflation est donc généralement plus faible dans ces pays.

Mais la réalité est tout autre. Prenons l'exemple de deux grandes économies relativement refermées sur elles-mêmes : les États-Unis et le Brésil. Les États-Unis ont un faible taux moyen d'inflation depuis très longtemps, alors que c'est l'inverse pour le Brésil. Et plusieurs petites économies ouvertes ont connu des taux d'inflation relativement élevés. D'après une étude de Dani Rodrik, plus une économie est petite, plus les administrations publiques représentent une part élevée du PIB. Leur grande taille ne signifie pas nécessairement qu'elles sont plus dépensières, mais elles ont tendance à dépenser davantage. Au bout du compte, nous ne constatons pas de relation systématique entre l'ouverture et l'inflation.

BULLETIN : Les déficits budgétaires peuvent être dus à d'autres facteurs, tels que les institutions ou le contexte macroéconomique. Cela ne pourrait-il pas aussi expliquer pourquoi les chiffres d'inflation diffèrent d'un groupe à l'autre?

M. TERRONES : Oui, bien sûr. Les institutions ont leur importance parce que tous les pays ne sont pas également capables d'éviter que les déficits se perpétuent. Les pays ayant des institutions budgétaires frêles ou un système politique fragile ont souvent des déficits persistants, et donc une inflation élevée. Nombre d'études l'ont démontré.

Par exemple, dans les pays ayant des institutions budgétaires décentralisées, lorsque les collectivités locales accroissent leurs dépenses sans tenir compte de l'effet de cette action sur le déficit du budget consolidé, parce qu'elles n'assument qu'une partie des coûts, cela peut sérieusement déséquilibrer les finances publiques. Par ailleurs, dans les pays dont le système politique est fragmenté et où la répartition du revenu est gravement faussée, les intérêts différents des groupes sociaux font qu'il est souvent difficile pour le gouvernement de prendre en temps utile des mesures correctives afin de résorber le déficit. Dans un cas comme dans l'autre, la dette publique enfle au-delà de ce qui est tolérable.

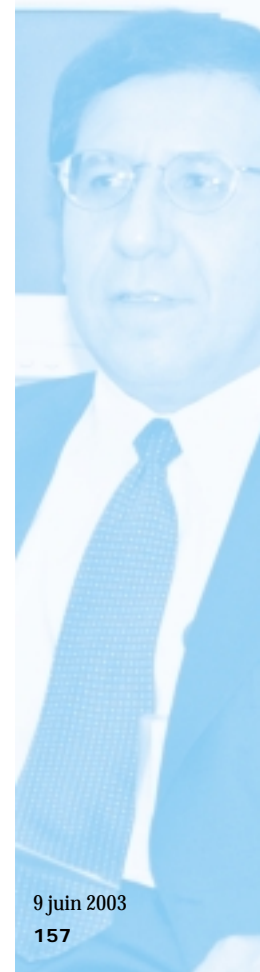
Le manque de développement du marché financier peut aussi limiter le montant de financement intérieur que l'État peut se procurer. Les pays qui sont dans ce cas doivent emprunter à l'extérieur. Parce que les emprunts extérieurs deviennent coûteux et que le marché des capitaux leur est périodiquement fermé, ils n'ont d'autre choix que de financer le déficit public en créant de la monnaie, et donc en produisant de l'inflation. Le problème est encore plus grave lorsque le gouvernement hérite de son prédécesseur une dette publique extérieure considérable et que le secteur des biens échangeables du pays est peu développé, de sorte qu'il est difficile de dégager les larges excédents commerciaux nécessaires pour rembourser la dette. On ne s'étonnera pas d'apprendre qu'il existe une corrélation positive étroite entre le haut niveau d'endettement extérieur d'économies relativement fermées et l'inflation, surtout dans les années 80.

BULLETIN : On peut supposer que l'une des raisons de votre étude est que l'inflation peut avoir une incidence négative sur le bien-être. Mais, depuis peu, la menace de la déflation semble plus préoccupante, du moins dans quelques pays. Votre étude apporte-t-elle une réponse sur ce point?

M. CATÃO : C'est une question importante. Nous avons constaté que dans les économies avancées, en particulier à faible inflation, il n'y a pas de lien significatif entre les déficits et l'inflation. Cela donne à pen-

Dans les pays dont le système politique est fragmenté et où la répartition du revenu est gravement faussée, les intérêts différents des groupes sociaux font qu'il est souvent difficile pour le gouvernement de prendre en temps utile des mesures correctives afin de résorber le déficit.

Marco Terrones



ser que les déficits budgétaires ne sont pas un moyen très efficace de lutter contre l'inflation, comme le démontre, que je sache, ce qu'a vécu le Japon ces dix dernières années. D'autres instruments, dont la politique monétaire, semblent bien plus efficaces, surtout s'ils sont employés à temps pour prévenir la déflation. Un des effets secondaires de l'expansion budgétaire est la pression qu'elle fait porter sur les taux d'intérêt, qui peut causer à longue échéance une contraction de l'activité. Un déficit très prononcé et persistant résultant, par exemple, de réductions d'impôt massives peut à terme faire beaucoup de mal à l'économie sans pour autant empêcher la déflation.

BULLETIN : Quelles sont les grandes leçons que les décideurs peuvent tirer de votre étude?

M. TERRONES : La première est que la rectitude budgétaire fait s'éloigner le spectre de l'inflation, surtout dans les pays en développement où elle a longtemps été un mal chronique. Les régimes de parités fixes ne sont pas des panacées et peuvent avoir des conséquences désastreuses, comme l'ont montré les soubresauts récents des marchés émergents. De même, les mesures visant à encourager l'ouverture commerciale et la participation à des ententes commerciales régionales, quoique bénéfiques à maints égards, ne sauraient remplacer la discipline budgétaire.

Je dois ajouter que, si l'assainissement des finances publiques des pays en développement a beaucoup progressé au cours de la dernière décennie, il subsiste de graves déséquilibres, et la solvabilité à long terme de nombreux pays reste encore problématique. L'histoire a montré à maintes reprises que la prééminence du budgétaire, lorsque la dette publique est élevée et la situation des finances publiques fragile, conduit sûrement à l'inflation, même si ce n'est pas dans l'immédiat.

Autre point important : la réussite des nouvelles techniques de gestion monétaire, telles que le ciblage de l'inflation, dépend en partie de l'orientation de la politique budgétaire, car le monétaire et le budgétaire sont étroitement liés, du fait de la contrainte du budget de l'État. Pour que les institutions et les dispositions relativement nouvelles, telles que l'indépendance de la banque centrale dans de nombreux pays en développement, puissent faire leurs preuves, il ne faut pas seulement des lois bien écrites, mais aussi et surtout une ferme volonté de faire respecter la discipline budgétaire. ■

Le document de travail du FMI n° 03/65, intitulé «Fiscal Deficits and Inflation», de Luis Catão et Marco E. Terrones, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 166. Le texte intégral est également disponible sur le site du FMI (www.imf.org).

Pour gérer le processus de réforme . . .

Un budget axé sur les résultats

Ces vingt dernières années, la plupart des pays avancés ont profondément restructuré leurs systèmes de gestion budgétaire de manière à ce que l'allocation des ressources soit axée davantage sur les résultats à atteindre. Beaucoup de pays à revenu intermédiaire et à économie de marché émergent s'intéressent aussi à cette nouvelle approche. Mais sont-ils en mesure de l'appliquer? Un document de travail récent du FMI examine ce qui a fait la réussite de cette méthode, dite de la budgétisation axée sur les résultats, dans les pays avancés et ce que les autres pays doivent savoir avant de l'adopter. Une chose est claire : les compétences de gestion sont essentielles.

Traditionnellement, la gestion des budgets nationaux était très centralisée. Les pays se fixaient une série d'objectifs — le plus souvent vagues et rarement chiffrés —, puis ils procédaient à l'allocation des ressources en fonction de ces objectifs. La priorité était donnée à la distribution des ressources et à un système de contrôle centralisé grâce auquel les ressources devaient parvenir à leurs destinataires. En règle générale,

cependant, faute de suivi, il était difficile de savoir si les dépenses produisaient les résultats escomptés.

Puis, les États-Unis d'abord et presque tous les autres pays développés ensuite ont commencé, au début des années 80, à revoir la façon dont ils gèraient leurs budgets. Ils optèrent pour une plus grande souplesse, moyennant une attention accrue aux résultats et à la responsabilité des utilisateurs.

Qu'est-ce que cela signifiait concrètement? En restant dans un cadre budgétaire contraignant, la budgétisation axée sur les résultats donnait aux ministères dépensiers plus de latitude pour accéder aux crédits et les utiliser, essentiellement en leur permettant de réaffecter ces derniers entre les types de ressources qui avaient déjà été contrôlés en tant que postes budgétaires. Les contraintes qui pesaient inutilement sur la gestion des ressources ont ainsi été éliminées, et les ministères et les gestionnaires se sont vu accorder une plus grande liberté de décision opérationnelle. Les ministères dépensiers pouvaient aussi compter avec plus de certitude sur la disponibilité des crédits. Dans nombre de pays avancés, l'adoption de cette méthode s'est ac-

compagnée d'une planification budgétaire plus axée sur le moyen terme, l'horizon budgétaire passant généralement d'un an à trois ou cinq ans.

Mais cette liberté accrue et cette plus grande prévisibilité avaient un prix : les ministères et les gestionnaires étaient désormais comptables des résultats obtenus. La nouvelle méthode devait se traduire par une plus grande efficacité.

Ce changement tenait aussi à l'idée de plus en plus répandue dans les pays avancés que l'amélioration des résultats jouait un rôle plus important dans la stabilité et la solidité macroéconomiques d'un pays qu'un contrôle détaillé des ressources. Il était apparu que la réduction généralisée de certains types de dépenses n'était pas aussi efficace que de laisser les gestionnaires mieux utiliser leurs ressources en fonction de leurs prix relatifs et de l'évolution des techniques. C'est ainsi que les pays avancés ont de plus en plus intégré l'élaboration du budget à d'autres fonctions de gestion, en même temps qu'ils élaboraient de nouvelles directives et méthodes pour responsabiliser les gestionnaires à l'aide de bases de données et de systèmes d'information conçus à cette fin.

Une transition par étapes

L'expérience des pays avancés pour ce qui est de l'élaboration et de l'exécution des budgets axés sur les résultats pourrait être très utile aux pays à revenu intermédiaire et à marché émergent désireux de suivre leur exemple. Il importe d'adopter une approche évolutive, de parvenir à un large consensus quant à l'opportunité du changement, de placer les réformes budgétaires dans le cadre d'une stratégie de réforme globale, de mettre en place les contrôles budgétaires adéquats et, ce qui est peut-être primordial, de disposer des compétences de gestion indispensables.

Adopter une approche évolutive. Il est largement admis qu'un système budgétaire moderne doit comprendre un contrôle des dépenses, seul garant du respect de la loi de finances, stabiliser l'économie en temps opportun au moyen de mécanismes d'ajustement efficaces des agrégats budgétaires, et promouvoir l'efficacité distributive et technique de la prestation de services en incitant à une plus grande productivité.

Pour répondre à toutes ces exigences, les pays avancés ont évité de passer brutalement des modèles privilégiant l'application de la loi conforme à un modèle plutôt axé sur les résultats. Ils ont préféré une approche plus évolutive mettant l'accent tour à tour sur chacune de ces trois exigences. Dernièrement, beaucoup de pays en transition les ont imités. Après avoir cessé progressivement de donner la priorité à l'application de la loi et s'être heurtés dans un premier temps à une forte instabilité macroéconomique, ils ont adopté des politiques budgétaires adéquates en ajustant leurs procédures de manière à mieux contrôler l'efficacité des opérations de l'État, et ont introduit peu à peu la budgétisation axée sur les résultats.

Parvenir à un consensus. Face à la perspective d'une dégradation généralisée et durable de leurs finances publiques et de plus en plus conscients de la nécessité de parvenir à la viabilité budgétaire, les pays avancés ont vite compris que des réformes s'imposaient. En essayant de s'attaquer à ces problèmes structurels, ils se sont aussi aperçus que les systèmes budgétaires traditionnels avaient leurs limites.

En même temps, l'adoption par un nombre croissant de pays d'une plus grande souplesse dans la gestion budgétaire a convaincu les autorités que stabilité macroéconomique et efficacité de l'économie, loin d'être antinomiques, étaient complémentaires. Cette idée fai-

Les pays avancés ont opté pour une plus grande souplesse, moyennant une attention accrue aux résultats et à la responsabilité des utilisateurs.

Le rôle de l'assistance technique

Quels conseils le Département des finances publiques du FMI doit-il donner à un pays qui envisage de nouvelles réformes pour adopter la budgétisation axée sur les résultats? Une évaluation des risques et les réponses à un certain nombre de questions fondamentales permettent au Département de déterminer si le pays dispose des ressources que nécessite un changement institutionnel aussi radical et si une assistance technique ciblée pourra être utile.

Les questions à se poser sont les suivantes :

Les agents favorables au changement sont-ils bien identifiés?

- La nécessité du changement est-elle largement admise?
- À quel niveau de l'État ce changement est-il ressenti comme nécessaire? Au niveau du ministère des finances ou plus bas?
- L'équipe qui pilotera la réforme est-elle stable et bien établie?

Les réformateurs peuvent-ils s'appuyer sur une base solide?

- Les finances publiques sont-elles suffisamment stables?
- La stabilité est-elle suffisante sur les plans politique et administratif?
- L'État pourra-t-il faire face au coût immédiat des réformes?
- Le système en vigueur assure-t-il un degré minimum de contrôle budgétaire et de gestion financière?

L'environnement général offre-t-il les incitations nécessaires?

- Le niveau général des capacités de gestion est-il suffisant pour appliquer la réforme?
- Le cadre réglementaire se prête-t-il à l'application d'une réforme, ou faudra-t-il le modifier?
- Quelle est la qualité de la gouvernance dans le pays?
- Quelle influence ont les usagers des services publics sur la qualité de ces services? Peuvent-ils exiger de meilleures prestations de la part de ces services?

Commencer modestement et éviter les changements brutaux. Lors de l'élaboration de la réforme, procéder par étapes. Au stade de la mise en œuvre, adopter des mesures ciblées plutôt qu'une approche générale.

sant son chemin, on s'interrogeait de plus en plus quant à la capacité des systèmes budgétaires traditionnels, qui sont fondés sur un contrôle à court terme et détaillé des ressources, d'améliorer efficacement les résultats du secteur public (qui, par définition, s'intéresse en premier lieu aux effets produits par ces ressources).

En définitive, pressentant que la recherche de la stabilité économique par voie budgétaire se faisait aux dépens de l'amélioration des résultats économiques, beaucoup de pays avancés ont abandonné les instruments de simple contrôle macroéconomique au profit de systèmes budgétaires offrant les moyens de mieux gérer les résultats.

Faire de la réforme budgétaire une pièce maîtresse d'une stratégie globale. Une fois admis la nécessité de réformer le système budgétaire, les pays avancés ont en général placé cette réforme dans le cadre de la stratégie budgétaire et au centre de l'action des pouvoirs publics. Ainsi, tous les ministères, et non plus uniquement le ministère des finances ou du budget, sont devenus parties prenantes à la réforme. Cet engagement au plus haut niveau a facilité les changements nécessaires des procédures administratives et incité davantage les organismes centraux à déléguer la gestion du budget.

Mettre en place les contrôles budgétaires adéquats. Avant de passer à un modèle budgétaire plus souple et décentralisé, tous les pays avancés avaient d'abord atteint un niveau suffisant de contrôle budgétaire, qui garantissait l'exécution des dépenses conformément au budget approuvé et l'ajustement des agrégats budgétaires si la situation macroéconomique l'exigeait.

Les trois caractéristiques de la budgétisation axée sur les résultats — souplesse de gestion, plus de certitude quant à la disponibilité des crédits et obligation de résultat accrue — étaient toutes fondamentales. Si l'une d'entre elles passait au second plan, l'ensemble de la réforme était compromis. En particulier, donner une plus grande souplesse aux ministères dépensiers sans les soumettre à une obligation de résultat accrue risquait de les inciter à dépenser moins efficacement les crédits budgétés.

Privilégier le volet «gestion» des réformes. Même dans les pays avancés, les programmes de réforme ont dû être «pilotés». Si l'on veut que les objectifs retenus soient atteints et la réforme durable, un programme de réforme doit être établi, une stratégie de mise en œuvre convenue et son exécution bien gérée. Il fallait aussi que les réformes soient acceptées par les principales parties prenantes au système budgétaire. Enfin, ce qui est peut-être le plus important, une équipe a dû être constituée et habilitée à exécuter la réforme. C'est cet aspect du processus — la gestion du changement — qui comporte le plus de risques. Autrement dit, il est fondamental de considérer avant tout la façon dont les autorités passent d'une culture fondée sur l'application de la loi à une culture axée davantage sur l'obtention de résultats.

Les enseignements à tirer

Il semble y avoir quatre enseignements à tirer de l'expérience des pays avancés :

- **En tout premier lieu, ne jamais sous-estimer les compétences de gestion qui seront nécessaires.** Qui gèrera le processus de réforme? Qui gèrera le nouveau système budgétaire? La réponse à ces questions peut faire la différence entre réussite et échec dans les pays émergents où les compétences de gestion sont relativement rares dans l'administration.
- **Deuxièmement, étaler convenablement les réformes dans le temps.** Les compétences de gestion doivent être renforcées *avant* que la gestion budgétaire puisse être déléguée. Une solide assise de gestion est essentielle, surtout au niveau des organismes utilisateurs.
- **Troisièmement, commencer modestement et éviter les changements brutaux.** Lors de l'élaboration de la réforme, procéder par étapes. Au stade de la mise en œuvre, adopter des mesures ciblées plutôt qu'une approche générale. Enfin, lorsque cela est possible, se contenter des technologies en place plutôt que d'opter pour des technologies plus avancées. Ce qui est familier a plus de chances d'être rentable, tout au moins dans un premier temps.
- **Enfin, constituer judicieusement les équipes de gestion.** La budgétisation axée sur les résultats suppose qu'une plus grande latitude soit laissée aux équipes de gestion. Cette liberté, ajoutée aux contraintes matérielles qui limitent la responsabilisation totale des gestionnaires pour les résultats de leurs services, comporte certains risques. Il doit y avoir identité parfaite entre les objectifs de l'équipe qui pilote la transformation et ceux des pouvoirs publics. Plus ces derniers auront confiance dans l'équipe de gestion, plus la réforme aura de chances d'atteindre ses objectifs.

Bien sûr, il peut sembler presque impossible de trouver une équipe de gestionnaires qui aient la même vision des choses, possèdent les compétences techniques et l'autorité nécessaires pour piloter la réforme, ainsi que la capacité de la faire adopter par ceux qui sont le plus concernés, et adhèrent sans réserve aux objectifs retenus. Mais beaucoup de pays ont trouvé les personnes qui convenaient, et leur expérience prouve que le facteur humain peut être déterminant pour l'efficacité de la réforme budgétaire. ■

Jack Diamond
FMI, Département des finances publiques

Le document de travail du FMI n° 03/33, «Performance Budgeting: Managing the Reform Process», de Jack Diamond, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 166. Le texte intégral est également disponible sur le site du FMI (www.imf.org).

L'aide alimentaire mondiale est-elle efficace?

L'aide alimentaire mondiale est un filet de sécurité essentiel pour les pays pauvres. Mais parvient-elle en temps utile à ceux qui en ont le plus besoin? Et, de façon plus générale, a-t-elle réussi à stabiliser la consommation, c'est-à-dire à éviter de fortes fluctuations de la disponibilité globale de denrées alimentaires? Dans un nouveau document de travail du FMI, intitulé «L'aide étrangère et la stabilisation de la consommation : le cas de l'aide alimentaire mondiale», Sanjeev Gupta, Benedict Clements et Erwin R. Tiongson examinent les caractéristiques conjoncturelles de l'aide alimentaire pour déterminer si elle a vraiment atteint ses objectifs.

Pendant des décennies, la communauté internationale a apporté une aide alimentaire aux pays en développement en situation de pénurie. Cette aide s'est révélée indispensable pour éviter la famine, la malnutrition, les maladies ainsi que les problèmes sociaux qui en découlent et qui, à terme, ont de lourdes conséquences économiques.

On ne saurait douter du bien-fondé de l'aide alimentaire, mais est-elle aussi efficace qu'elle pourrait l'être? En examinant l'expérience de quelque 150 pays en développement et en transition de 1970 à 2000, les auteurs ont cherché à déterminer si les livraisons d'aide ont vraiment stabilisé la consommation, si elles ont bénéficié aux pays qui en avaient le plus besoin et si, lorsqu'elles n'ont pas été effectuées en temps utile, elles ont eu des conséquences budgétaires négatives.

Des livraisons à contretemps

L'aide extérieure a souvent été étudiée de façon globale plutôt que sous l'angle de ses différentes composantes,



Le déjeuner des écoliers nord-coréens comporte des aliments fortifiés fournis par le Programme alimentaire mondial de l'ONU.

à savoir l'assistance accordée en cas de catastrophe naturelle, l'aide humanitaire et l'aide alimentaire. Par ailleurs, les études consacrées à l'aide alimentaire portaient en général sur un pays particulier. Cette nouvelle étude considère l'aide alimentaire de façon globale ainsi que ses caractéristiques conjoncturelles.

En particulier, les auteurs ont relevé le moment auquel les livraisons d'aide alimentaire ont eu lieu pour déterminer si, comme, malheureusement, les différents programmes d'aide déjà étudiés, elle a été distribuée de façon «procyclique». Dans ce cas, l'aide diminue au moment où la production alimentaire du pays bénéficiaire se contracte. Autrement dit, il reçoit moins précisément au moment où il est le plus dans le besoin. Il serait préférable que la distribution de l'aide soit anticyclique, c'est-à-dire qu'elle augmente alors que la production alimentaire diminue dans les pays bénéficiaires.

Des effets négatifs sur les finances publiques

La distribution procyclique de l'aide alimentaire peut avoir de graves conséquences macroéconomiques pour les pays bénéficiaires. Il faut savoir en effet que, si une partie de cette aide est distribuée directement aux ménages, une grande proportion est vendue localement à des prix inférieurs à ceux du marché. Ces ventes produisent des fonds de contrepartie en monnaie locale qui apportent un soutien budgétaire essentiel au pays. Lorsque l'aide alimentaire est procyclique, cela crée donc des problèmes de gestion budgétaire, car ces fonds de contrepartie ne sont plus disponibles pour stabiliser le budget à un moment où les recettes manquent. Ces fluctuations sont particulièrement problématiques dans les pays où les fonds de contrepartie atteignent des sommes considérables. En outre, une aide alimentaire procyclique aggrave les problèmes de gestion budgétaire causés par l'augmentation des dépenses servant à financer les programmes conçus pour compenser les effets dommageables des pénuries alimentaires.

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
26 mai	1,67	1,67	2,20
2 juin	1,66	1,66	2,19

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des pays dont les monnaies — euro, yen, livre sterling et dollar EU — composent le panier de calcul du DTS. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI : www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2003.

Des informations générales sur les finances, y compris ces taux, sont disponibles à www.imf.org/external/fin.htm.

Source : Département financier du FMI.

Des résultats contrastés

En examinant les relations statistiques entre l'aide alimentaire mondiale et les fluctuations conjoncturelles de l'offre de denrées alimentaires, les auteurs ont constaté qu'environ deux tiers des pays ont fait état d'une distribution légèrement anticyclique, sans que cela atteigne un degré significatif. Dans l'ensemble, l'aide alimentaire est acyclique : ni procyclique ni anticyclique de façon significative. L'aide alimentaire n'est donc pas livrée au meilleur moment.



Deux enfants se partagent une boîte de sardines à Loungi, en Sierra Leone. En 2002, le pays a reçu 100.000 tonnes d'aide alimentaire.

Cela dit, l'aide alimentaire globale est progressive, c'est-à-dire qu'elle profite aux pays qui en ont le plus besoin, et répond à des situations de pénurie absolue. Pour les pays africains et les pays les plus pauvres dans toutes les régions, l'aide alimentaire a été nettement progressive et anticyclique. Mais pour la majorité des pays où l'insécurité alimentaire était modérée, l'aide alimentaire a été acyclique.

Cela dit, l'aide alimentaire globale est progressive, c'est-à-dire qu'elle profite aux pays qui en ont le plus besoin, et répond à des situations de pénurie absolue. Pour les pays africains et les pays les plus pauvres dans toutes les régions, l'aide alimentaire a été nettement progressive et anticyclique. Mais pour la majorité des pays où l'insécurité alimentaire était modérée, l'aide alimentaire a été acyclique.

Et même dans les pays où elle a été à la fois progressive et anticyclique, elle a été terriblement insuffisante pour couvrir tous les besoins.

En conclusion, pour que l'aide alimentaire mondiale ait des effets aussi positifs que possible, il faut en accroître le volume et la livrer en temps opportun. Pour ce faire, les donateurs internationaux doivent prendre en compte et comprendre les cycles économiques des pays bénéficiaires. Les programmes d'aide alimentaire étant parfois rendus moins efficaces par les lenteurs bureaucratiques, il serait utile de mettre en place des systèmes d'alerte avancée qui permettraient de les déclencher rapidement. Une meilleure coordination entre les donateurs est aussi essentielle. Selon les auteurs, les documents de stratégie pour la réduction de la pauvreté, établis par le FMI, pourraient servir à concevoir et à coordonner des stratégies d'aide alimentaire et de développement agricole. ■

Le document de travail du FMI n° 03/40, «Foreign Aid and Consumption Smoothing: Evidence from Global Food Aid», de Sanjeev Gupta, Benedict Clements et Erwin R. Tiongson, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 166. Le texte intégral est également disponible sur le site du FMI (www.imf.org).

En anglais sur le site www.imf.org

Communiqués de presse

- 03/67 : Le FMI approuve un décaissement de 18 millions de dollars au titre de la FRPC en faveur de la République d'Azerbaïdjan ainsi que les demandes de dérogation aux critères de réalisation et la prolongation de l'accord, 15 mai
- 03/68 : Déclaration conjointe des chefs du FMI, de la Banque mondiale et de l'Organisation mondiale du commerce, 16 mai
- 03/69 : Déclaration du Directeur général du FMI sur l'échange de la dette souveraine de l'Uruguay, 16 mai
- 03/70 : Déclaration de presse du 16 mai, en Équateur, de la Première Directrice générale adjointe du FMI, 19 mai
- 03/71 : Début, le 21 mai, de la mission chargée de la cinquième revue du programme économique de la Turquie, 20 mai
- 03/72 : Déclaration de presse du 20 mai, à Brasilia, de la Première Directrice générale adjointe du FMI, 20 mai
- 03/73 : Déclaration du 21 mai de Horst Köhler, Directeur général du FMI, sur le programme de travail du Conseil d'administration, 28 mai
- 03/74 : Le Directeur général du FMI, Horst Köhler, propose la nomination d'Agustín Carstens, Vice-Ministre des finances du Mexique, au poste de Directeur général adjoint du FMI, 29 mai

Notes d'information au public

- 03/60 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec le Maroc, 9 mai

- 03/61 : Achèvement des consultations de 2002 au titre de l'article IV avec Sainte-Lucie, 9 mai
- 03/62 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec le Ghana, 16 mai
- 03/63 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec l'ex-République yougoslave de Macédoine, 20 mai
- 03/64 : Le Conseil d'administration réexamine la situation du revenu du FMI, 22 mai

Discours

- Séminaire monétaire international, Banque de France, Anne O. Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, 13 mai
- «La coopération en matière d'intégration commerciale et financière internationale», allocution de Horst Köhler, Directeur général du FMI, à la réunion du Conseil général de l'OMC, Genève, 13 mai
- «Les défis de la mondialisation et le rôle du FMI», allocution de Horst Köhler, Directeur général du FMI, lors de l'Assemblée annuelle de la Society for Economics and Management à l'université Humboldt, Berlin, 15 mai

Déclaration à la réunion des donateurs

- Pakistan — Déclaration du représentant des services du FMI, Forum sur le développement du Pakistan, 12 mai

Transcription

- Point de presse de Thomas C. Dawson, Directeur du Département des relations extérieures du FMI, 22 mai

Les ressources financières et la position de liquidité du FMI : explications

De quel montant dispose le FMI pour effectuer ses prêts? La FCC (*forward commitment capacity* — capacité d'engagement sur un an), mesure mise au point récemment par l'institution, permet de chiffrer le montant des ressources dont dispose le FMI pour accorder des prêts au cours de l'année à venir. Le FMI calcule la FCC par référence au total de ses ressources (voir tableau).

Les ressources du FMI sont composées des avoirs en monnaies des pays membres, de DTS, d'or, d'autres avoirs, tels que les immeubles et les sommes à recevoir, et des montants non utilisés sur les lignes de crédit (si elles sont actives) que plusieurs pays membres ont ouvertes pour le FMI — les Accords généraux d'emprunt (AGE) et les Nouveaux Accords d'emprunt (NAE). Une partie de ces ressources ne peut pas être prêtée. Ainsi, l'utilisation de l'or est rigoureusement limitée par les Statuts du FMI. En outre, les monnaies des pays membres qui bénéficient de prêts du FMI non encore remboursés ou dont la position extérieure est relativement faible ne sont pas utilisables, car ces pays ne sont pas en mesure de mettre à disposition des devises en échange de leur propre monnaie. Les «autres avoirs» ne sont pas utilisables non plus.

Si l'on soustrait les ressources non utilisables du total des ressources, on obtient les ressources que le FMI peut utiliser pour financer ses opérations et transactions. Il s'agit des monnaies des pays membres jugés financièrement solides par le Conseil d'administration du FMI, des avoirs en DTS et des montants inutilisés des lignes de crédit actives.

La capacité du FMI d'engager de nouveaux prêts pour l'année à venir est plus restreinte que sa base de ressources utilisables, car une partie de ces ressources a déjà été engagée pour des prêts à venir. Le montant des ressources utilisables non engagées ne comprend pas les montants restant à tirer au titre d'accords en vigueur.

La FCC comprend les remboursements de prêts qui seront effectués par les pays membres bénéficiaires

pendant l'année à venir et qui augmentent la capacité de prêt du FMI. Elle ne comprend pas le solde prudentiel. Ce solde assure la liquidité des créances sur le FMI et tient compte de la possibilité d'une dégradation de la position financière de certains pays membres, qui rendrait leurs monnaies inutilisables.

Le solde prudentiel est fixé à 20 % du total des quotes-parts des pays membres dont les monnaies sont utilisées pour financer les transactions du FMI et des sommes éventuellement utilisées dans le cadre des lignes de crédit dont bénéficie le FMI. Ce solde prudentiel n'est pas une limite absolue, et les ressources du FMI disponibles aux fins de nouveaux prêts pourraient, de façon strictement temporaire, franchir ce seuil.

Bref, la FCC est égale à la somme des ressources utilisables non engagées et des remboursements prévus pour les douze mois à venir, moins le solde prudentiel. Cette mesure de la liquidité exprime donc concrètement le montant des ressources dont le FMI dispose pour effectuer de nouveaux prêts au cours de l'année à venir. ■

Ressources financières et position de liquidité du FMI, 2001–03

(milliards de DTS, sauf indication contraire; fin de période)

	2001	2002	Avril 2003	
			DTS	\$ EU
Total des ressources	217,1	218,1	218,5	302
Monnaies des pays membres	209,0	210,3	210,7	292
Avoirs en DTS	1,5	1,2	1,0	1
Avoirs en or	5,9	5,9	5,9	8
Autres avoirs	0,7	0,8	1,0	1
Disponibles au titre des AGE/NAE
Moins : Ressources non utilisables	114,7	117,9	120,5	167
Dont : Encours des crédits	53,5	63,6	66,0	91
Égale : Ressources utilisables	102,5	100,2	98,0	136
Moins : Montants restant à tirer au titre des accords CRG¹	25,8	31,9	23,6	33
Égale : Ressources utilisables non engagées	76,7	68,3	74,4	103
Plus : Remboursements prévus sur un an	15,2	19,0	19,1	26
Moins : Solde prudentiel	30,9	32,6	32,6	45
Égale : Capacité d'engagement sur un an (FCC)	61,0	54,7	60,8	84

Note : Les chiffres étant arrondis, il se peut que les totaux ne soient pas égaux à la somme de leurs composantes.

¹Compte des ressources générales.

Source : Département financier du FMI.

Pour obtenir de plus amples renseignements sur les finances du FMI, veuillez consulter le site Internet www.imf.org.

Plus les écarts de revenu sont prononcés, plus la réduction de la pauvreté est ardue

*Personne ne peut contester que, globalement, la croissance économique bénéficie aux pauvres. Pourtant, d'après les données dont on dispose sur les pays en développement et en transition, avec un même taux de croissance du PIB par habitant, certains pays parviennent à réduire la pauvreté davantage que d'autres. Une meilleure compréhension de ce phénomène pourrait aider les pays à déterminer quelles politiques économiques contribuent le plus à la réduction de la pauvreté. Un nouveau document de travail du FMI intitulé «*Macroeconomic Performance and Poverty Reduction*», analyse les liens entre croissance et réduction de la pauvreté. Conclusion : ces deux objectifs ne sont pas incompatibles.*



Ce garçon bangladais de 13 ans travaille comme cireur de chaussures avec sa famille. Il fait partie des milliers d'enfants à qui la pauvreté interdit l'accès à l'éducation.

Confirmant les résultats de nombreuses études antérieures, une étude empirique récente du rapport entre la variation annuelle du taux de pauvreté et le taux de croissance annuelle de certains pays (voir encadré) révèle que, en moyenne, la croissance réduit le taux de pauvreté dans la même proportion qu'un ralentissement économique ou une crise l'aggrave. Ce résultat est important, car il contredit l'idée selon laquelle, en raison de certains facteurs irréversibles et de l'engrenage de la pauvreté, un ralentissement de l'acti-

tivité économique nuit aux pauvres dans une plus grande mesure que la croissance ne les aide. D'après cette vision des choses, il serait beaucoup plus difficile de sortir de la pauvreté que d'y sombrer, en raison de facteurs qui peuvent être irréversibles, à savoir la perte d'un patrimoine, la dégradation de la santé et l'incapacité de saisir les occasions de rebondir. C'est, par exemple, la situation du jeune qui abandonne prématurément l'école, n'y retourne jamais et n'apprend donc jamais à lire. De même, l'engrenage de la pauvreté fait que, quel que soit le taux de croissance, le pauvre ne s'en sort jamais parce qu'il ne dispose pas des connaissances de base nécessaires pour participer à l'activité économique et en saisir toutes les chances.

Mais même si l'observation empirique conduit à minimiser ces facteurs, reste que le simple rapport entre croissance et réduction de la pauvreté n'explique pas entièrement — tant s'en faut — les variations constatées des taux de pauvreté. Que manque-t-il pour compléter le tableau?

L'importance des écarts de revenu

Outre la croissance, le niveau de développement et les écarts de revenu initiaux sont des paramètres importants de la réduction de la pauvreté. C'est ce que révèle un test dans lequel les seuls paramètres connus sur un pays sont la répartition initiale des revenus (coefficient de Gini, qui exprime l'inégalité des revenus — plus le coefficient est élevé, plus les inégalités sont importantes) et le niveau de développement (PIB réel par habitant). À l'aide de ces informations et partant de l'hypothèse que la répartition des revenus est log-normale (c'est-à-dire qu'elle suit une courbe en cloche et que ses autres caractéristiques statistiques sont conformes à la répartition réelle des revenus), il est possible de prédire approximativement dans quelle proportion 1 point de croissance réduira le taux de pauvreté dans un pays donné.

Plus précisément, d'après ce test, plus les écarts de revenu sont prononcés ou plus le niveau de développement est faible, moins la croissance réduit la pauvreté. Ce résultat est bien conforme aux observations empiriques et, qui plus est, le test statistique montre que, lorsque les écarts de revenu et le niveau de développement ainsi que le taux de croissance sont utilisés pour prédire les variations réelles du taux de pauvreté, les prévisions sont bien plus précises que si elles avaient été fondées sur le seul taux de croissance.

Par exemple, les pays dans lesquels le coefficient de Gini est faible et le revenu par habitant relativement élevé auront besoin d'une croissance moindre pour réduire de moitié leur taux de pauvreté. Ainsi, les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord n'auraient besoin

que d'une augmentation de 33 % du revenu réel par habitant (soit une croissance annuelle de 2,9 % sur dix ans) pour réduire de moitié leur taux de pauvreté, alors que les pays d'Afrique subsaharienne et d'Amérique latine auraient besoin d'une augmentation de 50 % (soit une croissance annuelle de 4 % sur dix ans) pour parvenir au même résultat. Malgré ces écarts, dans les deux régions, l'élasticité du taux de pauvreté par rapport à la croissance économique est relativement faible — en raison du faible niveau de développement (Afrique) et de l'ampleur des écarts de revenus (Amérique latine).

Des objectifs en partie incompatibles?

Si croissance et réduction de la pauvreté étaient en partie incompatibles, la pauvreté diminuerait moins vite dans les pays à forte croissance que dans les pays à croissance plus faible. Mais même dans cette hypothèse, force est de constater que les taux de croissance élevés ont permis de réduire la pauvreté beaucoup plus que dans les pays à croissance plus lente. Cette incompatibilité relative peut-elle être vérifiée sur un échantillon limité aux pays dont les taux de croissance sont positifs?

Deux tests statistiques ne permettent pas de conclure que les pays qui ont réussi à réduire quelque peu la pauvreté pour chaque point de croissance (compte tenu de la répartition initiale des revenus) l'ont fait aux dépens de la croissance. Ces tests ont même révélé un phénomène opposé : non seulement la réduction de la pauvreté n'a pas nui à la croissance, mais les pays qui ont réussi le mieux à réduire la pauvreté, compte tenu de la répartition initiale des revenus, ont aussi enregistré des taux de croissance plus élevés.

L'inflation pénalise les pauvres

Il est largement admis que, en deçà d'un certain seuil, l'inflation n'a pas d'effets sur la croissance à long terme, mais que, au-delà, la croissance ralentit. Pour ce qui est de la pauvreté, il apparaît qu'un taux d'inflation annuel supérieur à environ 10 % pénalise les pauvres en raison de ses effets négatifs sur la croissance. Mais l'inflation nuit aux pauvres de deux autres manières : elle peut réduire leurs salaires réels à cause de la rigidité des salaires nominaux et, étant donné que les pauvres n'ont guère accès aux services bancaires, ils ne peuvent protéger la valeur réelle de leur épargne liquide contre l'inflation et souffrent donc davantage que les nantis, qui perçoivent des intérêts. Les données recueillies pour cette étude peuvent permettre de mesurer cet effet additionnel sur les pauvres.

Les tests ont révélé que, lorsque la croissance était négative, un taux d'inflation annuel très élevé (supérieur à 80 %) a accru le taux de pauvreté. Non seulement la récession économique (parfois accompagnée d'une crise) a aggravé la pauvreté, mais, lorsque le taux d'inflation était élevé, cette aggravation a été encore pire. Cepen-

dant, rien ne permet d'affirmer que, lorsque la croissance est positive et accompagnée d'inflation, la pauvreté diminue moins qu'en l'absence d'inflation.

Il semble raisonnable de penser qu'un taux d'alphabétisation élevé des adultes et de forts taux d'inscription à l'école primaire renforcent le lien entre croissance et réduction de la pauvreté, et qu'une croissance favorable aux pauvres accroît l'espérance de vie. Pourtant, il n'a pas été possible d'établir un lien significatif entre ces indicateurs de développement humain et le rythme de réduction de la pauvreté, ni d'affirmer que la croissance aide davantage à réduire la pauvreté dans les pays où la corruption sévit le moins.

Des enseignements pour les décideurs

Cette étude confirme que la croissance économique est le principal moteur de la réduction de la pauvreté. Il apparaît en outre que les pays où la répartition des revenus est plus équitable réussissent mieux à réduire la pauvreté par la croissance que les pays où les inégalités de revenu sont plus marquées. Lorsque les pays se fixent des objectifs de réduction de la pauvreté, ils doivent donc tenir compte non seulement des perspectives de croissance, mais aussi du niveau initial de développement et d'inégalité des revenus. Enfin, même si, au-delà d'un seuil peu élevé, l'inflation pénalise les pauvres, il ne suffit pas de maintenir l'inflation à un niveau faible pour resserrer le lien entre croissance et réduction de la pauvreté. ■

Anne Epaulard
Institut du FMI

Le document de travail du FMI n° 03/72, «Macroeconomic Performance and Poverty Reduction», d'Anne Epaulard, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 166. Le texte intégral est également disponible sur le site du FMI (www.imf.org).

Comment mesure-t-on la pauvreté?

La pauvreté peut être mesurée de différentes manières. Dans cette étude sont définies comme pauvres les personnes qui disposent de moins de 2 dollars par jour pour vivre (prix de 1993). Cette définition permet (compte tenu des données de la Banque mondiale) d'étudier un grand nombre de pays, dont certains pays en transition. Il est important d'inclure les pays en transition, en raison de leurs caractéristiques propres — revenu moyen élevé et faible inégalité de revenus (mesurée par le coefficient de Gini) — susceptibles d'influencer le lien entre croissance et réduction de la pauvreté.

Les indicateurs du taux de pauvreté et de la répartition des revenus sont tirés des données de la Banque mondiale. Dans l'échantillon de 99 épisodes de croissance ou de ralentissement économique observés dans les pays en développement et en transition, les taux de pauvreté initiaux vont de 0,4 % à 90 %, avec une moyenne arithmétique de 42 %.

Lorsque les pays se fixent des objectifs de réduction de la pauvreté, ils doivent tenir compte non seulement des perspectives de croissance, mais aussi du niveau initial de développement et d'inégalité des revenus.

Promouvoir l'utilisation des clauses d'action collective

Le FMI reconnaît depuis longtemps que l'inclusion de clauses d'action collective (CAC) dans les instruments obligataires internationaux peuvent faciliter et accélérer la restructuration des dettes souveraines dans les rares cas où elle se révèle nécessaire. Il s'efforce d'en promouvoir l'inclusion dans les contrats obligataires et, à en juger d'après les récentes émissions, il semblerait que ces clauses gagnent en popularité et qu'elles n'aient pas d'incidence sur le prix des obligations.

Trouver une solution plus rapide et moins coûteuse aux crises, c'est là un des objectifs du FMI. Durant la décennie écoulée, le FMI s'est activement employé à renforcer le dispositif de résolution des crises, et ces deux dernières années, il a particulièrement centré sa réflexion sur les modalités d'une restructuration rapide et ordonnée des dettes souveraines devenues intenables.

Il est désormais couramment admis que les problèmes d'action collective peuvent faire obstacle aux restructurations. La multiplicité de détenteurs d'un même titre complique le travail de coordination, et le risque est grand de voir des créanciers «opportunistes» manipuler le processus dans leur propre intérêt. Sans dispositif juridique qui permette de résoudre ce problème, un pays surendetté risque d'avoir du mal à conclure un accord avec ses créanciers. Si, collective-

ment, ceux-ci reconnaissent qu'une restructuration rapide est dans leur intérêt, d'aucuns hésitent peut-être à conclure un accord, estimant qu'ils risquent tout simplement de tirer les marrons du feu pour certains créanciers «irréductibles» qui, une fois un accord de restructuration conclu, réclameraient l'intégralité de leur créance.

Le FMI reconnaît depuis longtemps que les clauses d'action collective peuvent contribuer à résoudre ce problème. Depuis juillet 2002, à la faveur de ses activités de surveillance bilatérale et multilatérale, il encourage leur inclusion dans les obligations souveraines internationales. Plusieurs pays émergents ayant récemment opté pour ce type de clauses dans les titres qu'ils émettent sur la place de New York, le FMI a intensifié son dialogue avec les pays membres sur ce dossier important.

Que sont les CAC?

Les clauses d'action collective permettent à un pays émetteur et à une majorité qualifiée de ses créanciers de prendre des décisions qui deviennent contraignantes pour l'ensemble des détenteurs du titre en question. Les clauses de restructuration à la majorité sont peut-être les plus importantes. Elles permettent à une majorité qualifiée de créanciers ayant conclu avec le débiteur un accord de l'imposer à l'ensemble des détenteurs, avant ou après un défaut

Publications récentes

IMF Country Reports (Rapports sur les pays membres, 15 \$)

(Le nom du pays seul fait référence au rapport des consultations au titre de l'article IV.)

- 03/118: Republic of Belarus: Statistical Appendix
- 03/119: Republic of Belarus: Selected Issues
- 03/120: Benin: Fourth Review Under the PRGF
- 03/121: New Zealand
- 03/122: New Zealand: Selected Issues

IMF Working Papers (Documents de travail, 15 \$)

- 03/75: "Job-Specific Investment and the Cost of Dismissal Restrictions—The Case of Portugal," Hajime Takizawa
- 03/76: "Re-Establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience," Andrew Berg, Christopher J. Jarvis, Mark R. Stone, and Alessandro Zanello
- 03/77: "Deflation in Hong Kong SAR," Philip Schellekens
- 03/78: "Do Fixed Exchange Rates Induce More Fiscal Discipline?" Yan Sun

- 03/79: "Assessing Fiscal Sustainability Under Uncertainty," Theodore M. Barnhill Jr. and George F. Kopits
- 03/80: "Fatal Attraction: A New Measure of Contagion," Tamim A. Bayoumi, Giorgio Fazio, Manmohan S. Kumar, and Ronald Macdonald
- 03/81: "Trade, Finance, Specialization, and Synchronization," Jean Imbs
- 03/82: "The ECB's Money Pillar: An Assessment," Albert Jaeger
- 03/83: "Gender-Responsive Government Budgeting," Feridoun Sarraf
- 03/84: "Unanticipated Shocks and Systemic Influences: The Impact of Contagion in Global Equity Markets in 1998," Mardi Dungey, Renee Fry, Brenda Gonzalez-Hermosillo, and Vance Martin
- 03/85: "Regional Impact of Côte d'Ivoire's Sociopolitical Crisis: An Assessment," Ousmane Doré, Benoît Anne, and Dorothy Engmann

de paiement. En outre, des clauses d'action à la majorité qualifiée permettent d'empêcher qu'un simple créancier entame des poursuites, en cas de défaut de paiement, avant la conclusion d'un accord de restructuration.

Il existe actuellement des clauses de restructuration à la majorité dans les contrats obligataires de droit britannique, japonais ou luxembourgeois. En revanche, jusqu'à présent les obligations régies par le droit de New York — c'est-à-dire le gros des émissions des pays à marché émergent — n'en contenaient généralement pas. C'est pourquoi la décision récente de certains pays émergents de faire appel à ces clauses représente un véritable tournant.

Le FMI et les CAC

Les obligations souveraines internationales sont des titres émis ou garantis par un État ou une banque centrale et régies par le droit d'un pays tiers ou relevant d'un tribunal extraterritorial. Le FMI encourage les pays qui émettent ce type d'instruments — qu'ils soient avancés ou émergents — à adopter des clauses d'action collective.

Comme elle est de nature contractuelle, la décision relève en dernière instance de l'émetteur et de ses créanciers. Le FMI en est certes tout à fait conscient, mais il encourage les émetteurs qui optent pour la place de New York à doter leurs obligations de clauses qui soient «généralement alignées» sur celles qui ont été récemment adoptées par le Mexique et recommandées par le groupe de travail du G-10 sur les clauses contractuelles. En ce qui

concerne les clauses de restructuration à la majorité, le Conseil d'administration du FMI estime raisonnable de fixer le seuil de la majorité qualifiée à 75 % de l'encours du principal. S'agissant des obligations de droit britannique, il juge bon de maintenir la pratique actuellement suivie.

Dans leurs activités de surveillance des politiques économiques des pays membres, les services du FMI encouragent vivement ces derniers à doter leurs obligations souveraines internationales de clauses d'action collective. En outre, le FMI suit de près l'utilisation de ces clauses dans le cadre de sa surveillance de l'économie mondiale, et en rend notamment compte dans son Rapport sur la stabilité financière dans le monde. Il entretient par ailleurs un dialogue avec les opérateurs des marchés de capitaux et les groupes de créanciers.

Un appui grandissant

Plusieurs pays avancés ont, ces dernières années, entrepris d'inclure des clauses d'action collective dans leurs obligations étrangères. En janvier 2000, le Royaume-Uni a inclus une clause d'amendement à la majorité dans ses bons du Trésor libellés en euros, sans que cela ait eu d'effets sensibles ni sur le prix ni sur la liquidité des titres. En avril 2000, le Canada a annoncé qu'il allait adopter des clauses d'action collective pour ses bons et obligations internationales. En septembre 2002, les ministres des finances de l'Union européenne (UE) ont fait savoir que les pays membres allaient inclure ces clauses dans les nouvelles émissions d'obligations étrangères. Ces titres

- 03/86: "International Financial Integration," Philip Lane and Gian M. Milesi-Ferretti
- 03/87: "Pricing Policies and Inflation Inertia," Luis Cespedes, Michael Kumhof, and Eric Parrado
- 03/88: "Budget Support Versus Project Aid," Tito Cordella and Giovanni Dell'Ariccia
- 03/89: "Argentina: Macroeconomic Crisis and Household Vulnerability," Ana Corbacho, Mercedes Garcia-Escribano, and Gabriela Inchauste
- 03/90: "Reforming Intergovernmental Fiscal Relations in Argentina," Alfredo Cuevas
- 03/91: "The ECB's Inflation Objective," Mads Kieler
- 03/92: "Pick Your Poison: The Exchange Rate Regime and Capital Account Volatility in

- Emerging Markets," Shigeru Iwata and Evan C. Tanner
- 03/93: "The Equilibrium Real Exchange Rate in a Commodity Exporting Country: The Case of Russia," Nicola Spatafora and Emil Stavrev
- 03/94: "Cross-Country and Cross-Sector Analysis of Transparency of Monetary and Financial Policies," V. Sundararajan, Udaibir S. Das, and Plamen Yossifov
- 03/95: "Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Results of a Survey," Jorge I. Canales Kriljenko
- 03/96: "Network Externalities and Dollarization Hysteresis: The Case of Russia," Nienke Oomes

Vous pouvez vous procurer ces publications en vous adressant à : IMF Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org.

Vous trouverez sur le site www.imf.org des informations en anglais concernant le FMI. Le site www.imf.org/external/fre/index.htm propose une sélection de documents en français, dont le texte intégral du *Bulletin du FMI*, du *Supplément annuel consacré au FMI* et du magazine *Finances & Développement*.



Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Rédactrice principale
Elisa Diehl
Christine Ebrahim-zadeh
Natalie Hairfield
Rédactrices
Maureen Burke
Kelley McCollum
Assistants de rédaction
Philip Torsani
Maquettiste/Graphiste
Julio Prego
Graphiste

Avec la collaboration de
Prakash Loungani

Édition française

Division française
Services linguistiques
Yannick Chevalier-Delanoue
Traduction
Catherine Helwig
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est aussi publié en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 22 numéros qui paraissent chaque année s'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, pas plus que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (6^e édition). Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à imfsurvey@imf.org. Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org.

ne représentent certes qu'une faible part des emprunts des pays de l'UE, mais l'Union occupe une place importante sur le marché obligataire mondial. Depuis 1996, les pays européens auraient émis plus de 37 milliards d'euros d'obligations sur le marché new-yorkais et quelque 6 milliards d'euros sur le marché allemand — ce qui donne peut-être un avant-goût de l'incidence future des clauses d'action collective sur le fonctionnement de ces marchés. L'Autriche, l'Espagne, la Finlande, l'Italie et le Portugal figurent parmi les pays membres qui ont fait appel aux marchés extérieurs ces dernières années.

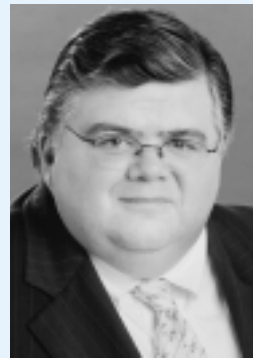
Parmi les pays émergents, l'Égypte (2001), le Liban (2000) et le Qatar (2000) ont inclus des clauses de restructuration à la majorité dans leurs obligations de droit new-yorkais. Sur le marché primaire, ces clauses sont pour ainsi dire passées inaperçues au moment de leur apparition. En outre, si l'on prend le cas de l'Égypte, même avec le regain d'attention que les clauses d'action collective ont suscité ces derniers mois de la part des investisseurs, rien ne permet de conclure qu'elles aient influé sur les prix.

En mars et avril 2003, alors que le débat battait son plein, tant sur les marchés de capitaux que dans les milieux officiels, le Mexique a émis deux emprunts de droit new-yorkais. Les titres prévoyaient des clauses de restructuration et d'action à la majorité. L'accueil a été tellement favorable qu'il y a eu sursouscription. Du reste, l'analyse de la courbe des taux des titres publics mexicains ne faisait apparaître aucune prime résultant de l'inclusion de ces clauses. (Notons cependant que, selon la méthode de calcul employée — la courbe des taux publics mexicains étant complexe —, l'émission du mois de mars peut faire apparaître un écart modeste, de 10 points maximum.)

Les emprunts émis par la suite par le Brésil, l'Afrique du Sud et la Corée, tous régis par le droit de New York et contenant des clauses d'action collective, se sont également soldés par une sursouscription sans qu'il y ait eu, là non plus, de surcoût. Autrement dit, l'expérience récente confirme les observations plus générales effectuées jusqu'à présent. Les études comparatives des obligations de droit britannique (et donc généralement assorties de clauses d'action collective) et de celles de droit new-yorkais (dont ce n'était pas la tradition) ne révèlent aucune différence systématique de prix.

L'Uruguay a également fait appel aux clauses d'action collective dans les mesures qu'il a récemment adoptées pour modifier le profil de sa dette. En mai dernier le pays a échangé la quasi-totalité des instruments de droit étranger détenus par des créanciers privés pour des titres à échéances plus

Agustín Carstens succède à Eduardo Aninat au poste de Directeur général adjoint



Le 29 mai, le Directeur général du FMI, Horst Köhler, a proposé la nomination d'Agustín Carstens, Vice-Ministre des finances du Mexique, au poste de Directeur général adjoint, pour succéder à Eduardo Aninat, qui est sur le point de quitter le FMI.

«Anne Krueger, Shigemitsu Sugisaki et moi-

même nous réjouissons de l'arrivée d'Agustín Carstens, au sein de l'équipe de direction du FMI», a déclaré M. Köhler, ajoutant que «la vaste expérience qu'il a acquise à la banque centrale et au Ministère des finances du Mexique et sur la scène internationale lui permettra, à n'en pas douter, d'enrichir la précieuse contribution d'Eduardo Aninat».

Âgé de 44 ans, M. Carstens se charge, depuis décembre 2000, de la formulation de la politique économique mexicaine au plan national, de la gestion de la dette intérieure et extérieure, et du contrôle et de la législation ayant trait au secteur financier. Il a en outre été l'un des interlocuteurs privilégiés du parlement mexicain et a siégé au sein du Conseil d'administration du FMI en 1999-2000, représentant le Costa Rica, El Salvador, l'Espagne, le Guatemala, le Honduras, le Mexique, le Nicaragua et le Venezuela.

La nomination de M. Carstens, pour un mandat de cinq ans, devrait être bientôt entérinée par le Conseil d'administration du FMI.

La version intégrale du communiqué de presse n° 03/74, est affichée sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

longues. Les nouveaux titres régis par le droit de New York contiennent des clauses de restructuration et d'action à la majorité. En outre, ils ont été émis selon une formule de fiducie qui confère à l'agent fiduciaire une sorte de monopole limité en cas de poursuites afin que tout dédommagement prononcé par un tribunal soit réparti équitablement entre tous les détenteurs. ■

Effie Psalida et Yan Liu
FMI, Département des marchés de capitaux internationaux
et Département juridique

Pour obtenir de plus amples renseignements sur les clauses d'action collective, lire également «Collective Action Clauses—Recent Developments and Issues», disponible sur le site Internet du FMI : <http://www.imf.org/external/np/psi/2003/032503.htm>.