

États-Unis : les problèmes budgétaires pèsent sur la reprise qui se profile



Aux États-Unis, l'investissement résidentiel a soutenu la demande.

Le bilan de santé annuel de l'économie américaine (consultations au titre de l'article IV avec les autorités) que le FMI vient de terminer a eu lieu dans un climat d'incertitude quant à la vigueur de la reprise économique aux États-Unis. Les données récentes sont rassurantes, mais les services du FMI estiment que l'éclatement de la bulle boursière continue d'avoir des effets qui pourraient brider l'activité, de sorte qu'une reprise durable n'est pas acquise. Étant donné le montant considérable des engagements non capitalisés des systèmes publics de retraite et de santé ainsi que la dégradation récente de la situation du budget fédéral, ils s'interrogent aussi sur la viabilité des finances publiques, en soulignant les risques liés aux effets d'éviction et au creusement du déficit courant. Ces questions sont examinées dans leur rapport et divers documents relatifs aux États-Unis, qui figurent sur le site du FMI (www.imf.org/external/country/usa/index.htm).

Après être sortie lentement et en ordre dispersé d'une courte récession en 2001, l'économie américaine commence seulement à montrer des signes plus convaincants d'expansion généralisée. (voir page suivante)

Entretien avec James Hamilton . . .

Quelle relation entre les prix du pétrole et les récessions aux États-Unis?

La plupart des thèses de doctorat passent complètement inaperçues. Pas celle de James Hamilton. Sa thèse a fait sensation en 1982 en avançant l'idée que la hausse des prix mondiaux du pétrole avait joué un rôle dans presque toutes les récessions de l'histoire moderne des États-Unis, y compris celles des années 50. M. Hamilton, aujourd'hui éminent économiste à l'université de Californie à San Diego, se consacre en partie depuis vingt ans à l'étude des liens changeants entre les prix du pétrole et l'activité économique. Il répond aux questions de Prakash Loungani.

M. LOUNGANI : Comment votre thèse a-t-elle été reçue?

M. HAMILTON : Mes directeurs de thèse à Berkeley étaient un peu sceptiques, mais ils m'ont soutenu. Beaucoup d'économistes avaient du mal à croire qu'une relation aussi nette ait existé sans que personne ne s'en soit jamais aperçu. La première réaction de



M. Hamilton : Six des sept récessions qu'ont connues les États-Unis depuis 1947 ont été précédées par une forte hausse des prix du pétrole.

Robert Hall, économiste à Stanford qui a présenté mon travail à une grande conférence à l'époque, a été de croire que j'avais «inventé les chiffres». (voir page 237)

233
Signes de reprise aux États-Unis

233
Les liens entre chocs pétroliers et récessions

238
Concurrence et prise de risque des banques

239
Développement des marchés financiers

242
Michael Moore défend la mondialisation

243
L'OMC favorise-t-elle le commerce international?

246
Séminaire sur les taux de change

247
Réorganisation du FMI

Lire aussi . . .

241
Sur le site du FMI

245
Publications récentes

248
Principaux taux du FMI

Signes annonciateurs de reprise aux États-Unis

(suite de la première page) Il est vrai qu'elle a dû surmonter une série de chocs, dont la plus forte baisse boursière de l'après-guerre, les attentats du 11 septembre, des faillites et des scandales dans des entreprises importantes et la guerre en Iraq. Pendant toute cette période, le taux de chômage n'a augmenté que légèrement et les faillites de grandes entreprises ont été absorbées par le système sans conséquences pour les intermédiaires financiers.

dépenses de consommation et l'investissement résidentiel ont soutenu la demande intérieure. En même temps, le taux d'épargne des ménages — qui était tombé autour de 2 % avant la récession — est remonté à 3½ % environ au début de 2003. Les taux d'intérêt à long terme étant récemment repartis à la hausse après avoir été très bas, la vague de refinancement est quelque peu retombée, mais la montée des prix immobiliers devrait continuer à alimenter les dépenses de consommation à court terme.

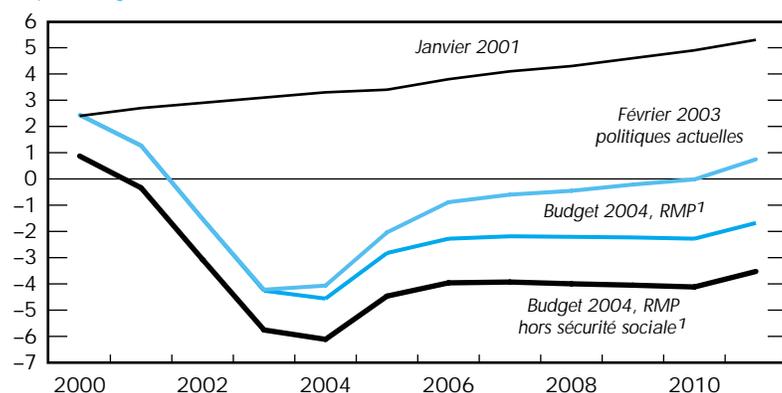
En revanche, la formation de capital fixe des entreprises, qui, après avoir atteint des niveaux records par rapport au PIB, avait chuté en 2000-01, n'a pas rebondi autant que dans les reprises passées. Cela dit, les achats d'équipement et de logiciels ont repris depuis le milieu de 2002, hormis une brève interruption au premier trimestre de 2003. L'investissement non résidentiel est peut-être aussi sur le point de repartir, après avoir été freiné par la proportion élevée de locaux industriels non occupés jusqu'au début de 2003.

La croissance de la productivité étant restée soutenue, la confiance des marchés s'est améliorée ces derniers mois. Les fortes compressions d'effectifs en 2002 ont contribué à une réduction de 2 % des coûts unitaires de main-d'oeuvre et à un bond de 5¼ % de la productivité, la progression annuelle la plus rapide depuis 50 ans. Ainsi, au second trimestre 2003, les profits ont commencé à se redresser, nombre d'entreprises dépassant leurs prévisions. L'aversion aux risques provoquée par les scandales comptables et la préparation de la guerre en Iraq semble aussi avoir considérablement diminué. Tous ces facteurs ont contribué à la fois au redressement des marchés boursiers et à la réduction des marges actuarielles des obligations de sociétés.

Cependant, l'atonie de la demande extérieure et la vigueur antérieure du dollar ont freiné l'activité. Les exportations, en volume, ont recommencé à augmenter légèrement en 2002 avant de retomber vers la fin de l'année et au premier semestre de 2003. Par contre, les importations, en volume, ont fortement remonté, sous l'effet des achats de biens de consommation et d'équipements industriels. Ces facteurs ainsi que la hausse des prix mondiaux du pétrole ont contribué à porter le déficit courant au niveau record de 5¼ % du PIB au premier trimestre 2003. Les différences de taux d'intérêt étant moins favorables et les titres américains suscitant un intérêt moindre dans le monde, les entrées de capitaux privés ont chuté. Cette baisse a été compensée par le recul des investissements à l'étranger des résidents américains et par l'augmentation des achats d'actifs en dollars par les banques centrales étrangères, mais le taux effectif nominal du dollar s'est déprécié d'environ 15 % entre février 2002 et juin 2003.

Les excédents ont fait place à d'importants déficits

(en pourcentage du PIB, exercices)



¹Estimations des services du FMI, fondées sur la revue à mi-parcours (RMP) de l'exercice 2004, Budget des États-Unis (juillet 2003).

Dans une certaine mesure, les bons résultats de ces dernières années sont attribuables à l'orientation des politiques monétaire et budgétaire. Ainsi, l'objectif de la Réserve fédérale pour le taux des fonds fédéraux a été réduit de 475 points de base en 2001 et a diminué encore de 75 points depuis novembre 2002. Sur le plan budgétaire, des baisses d'impôts substantielles ont été décidées en juin 2001 et mai 2003; en mars 2002, une loi a renforcé les incitations à investir et allongé la durée d'indemnisation des chômeurs; enfin, les dépenses militaires et de sécurité ont augmenté très fortement en 2002 et 2003. Toutes ces mesures ont contribué à faire basculer massivement le solde du budget unifié de l'État fédéral, qui est passé d'un excédent de 2½ % du PIB pour l'exercice 2000 (octobre-septembre) à un déficit qui dépassera sans doute 4 % du PIB pour l'exercice 2003. Le ralentissement économique pesant lourdement sur les recettes des collectivités locales et des États, le déficit combiné des administrations publiques pourrait atteindre 6 % du PIB en 2003.

Les sources d'une nouvelle vigueur

Les mesures prises ont été particulièrement efficaces pour soutenir la demande des ménages. Stimulés par les taux d'intérêt bas, la flambée des prix de l'immobilier et la forte croissance du revenu disponible, les

D'après les projections du FMI, le regain d'activité devrait s'accélérer au second semestre de 2003, la croissance annuelle du PIB passant d'à peine 2½ % en 2003 à quelque 3¾ % en 2004. Reste à savoir si les ajustements consécutifs à l'éclatement de la bulle boursière sont terminés, et des risques subsistent compte tenu de l'atonie persistante de l'activité industrielle et de la situation de l'emploi. Si l'économie reste nettement en sous-régime, l'inflation globale mesurée par l'IPC devrait tomber autour de 1¼ % en 2004, puis remonter un peu avec la résorption de l'écart de production.

Attention au déficit budgétaire

Malgré ce qui peut apparaître comme des perspectives de croissance relativement favorables à moyen terme, les baisses d'impôts récentes suscitent des préoccupations eu égard à l'évolution du déficit budgétaire. Certes, la politique budgétaire a soutenu la reprise jusqu'à présent, mais le paquet fiscal a fragilisé la situation budgétaire et le pays est encore moins apte à faire face aux départs en retraite des «baby-boomers» à la fin de la décennie (graphique, page 234). S'ils perdurent, les déficits budgétaires finiront par avoir un effet d'éviction et freiner les progrès de la productivité. Ils tendront aussi à accroître le déficit courant déjà élevé en continuant à attirer l'épargne mondiale et en aggravant les risques de déséquilibre des taux de change.

La faiblesse du dollar en 2002–03 a accru les incertitudes et pourrait compliquer la gestion macroéconomique à court terme dans les pays partenaires des États-Unis. La dépréciation récente du dollar a aidé à réduire l'important déficit courant, mais une désaffection soudaine des investisseurs et des turbulences sur les marchés des changes pourraient avoir des conséquences dommageables tant à l'intérieur du pays qu'à l'étranger. Un engagement ferme de réduire le déficit budgétaire à moyen terme ainsi qu'une croissance forte dans les pays partenaires aideraient à ce que, à terme, l'ajustement du déficit courant des États-Unis se fasse de façon ordonnée en s'appuyant sur le renforcement de l'épargne nationale et non sur une baisse de l'investissement et de la croissance aux États-Unis.

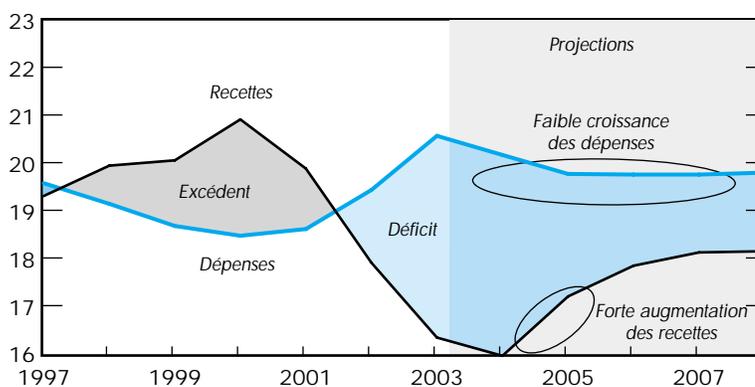
Dans ces conditions, les services du FMI estiment que les autorités américaines doivent avant tout concevoir une approche crédible pour remédier aux pressions budgétaires moins immédiates et gérer en même temps les risques qui pèsent à court terme sur la reprise. La politique monétaire devrait être la première ligne de défense en cas de nouveaux signes de faiblesse. La Réserve fédérale a bien réagi au ralentissement de l'économie, mais elle devra peut-être assouplir encore la politique monétaire si la reprise ne se confirme pas. L'inflation étant presque à son plus bas niveau de l'après-guerre et les taux d'intérêt proches de zéro, le mieux est d'agir avec détermination pour éviter les risques de déflation et soutenir une reprise saine.

Un assainissement des finances publiques s'impose à moyen terme...

Les services du FMI associent le retour à la viabilité budgétaire à la réalisation de deux objectifs principaux. Le premier consiste à rééquilibrer le budget fédéral, hors sécurité sociale, à moyen terme — objectif auquel souscrit le gouvernement actuel. Celui-ci prévoit que le ratio déficit/PIB va s'amenuiser dans les années à venir, mais ses projections se fondent sur des hypothèses (nette augmentation des recettes fiscales et plafonnement rigoureux des dépenses discrétionnaires, hors défense et sécurité intérieure) qui sont peut-être trop optimistes, d'autant plus que les mesures d'accompagnement devant garantir le respect des plafonds de dépenses n'ont pas encore été arrêtées (graphique ci-dessous). Le rééquilibrage du budget dans les cinq à dix ans à venir suppose un ratio de la dette publique en

Le déficit budgétaire restera considérable, même sur la base d'hypothèses optimistes

(en pourcentage du PIB, exercices)



Source : Revue à mi-parcours de l'exercice 2004, Budget des États-Unis (juillet 2003).

2003 inférieur de plus de 10 % du PIB au ratio actuel, ce qui laisserait une certaine marge de manœuvre pour opérer la réforme si nécessaire des prestations sociales avant le choc démographique (graphique, page 236).

Le second objectif consiste à consolider la position à long terme des systèmes de sécurité sociale et d'assurance-maladie. Les départs en retraite des «baby-boomers» va soumettre ces systèmes à des tensions croissantes au cours des décennies à venir, avec un risque d'augmentation rapide de la dette et des déficits américains. D'après les estimations du Bureau du budget du Congrès (CBO), les engagements non capitalisés de ces systèmes atteignent environ 180 % du PIB si l'on se place dans un horizon à 75 ans, et une proportion encore plus élevée sur des périodes plus longues.

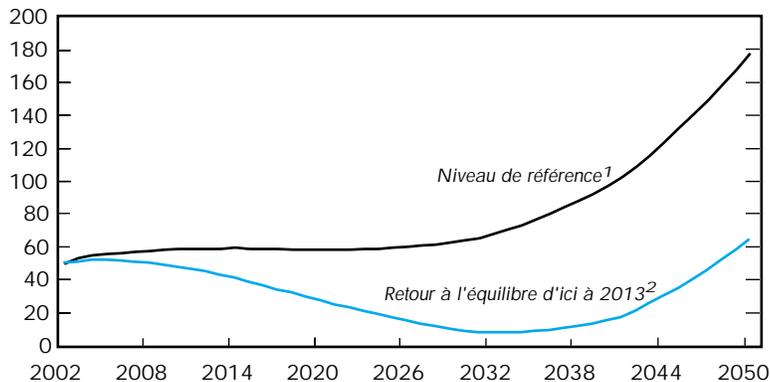
...et reste possible

Pour couvrir les coûts budgétaires du vieillissement de la population, les États-Unis devront accroître les

recettes — de préférence par la suppression des régimes préférentiels en matière d'impôt sur le revenu des sociétés et des personnes physiques — et limiter les dépenses. À cet égard, les services du FMI ont fait valoir que le paquet fiscal récent avait accru les incertitudes quant aux taux d'imposition futurs, en partie parce que les baisses d'impôts ont été introduites progressivement et pour une durée déterminée. En outre, comme le montre l'étude du CBO, il est peu probable que les baisses d'impôts stimuleront la production de façon durable si leurs effets négatifs sur le budget ne sont pas compensés à moyen terme.

Le retour à l'équilibre budgétaire faciliterait la réforme des prestations sociales

Dette à l'égard du public, de la sécurité sociale et de Medicare (en pourcentage du PIB)



Sources : Estimations des services du FMI; rapport 2003 de l'OASDI (sécurité sociale); et SMI/HI 2003.
¹Fondé sur la revue à mi-parcours de l'exercice 2004, Budget des États-Unis (juillet 2003).
²Estimations des services du FMI dans l'hypothèse d'un retour à l'équilibre, hors sécurité sociale, d'ici à 2013.

Pour ce qui est des dépenses, les recommandations des services du FMI se fondent en partie sur une évaluation des normes et codes budgétaires, publiés en même temps que les documents relatifs aux consultations au titre de l'article IV. Le budget fédéral est très transparent et constitue à bien des égards un modèle, mais la forte augmentation des dépenses discrétionnaires ces dernières années amène à s'interroger sur la rigueur de la discipline budgétaire. À cet égard, les services du FMI ont fait valoir que la loi sur l'exécution du budget, récemment devenue caduque, qui a contribué à l'assainissement des finances publiques pendant les années 90, devrait être rétablie et renforcée. Les engagements budgétaires à moyen terme ne font pas partie des instruments pratiques de la politique budgétaire aux États-Unis, car l'élaboration du budget y constitue un processus annuel. Cependant, le plafonnement des dépenses discrétionnaires ainsi que l'obligation légale de compenser toute augmentation des dépenses ou baisse des recettes, introduite par la loi sur l'exécution du budget, se sont révélés utiles pendant la phase d'assainissement des années 90.

En ce qui concerne le système de sécurité sociale, des changements relativement mineurs — modification des formules d'indexation, relèvement de l'âge de la retraite, hausse des taux de cotisation — suffiraient à combler les déficits prévus, même si, plus les décisions seront tardives, plus les ajustements nécessaires seront grands et douloureux. La situation financière du système d'assurance-maladie est nettement pire, en raison de l'augmentation rapide des frais de santé et du fait que les cotisations ne couvrent qu'une part modeste des prestations. Les services du FMI estiment donc que toute initiative visant à améliorer les prestations, y compris le remboursement des médicaments, devrait être accompagnée de mesures crédibles pour remédier aux problèmes financiers à plus long terme du système.

Les initiatives américaines en matière de commerce et d'aide

Les services du FMI ont invité les États-Unis à continuer de promouvoir la libéralisation du commerce, en donnant suite aux propositions des autorités pour faire progresser le cycle de Doha. Pour relancer ces négociations et les faire aboutir, les services du FMI ont encouragé les autorités à trouver un terrain d'entente avec les pays partenaires dans plusieurs domaines, dont l'exemption pour des raisons de santé publique dans le cas des ADPIC (aspects des droits de propriété intellectuelle qui touchent au commerce), et à se conformer rapidement aux décisions récentes de l'OMC. Les négociations en cours d'accords de libre-échange bilatéraux et régionaux pourraient être très profitables pour les pays partenaires, mais ces initiatives devraient compléter, et non remplacer, les efforts multilatéraux plus larges de libéralisation; leur but est de limiter le détournement des échanges commerciaux et les lourdeurs administratives.

Les services du FMI ont aussi recommandé que la politique commerciale et les politiques intérieures des États-Unis soient davantage en phase avec les engagements pris en matière de développement. Ils ont salué les efforts déployés récemment par les États-Unis pour ouvrir davantage leur marché aux pays africains et de la région andine ainsi que pour accroître l'APD — notamment à l'aide d'un compte ad hoc (Millennium Challenge Account) —, mais ils ont relevé que, en pourcentage du PNB, l'APD américaine demeure l'une des plus faibles des pays industriels. Enfin, ils préconisent une augmentation plus sensible de l'aide extérieure et estiment qu'il est possible d'assurer une plus grande complémentarité entre politique commerciale et politique de développement, notamment en réduisant les subventions agricoles et en éliminant les obstacles non tarifaires qui entravent encore les importations en provenance des pays en développement. ■

Martin Mühleisen
 FMI, Département Hémisphère occidentale

Les liens entre chocs pétroliers et récession

(suite de la première page)

M. LOUNGANI : Comment votre thèse a-t-elle résisté à l'épreuve du temps depuis vingt ans?

M. HAMILTON : Très bien. Les données dont je disposais montraient que six des sept récessions qu'on connues les États-Unis depuis 1947 ont été précédées par une forte hausse des prix du pétrole; la seule exception avait été la récession de 1960. Pendant que je travaillais à ma thèse, les prix du pétrole aux États-Unis ont flambé à cause de la guerre entre l'Iran et l'Iraq au début des années 80 et de la déréglementation de l'industrie pétrolière américaine. Puis il y a eu une récession. Dix ans plus tard, la montée en flèche des prix pétroliers provoquée par l'invasion du Koweït par l'Iraq a été suivie de la récession de 1990-91. Et dix ans plus tard encore, les prix du pétrole ont joué un rôle dans la récession de 2001. Nous en sommes donc à neuf sur dix.

M. LOUNGANI : Quel a été le rôle du pétrole dans la récession de 2001?

M. HAMILTON : Les prix du pétrole ont bien accusé une forte hausse en 1999, mais ce n'était qu'un retour à la normale après l'effondrement des prix en 1997. Ce n'est donc qu'à partir de 2000 que les prix ont atteint de nouveaux sommets significatifs. D'après l'enchaînement des événements observés par le passé, l'activité devait commencer à ralentir vers la fin de 2000, et c'est exactement ce qui s'est passé. L'économie américaine est entrée en récession en mars 2001.

M. LOUNGANI : Le pétrole est-il aussi responsable de la timidité de la reprise après la récession de 2001?

M. HAMILTON : Il a probablement joué un rôle. Les prix du pétrole ont fait un bond à l'hiver 2002 et au début de 2003 à cause des incertitudes liées au conflit en Iraq. Il s'en est suivi une instabilité sur les marchés pétroliers et financiers qui ne pouvait que nuire à l'économie. Mais cette augmentation des prix et même celle de 2000 étaient différentes de celles qui avaient accompagné les événements antérieurs, tels que la guerre du Golfe. Aux incertitudes s'ajoutait alors une très forte perturbation de l'approvisionnement. Cela ressortait très nettement des données sur la production de pétrole. Dans la période récente, l'approvisionnement aurait pu être perturbé, mais la baisse de la production n'avait rien à voir avec la chute de la production en Iraq et au Koweït en 1990.

M. LOUNGANI : La perturbation de l'approvisionnement a donc des effets plus marqués sur l'économie qu'une simple incertitude quant à l'issue des événements?

M. HAMILTON : Non, je ne dirais pas cela. Les deux effets peuvent être simultanés et, d'ailleurs, je ne con-

Les conflits au Moyen-Orient perturbent les approvisionnements mondiaux

Date	Événement	Baisse de la production mondiale de pétrole (%)
Nov. 1956	Crise de Suez	10,1
Nov. 1973	Guerre israëlo-arabe	7,8
Nov. 1978	Révolution iranienne	8,9
Oct. 1980	Guerre Iran-Iraq	7,2
Août 1990	Guerre du Golfe	8,8

Source : James D. Hamilton, 2003, «What Is an Oil Shock?», *Journal of Econometrics*, Vol. 113 (April), p. 363-98.

nais aucun moyen scientifique de distinguer nettement l'un de l'autre. Le pétrole entre pour beaucoup dans les calculs que nous faisons avant d'acheter énormément de choses : une nouvelle voiture ou une nouvelle machine qui consommera moins. Les gens suivent les événements au Moyen-Orient et se rendent compte qu'ils influent sur les prix du pétrole. Et comme ils comprennent que le pétrole joue un rôle important dans presque toutes les activités économiques, ils finissent par s'inquiéter. Ces effets psychologiques sont peut-être la clé du dérèglement des habitudes de consommation et des dépenses d'investissement.

M. LOUNGANI : Et une fois que la demande est affectée de cette manière, les mécanismes classiques du cycle économique s'enclenchent?

M. HAMILTON : Oui. Le vieux modèle accélérateur des stocks entre en jeu. On anticipe une baisse de la demande, qui se traduit par une accumulation de stocks imprévue. En fait, la production ne diminue pas tout de suite au moment du choc sur la demande, de sorte que le PIB réel bénéficie temporairement d'un effet-tampon. Par la suite, à la baisse de la demande s'ajoute un repli de l'activité dû à la liquidation des stocks excédentaires. C'est une histoire vieille comme le monde, mais elle explique pourquoi il y a un si long décalage entre le moment du choc pétrolier et les effets sur le PIB réel.

Il y a aussi les conséquences dues à l'inertie relative du capital et de la main-d'œuvre qui ne peuvent pas passer instantanément des secteurs les plus touchés par le choc pétrolier aux autres secteurs. Par exemple, les ventes de grosses voitures réagissent très vite aux chocs pétroliers et les employés des secteurs concernés sont licenciés. Mais comme ils ne peuvent pas être réabsorbés tout de suite par les autres secteurs, ceux-ci pâtissent des effets négatifs subis par l'industrie automobile. C'est un autre mécanisme classique de la propagation du cycle économique.

M. LOUNGANI : Les politiques du gouvernement américain peuvent-elles protéger l'économie des effets des chocs pétroliers?

M. HAMILTON : La réserve stratégique de pétrole aurait pu être utilisée plus souvent pendant la période récente et, en tout cas, en 1990. Dans les deux cas, l'utilisation de la réserve aurait atténué la spéculation exagérée des marchés. De plus, l'État aurait réalisé un bénéfice, ce qui n'est pas négligeable. Je ne sais pas vraiment pourquoi nous gardons cette réserve. La prochaine fois qu'il y a une crise majeure au Moyen-Orient, nous devrions amorcer la pompe tout de suite.

L'autre politique utile consiste à éviter de laisser s'installer un climat de forte inflation, de manière que la Réserve fédérale ait les coudées franches pour faire face à la récession le moment venu. En 1973, la Fed n'aurait pas pu mener une politique expansionniste, compte tenu du niveau déjà très élevé de l'inflation. Mais, en 1990 et 2001, l'inflation était faible, de sorte que la Fed a pu mener une politique très agressive de réduction des taux d'intérêt pour stimuler l'économie.

M. LOUNGANI : Et les politiques visant à rendre le pays moins tributaire des importations ou les économies d'énergie?

M. HAMILTON : Le marché du pétrole est mondial; il importe peu de savoir de quel pays particulier provient le pétrole. Quand le prix augmente pour un pays, il augmente pour tout le monde. Le même phénomène s'est produit en 1956, alors que nous n'importions que peu de pétrole. En tout cas, penser que les États-Unis pourraient un jour se passer des importations de pétrole est complètement irréaliste pour l'instant, en raison de la variété de nos industries utilisatrices. Nous avons besoin de beaucoup de pétrole et un grand nombre d'industries sont sensibles aux fluctuations des prix pétroliers. Et il se trouve qu'une grande partie des réserves de pétrole sont situées dans une région très instable, où les événements ne cessent de perturber la distribution de cette matière première indispensable à toutes sortes d'activités économiques. C'est pour cela que le pétrole est depuis des années un facteur si important du cycle économique des États-Unis. ■

Document de travail du FMI . . .

Concurrence et prise de risque des banques

Selon la théorie économique et financière établie, les banques tendent à prendre davantage de risques lorsque la concurrence s'intensifie sur le marché bancaire. Il peut en résulter une succession de faillites bancaires et une ruée sur les guichets dans un climat de panique. Dans un document de travail du FMI, John H. Boyd (titulaire de la chaire Kappel d'études commerciales et de sciences politiques du Département des finances de l'université du Minnesota) et Gianni De Nicolò (économiste principal au Département des systèmes monétaires et financiers du FMI) montrent que les autorités de tutelle et les banques centrales ont ainsi encouragé les fusions bancaires pour atténuer les risques d'instabilité. Or, en y regardant de plus près, Boyd et De Nicolò constatent que les banques ont tendance à prendre davantage de risques lorsque la concurrence diminue.

La multiplication des crises bancaires dans le monde ces dernières décennies a poussé les autorités à chercher des moyens de réduire les risques, notamment en procédant à des concentrations, même sur des marchés déjà fortement concentrés. Pourtant, la fusion de deux (ou plus) grandes banques en faillite n'accroît pas instantanément les fonds propres, ni ne réduit les pertes sur prêts des banques survivantes. En revanche, de tels rapprochements peuvent affaiblir la concurrence et permettre aux banques survivantes d'accroître leurs profits à l'avenir.

Aléa moral

Les modèles bancaires modernes soulignent l'importance du rôle de la garantie des dépôts dans le comportement des banques en matière de prise de risque : en les protégeant contre les pertes, elle crée un aléa moral, puisqu'elle les incite à prendre délibérément le risque de faire faillite, parfois sans la moindre limite.

Cet aléa moral disparaît si les motivations des actionnaires de la banque coïncident avec celles de l'organisme de garantie des dépôts. Les autorités peuvent créer ces conditions en contraignant les actionnaires à détenir un intérêt élevé contre leur gré ou en leur donnant un intérêt important qu'ils acceptent. La première option consiste à fixer des ratios de fonds propres obligatoires par le biais desquels l'autorité de tutelle restreint l'usage du levier financier. Cependant, il n'existe pas de consensus sur l'efficacité ni l'efficacité de telles mesures. Ainsi peut-il être nécessaire, pour protéger l'organisme de garantie des dépôts, de fixer les ratios de fonds propres à un niveau si élevé que la valeur de la banque (la valeur actualisée de ses fonds propres) tombe à un niveau si bas que la banque sera tentée de prendre des risques excessifs puisqu'elle n'aura quasiment rien à perdre. La seconde option consiste à donner aux actionnaires un intérêt élevé dans leur banque en autorisant celle-ci à jouir de rentes de monopole, afin d'assurer sa rentabilité et de rendre coûteuse une faillite éventuelle.

Fragiles théories

Les premières études consacrées à l'analyse de ces politiques ont montré que lorsque le nombre de banques en concurrence diminuait, les institutions restantes accroissaient leurs profits sur le marché des dépôts et réduisaient leurs risques de faillite. Ces études, cependant, présentent deux faiblesses notables. En premier lieu, elles négligent généralement le rôle du marché des prêts : elles considèrent que le nombre de concurrents varie sur le marché des dépôts, mais reste inchangé sur celui des prêts. En réalité, les banques sont en concurrence sur les deux marchés. Les auteurs ont donc conçu un modèle qui intègre les deux marchés simultanément et démontre qu'en période d'affaiblissement de la concurrence les banques accroissent leurs profits sur le marché des dépôts, mais aussi sur le marché des prêts en relevant leurs taux d'intérêt. La hausse des taux entraîne une accélération des faillites parmi les emprunteurs, qui ajustent alors leur politique d'investissement dans le sens d'une prise de risque accrue.

MM. Boyd et De Nicolò soulignent que les variations de la concurrence entre les banques ont des effets opposés sur les banques et les clients auxquels elles accordent des prêts. Lorsque la concurrence diminue, les taux servis sur les dépôts baissent, les bénéfices bancaires augmentent et les banques cherchent délibérément à réduire leurs risques. Pour les emprunteurs, en revanche, une diminution de la concurrence bancaire est synonyme de hausse des taux d'intérêt, de baisse des bénéfices et d'une plus grande prise de risques. Les auteurs montrent que l'effet «marché des prêts» joue un rôle majeur et que le renforcement de la concurrence entraîne clairement une réduction du risque de faillites bancaires.

La deuxième faiblesse des études antérieures est qu'elles laissent de côté le coût des faillites. MM. Boyd et De Nicolò ont donc introduit dans leur modèle un coût direct fixe que les banques encourent en cas de faillite. Ils montrent ainsi qu'une augmentation du nombre de banques sur le marché entraîne une diminution des dépôts, des actifs et des bénéfices par banque et donc une augmentation du coût (constant) des faillites par rapport au reste. Ce phénomène décourage la prise de risque. Cette force finissant toujours par l'emporter, l'augmentation du nombre de banques entraîne finalement la diminution du risque de faillite.

Recherches complémentaires

Le modèle de MM. Boyd et De Nicolò est très simple, mais les auteurs estiment qu'il pourrait être affiné pour examiner les effets d'interaction plus complexes des marchés et les implications des nombreux types de créances effectivement détenues par les banques. Selon eux, tant que ce travail de recherche ne sera pas fait, rien ne permettra d'accréditer la thèse que la stabilité bancaire diminue (ou augmente) en fonction du degré de concurrence du marché bancaire. On l'a vu, cette conclusion va à l'encontre de la théorie établie et, peut-être même, de la politique suivie récemment par les banques centrales et d'autres organismes officiels dans le monde. ■

Le document de travail du FMI n° 03/114, «Bank Risk-Taking and Competition Revisited», de John H. Boyd et Gianni De Nicolò, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 245. Ce document figure aussi sur le site du FMI (www.imf.org).

Développement des marchés financiers . . .

Une succession judicieuse de réformes

Les marchés financiers nationaux sont un élément crucial de toute économie de marché. Ils mobilisent et réaffectent l'épargne, répartissent les risques, absorbent les chocs exogènes et encouragent une gestion avisée par leur système intrinsèque d'incitations. Ils réduisent aussi le risque lié à une dépendance excessive à l'égard des capitaux étrangers. Mais comment s'y prendre pour mettre sur pied ces marchés locaux? Les réformes doivent-elles suivre un schéma et un ordre donné? Comment faut-il les articuler avec la libéralisation des mouvements de capitaux? Cem Karacadağ, V. Sundararajan et Jennifer Elliot (du Département des systèmes monétaires et financiers) proposent une démarche intégrée pour éviter les faux-pas.

Lorsqu'un pays libéralise les transactions financières et les mouvements de capitaux afin d'appro-

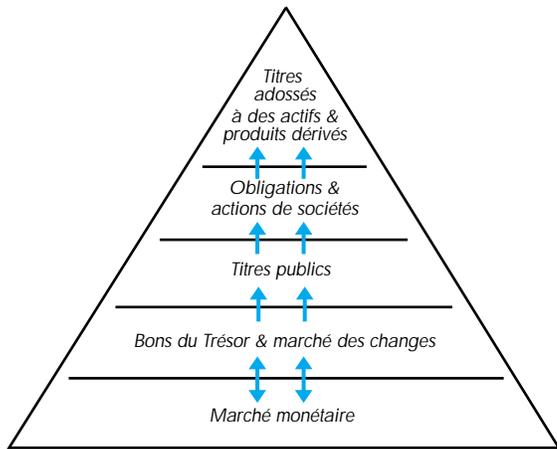
fondir son marché financier, il s'expose aux risques liés à l'élargissement de la gamme d'opérations et d'instruments admissibles et à l'accroissement des fonds susceptibles d'être prêtés. Pour que le marché des capitaux se développe sans compromettre la stabilité financière, il faut donc que la banque centrale et les institutions financières se donnent les moyens de gérer ces risques, en s'appuyant sur une solide infrastructure légale et institutionnelle. Les auteurs de l'étude décrivent les étapes clés de la réforme des institutions et les meilleures pratiques pour qu'elles s'enchaînent harmonieusement.

Ils rappellent d'abord que les capitaux étrangers peuvent compléter, mais non remplacer, les investissements intérieurs, qui constituent l'assise d'un robuste marché de capitaux national. Avant que les



fonds de l'étranger puissent jouer un rôle utile, il faut que le marché local soit déjà suffisamment profond et diversifié, doté d'institutions capables d'en assurer le contrôle et l'intégrité, et d'une gamme d'instruments d'échéances variées. Il faut choisir entre mettre en place des institutions solides avant d'entreprendre de libéraliser les mouvements de capitaux et ouvrir les portes aux capitaux étrangers pour importer les meilleures pratiques et fortifier ainsi les institutions locales. Le rythme et l'ordre de succession optimaux des réformes varient en fonction de la situation et des caractéristiques institutionnelles de chaque pays, et il faut tenir compte de la hiérarchie des marchés, dont chacun présente un degré de risque différent.

Hiérarchie et forte interdépendance des marchés financiers



Source : services du FML.

Le rythme et l'ordre de succession optimaux des réformes varient en fonction de la situation et des caractéristiques institutionnelles de chaque pays, et il faut tenir compte de la hiérarchie des marchés, dont chacun présente un degré de risque différent.

Hiérarchie des marchés

L'un des arguments majeurs développés dans l'étude est qu'il y a une hiérarchie des marchés (voir diagramme). À la base, on trouve le marché monétaire et le marché des changes, puis celui des titres publics, à court terme d'abord, à long terme ensuite; on atteint enfin le palier des obligations et des actions de sociétés, puis celui des titres adossés à des actifs et produits dérivés. Cet étagement correspond au degré et à la complexité des risques inhérents aux actifs négociés sur chaque marché et les auteurs soulignent qu'il importe de respecter cet ordre hiérarchique et les relations d'interdépendance qui en découlent, en tenant compte de trois autres éléments :

- Il faut ouvrir d'emblée les chantiers qui demandent beaucoup de temps : constitution d'un vivier d'investisseurs locaux, restructuration des institutions financières fragiles et mise en place d'une infrastructure robuste (cadre juridique, comptable et régime de règlement des faillites). Il faut par exemple avoir un vivier d'investisseurs locaux pour que le marché des obligations et actions de sociétés puisse se développer.
 - Le système de contrôle prudentiel et de discipline doit se mettre en place en suivant le rythme et le schéma de développement des marchés.
 - La stratégie globale de développement des marchés doit tenir compte de la taille et de la richesse du pays.

Techniques de prévention des risques

Les risques prennent des formes de plus en plus complexes et grandissent à mesure que les marchés se développent et que de nouvelles institutions et de nouveaux instruments apparaissent. Par exemple, la réforme de la banque centrale et du marché monétaire, y compris la libéralisation des taux d'intérêt, peut déclencher un afflux de liquidités excessif et de fortes entrées de capitaux, qui peuvent stimuler l'expansion du crédit, compliquer le contrôle de la masse monétaire et abaisser la qualité des actifs des banques.

De même, une volatilité accrue des prix sur les marchés boursier et immobilier, particulièrement dans le contexte de la libéralisation financière, peut compliquer la conduite de la politique monétaire et miner les institutions. Si elles ne sont pas en mesure d'évaluer, de surveiller et de contenir les risques financiers, ceux-ci peuvent grossir et finir par menacer le consensus en faveur de la poursuite de la libéralisation. Il faut donc veiller à ce que les mesures de limitation des risques soient prises parallèlement aux réformes visant à développer les marchés à chaque niveau de la hiérarchie pour éviter de fragiliser le système financier et les équilibres macroéconomiques.

Bien enchaîner les réformes

L'ouverture du compte de capital et les réformes du système financier interne doivent faire un tout. Les risques que comporte le développement de certains marchés et leur hiérarchie du point de vue des capacités requises de gestion des risques et d'information, donnent des repères et principes pour ordonner et coordonner les réformes du système financier. Ces principes valent aussi pour la libéralisation des transactions financières avec l'étranger, l'enjeu étant de déterminer comment et quand les capitaux extérieurs peuvent favoriser le développement des marchés locaux.

Les auteurs notent cependant qu'en pratique, les pays se trouvent souvent à des stades divers de développement des marchés et de prévention des risques, qui ne correspondent pas à la hiérarchie des marchés qu'ils décrivent. Néanmoins, la démarche et les principes qu'ils proposent pour le développement des marchés et la prévention des risques, peuvent aider les pays à déterminer l'ordonnement des futures réformes de leurs systèmes financiers, indépendamment du stade de développement de leurs marchés de capitaux.

Rôle des capitaux extérieurs

Les apports de capitaux extérieurs peuvent jouer un rôle majeur dans le développement des marchés financiers locaux. Il faut cependant ordonner judicieusement la libéralisation du compte de capital afin qu'elle contribue au mieux à développer les marchés, tout en limitant autant que possible les risques supplémentaires qui en découlent. Les investissements étrangers



doivent donc servir d'abord à faciliter la réforme du secteur réel et des institutions, y compris la restructuration des banques et des entreprises par la privatisation. L'ouverture financière doit donc commencer par la libéralisation des investissements directs étrangers, qui peut permettre les transferts de technologie et de techniques de gestion de pointe nécessaires pour assurer la réforme opérationnelle des institutions financières et des entreprises. La technologie et les prises de participations étrangères peuvent en outre rehausser la compétitivité et promouvoir les exportations.

L'ouverture aux investissements de portefeuille élargit et diversifie la gamme des investisseurs et renforce la discipline, tant parmi les émetteurs que sur le plan plus général de la gestion macroéconomique. Cela peut toutefois aussi accroître la volatilité des prix, du moins sur les marchés émergents, dans un premier temps. La mise en place de solides capacités de gestion des risques par les investisseurs et les établissements financiers locaux

peut permettre aux marchés de capitaux locaux de tirer parti des investissements étrangers sans créer une volatilité excessive des prix. Il est aussi souhaitable d'approfondir les marchés financiers locaux avant de les exposer à des flux de capitaux potentiellement fébriles. Il est plus facile de faire face rapidement à la volatilité potentielle des marchés et à la hausse des taux d'intérêts résultant du reflux des capitaux étrangers lorsque les investisseurs institutionnels locaux servent de contreparties aux investisseurs étrangers. Leur mise en place est donc une étape cruciale des réformes et du développement des marchés financiers. ■

Le document de travail du FMI n° 03/116, «Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing», de Cem Karacadag, V. Sundararajan et Jennifer Elliot, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 245. Ce document figure aussi sur le site du FMI (www.imf.org).

En anglais sur le site www.imf.org

Communiqués de presse

- 03/125 : Le FMI achève la première revue de l'accord de confirmation avec la Dominique et approuve un décaissement de 428.000 dollars, 28 juillet
- 03/126 : Le FMI achève la troisième revue de l'accord de confirmation avec l'Argentine et approuve un décaissement de 1,05 milliard de dollars, 28 juillet
- 03/127 : Le FMI et la Banque mondiale appuient un allègement de dette en faveur de la République démocratique du Congo pour un montant de 10 milliards de dollars, 28 juillet
- 03/128 : Le FMI achève la sixième et dernière revue de l'accord FRPC avec la Tanzanie et approuve un décaissement de 21 millions de dollars; le FMI approuve également un nouvel accord FRPC triennal de 27 millions de dollars, 28 juillet
- 03/129 : Le FMI approuve la décision de l'Indonésie d'entamer un suivi post-programme, 29 juillet
- 03/130 : Le Directeur général du FMI annonce une réorganisation des départements géographiques du FMI, 30 juillet
- 03/131 : La Thaïlande achève ses remboursements anticipés au titre de l'accord de confirmation de 1997, 31 juillet
- 03/132 : Déclaration conjointe du Gouvernement de Zambie et de la mission des services du FMI, 31 juillet
- 03/133 : Le FMI achève la deuxième revue de l'accord élargi en faveur de la Serbie-et-Monténégro et approuve la demande de modification des critères de réalisation, de dérogations à ces critères et de prolongation des échéances de remboursement, 31 juillet
- 03/134 : Le FMI achève la première revue de l'accord de confirmation avec l'Équateur, approuve un décaissement de 42 millions de dollars et accorde des dérogations, 1^{er} août
- 03/135 : Le FMI achève la cinquième revue de l'accord de confirmation avec la Turquie et approuve la demande de prolongation des échéances de remboursement, 1^{er} août

- 03/136 : Le FMI achève la première revue de l'accord de confirmation avec la Croatie, 1^{er} août
- 03/137 : Le FMI se félicite du document de stratégie pour la réduction de la pauvreté, élaboré par le Cameroun, 4 août
- 03/138 : Déclaration du Directeur général adjoint du FMI, Agustín Carstens, sur la République Dominicaine, 6 août

Notes d'information au public

- 03/89 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec le Zimbabwe, 28 juillet
- 03/90 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec la République démocratique de Timor-Leste, 28 juillet
- 03/91 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec l'Uruguay, 4 août
- 03/92 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec le Royaume des Pays-Bas, 8 août
- 03/93 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec l'Irlande, 6 août
- 03/94 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec la République slovaque, 5 août
- 03/95 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec la Suède, 5 août
- 03/96 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec les États-Unis, 5 août
- 03/97 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec Maurice, 6 août
- 03/98 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec la Tunisie, 7 août

Transcriptions

- Point de presse de Thomas C. Dawson, Directeur du Département des relations extérieures du FMI, 31 juillet
- Téléconférence de presse sur la Turquie avec Michael Deppler, Directeur du Département Europe I, 1^{er} août

Conférence à la Banque mondiale . . .

Michael Moore plaide pour un engagement fort en faveur de la mondialisation

Le 30 juillet, Michael Moore, Directeur général de l'OMC de 1999 à 2003 et ancien Premier ministre de Nouvelle-Zélande, a prononcé à la Banque mondiale un discours sur les liens entre la mondialisation et le développement. Il a souligné l'importance des négociations commerciales qui doivent se dérouler en septembre à Cancun, appelé les dirigeants à se mobiliser en faveur de la mondialisation, et avancé quelques idées pour faire progresser le cycle de négociations commerciales de Doha pour le développement.



Michael Moore

C'est pendant le mandat de M. Moore et à la suite des violentes protestations contre l'OMC et la mondialisation qui ont eu lieu à Seattle et ailleurs, que le cycle de Doha a été lancé. Comme l'a relevé Gobind Nankani (Vice-Président du réseau de la Banque mondiale pour la lutte contre la pauvreté et pour la gestion économique) dans ses observations liminaires, c'est à lui que revient le mérite d'avoir milité en faveur d'un système commercial qui

tient compte des préoccupations des pays en développement. Dans la déclaration finale de Doha, les pays membres de l'OMC se sont engagés en faveur d'un accès aux marchés en franchise de droits et sans contingent pour les produits originaires de ces pays, et ont en outre promis d'envisager des mesures additionnelles pour améliorer l'accès aux marchés de ces exportations. Ils sont également convenus de veiller à ce que les pays en développement puissent négocier plus rapidement et facilement leur accession à l'OMC.

La mondialisation : un phénomène irréversible

De l'avis de M. Moore, la mondialisation est un aspect déterminant de la politique mondiale actuelle, mais ce n'est pas un phénomène nouveau et elle se poursuivra inexorablement. Il s'agit de bien la gérer pour que ses avantages soient répartis de manière plus équitable et homogène. «Trop souvent, on pense que ce sont les pays riches et les riches des pays pauvres qui en profitent le plus», mais «des études crédibles prouvent que plus une société et son économie sont ouvertes, plus la situation de chacun s'améliore.»

La mondialisation n'est certes pas un phénomène nouveau, mais elle s'est considérablement accélérée, ce qui, a reconnu M. Moore, peut être déstabilisant. Il a néanmoins souligné que tout changement n'est pas négatif et que «nous devrions nous féliciter des progrès

accomplis ces cinquante dernières années». L'espérance de vie a augmenté de vingt ans, la mortalité infantile a diminué de deux tiers, et des centaines de millions de personnes sont sorties de l'extrême pauvreté, surtout dans les pays qui ont ouvert leur économie. Le niveau de vie du Portugal a enregistré une croissance fulgurante depuis que le pays s'est démocratisé et qu'il a adhéré à l'Union européenne, et si la Corée du Nord était plus riche que la Corée du Sud après la guerre civile, la situation est aujourd'hui inversée.

Faire progresser le cycle de Doha

M. Moore a fait observer que c'est la marginalisation, et non la mondialisation, qui présente une menace pour le développement et les pays en développement. Pour que la mondialisation fonctionne, des normes internationales communes et des accords contraignants et applicables entre les pays s'imposent : c'est là qu'intervient l'OMC. M. Moore voit dans le cycle de Doha «une occasion exceptionnelle de réparer les injustices passées». Les subventions agricoles des pays de l'OCDE coûtent cher aux consommateurs occidentaux et étouffent les marchés des pays en développement. Un cycle de négociations aboutissant à un accord sur l'agriculture «rapporterait à l'Afrique cinq fois plus que toute l'aide extérieure au développement réunie, et un accord sur le coton pourrait rapporter 250 millions de dollars EU à la seule Afrique de l'Ouest.»

M. Moore a aussi préconisé de nouvelles règles dans d'autres domaines : facilitation du commerce, investissement, concurrence et propriété intellectuelle. «Une réglementation modérée de l'investissement favoriserait la transparence et empêcherait les multinationales de transférer leurs investissements d'un pays à l'autre dans l'espoir de profiter des subventions les plus élevées et de la meilleure protection», a-t-il déclaré. Selon lui, le dernier cycle de négociations commerciales «a été dénaturé par des revendications de souveraineté et des inepties à propos de privatisations obligatoires et d'une abolition des systèmes éducatifs et sanitaires publics. C'est un faux débat.»

Les pays et les entreprises sous-facturent afin d'échapper aux droits et taxes, ou surfacturent pour sortir illégalement de l'argent des pays qui appliquent le contrôle des changes. Des régimes communs d'évaluation en douane sont indispensables pour assurer la légalité des opérations commerciales et la circulation des produits; la facilitation du commerce, qui sera au centre des débats à Cancun, apportera d'immenses bénéfices aux entreprises et aux États.

M. Moore a reconnu que la réussite du cycle de Doha causera du tort à certains pays, et qu'il convient de mettre en place un mécanisme pour les aider. «Il nous appartient de faciliter cette transition.»

Leçons pour l'avenir

La leçon la plus forte que M. Moore ait tirée de son expérience à l'OMC et au gouvernement est que la qualité des institutions publiques, de même que la liberté de la presse, sont à la base du développement économique d'un pays. Selon lui, la mise en place d'une administration douanière, d'une banque centrale, d'une police et d'un système d'enseignement solides est un aspect aussi important de l'aide au développement que la construction d'une route ou d'un pont.

«Je suis un partisan convaincu du système multilatéral», a-t-il souligné, et «ceux qui le sont doivent tout mettre en œuvre pour le rendre plus performant,

plus responsable et plus transparent pour les pays membres.» Comme en 1918 et 1945, au lendemain des grandes guerres, le monde a besoin de dirigeants progressistes capables d'insuffler des idéaux et une vision d'un ordre international auxquels la planète entière peut adhérer. «L'idée de justice universelle n'a pas disparu», a-t-il ajouté; «cela dit, le système des Nations Unies, aujourd'hui quinquagénaire, souffre d'embonpoint, de sclérose et d'une mauvaise circulation.»

Pourtant, «nous avons d'amples raisons de rester optimistes et enthousiastes», a estimé M. Moore, qui conclut sur une anecdote d'un voyage au Cambodge où il a vu des dizaines de jeunes gens faire la queue devant des cybercafés pour naviguer sur l'Internet. «Les jeunes de ces pays savent ce qu'ils veulent. Nous devons leur laisser la voie libre pour qu'ils parviennent à réaliser leurs espérances. En tant que fonctionnaires, nous sommes là pour les y aider en supprimant les obstacles sur leur chemin.» ■

Séminaire de l'Institut du FMI . . .

Andrew Rose s'interroge sur la contribution de l'OMC au développement des échanges commerciaux

Les défenseurs de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et du GATT (Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce), auquel elle a succédé, affirment qu'il est possible de dynamiser le commerce international en encourageant les pays à réduire leurs obstacles tarifaires. Avons-nous pour autant la preuve que le GATT puis l'OMC ont influé sur les échanges ou la politique commerciale? Dans une nouvelle étude révolutionnaire présentée à un récent séminaire de l'Institut du FMI, Andrew Rose, professeur à la Haas School of Business de l'université de Californie à Berkeley, observe qu'il n'y a guère de preuves à l'appui de cette thèse.

À ce jour, aucune étude empirique rigoureuse n'a été conduite pour déterminer si le GATT et l'OMC, créés pour favoriser autant que possible la bonne marche, la prévisibilité et la liberté des échanges, ont bien rempli leur mission. Andrew Rose comble cette lacune et aboutit à des conclusions provoquantes. Il relève l'extrême rareté des données démontrant que, dans les pays membres ou en voie d'accession au GATT puis à l'OMC, la structure des échanges diffère de celle des autres pays. Autrement dit, l'accession au GATT et à l'OMC n'a pas systématiquement joué un rôle sensible dans le développement du commerce. Tous les accords commerciaux multilatéraux n'en ont pas pour autant été inutiles — les préférences commerciales que les pays développés accordent aux pays en développement dans le cadre du Système généralisé de préférences (SGP) ont quasiment multiplié par deux les échanges.

M. Rose constate par ailleurs que l'accession au GATT et à l'OMC ne s'est généralement pas accompagnée de mesures commerciales particulières. La libéralisation du commerce, quand elle a lieu, n'intervient que de nombreuses années plus tard, et l'organisation accepte des pays dont les régimes commerciaux sont fermés et le demeurent pendant des années. Seule exception à la règle : les membres de l'OMC jouissent généralement d'un peu plus de liberté économique, selon un indice élaboré par la Heritage Foundation qui classe les pays en fonction de divers facteurs influant sur la liberté économique et la prospérité : intervention de l'État dans l'économie, corruption, barrières commerciales, primauté du droit, poids de la réglementation, restrictions bancaires et marché noir.

Retombées sur le commerce

Pour étayer son argumentation, M. Rose fait appel à des techniques reconnues. À l'aide du modèle gravitaire classique du commerce bilatéral, fondé sur l'idée que l'intensité des échanges est inversement proportionnelle à la distance entre les pays et directement proportionnelle à leurs revenus conjugués (mesurés par le PIB), il évalue l'incidence de l'accession au GATT et à l'OMC sur le commerce international. Les données couvrant la période 1948–99 pour 178 pays et territoires révèlent que, sur le plan économique, l'accession d'un pays au GATT et à l'OMC a des effets modestes, souvent négatifs et insignifiants du point de vue statistique.

Afin de prendre en considération le plus grand nombre de facteurs exogènes possible, il ajoute au





Andrew Rose



modèle gravitaire de base d'autres variables qui influent sur le commerce : la culture (si deux pays ont une langue commune), la géographie (enclavement ou non de l'un des pays ou des deux) et l'histoire (si l'un a colonisé l'autre). Une fois ces facteurs pris en compte, il compare la structure des échanges des pays membres à celle des autres pays, en tenant compte du fait que tous n'ont pas adhéré en même temps et que le nombre de membres a augmenté avec le temps.

Si le fait d'être membre de l'OMC a une incidence sensible sur les échanges commerciaux, ceux des pays membres devraient donc être nettement plus élevés que ceux des autres. Un ensemble «d'études événementielles» qui analysent les échanges bilatéraux aux alentours de la date d'accession au GATT et à l'OMC révèlent que, tout autre facteur étant maintenu constant, les échanges des pays membres ne diffèrent pas sensiblement des autres et n'augmentent pas non plus. Ces études n'apportent donc guère de preuves que l'accession au GATT et à l'OMC a stimulé le commerce.

M. Rose fait remarquer que le modèle gravitaire explique bien les fluctuations des échanges internationaux. Les pays plus éloignés entretiennent moins de relations commerciales, tandis que les pays plus riches et d'un plus grand poids économique commercent davantage. Ceux qui appartiennent à un même groupement commercial régional ont des échanges commerciaux plus intenses, tout comme les pays limitrophes ou ceux qui parlent la même langue. Les pays enclavés commercent moins, de même que les grands pays. Un passé colonial commun encourage les relations commerciales. Ces effets sont nets et expliquent près de deux tiers des variations des échanges bilatéraux. Outre ces effets gravitaires, l'accession au GATT et à l'OMC a-t-elle des retombées sensibles sur le commerce? D'après M. Rose, ce n'est pas le cas. En revanche, l'application du SPG semble avoir des retombées favorables non négligeables sur le commerce.

Dans ce cas, pourquoi les échanges ont-ils augmenté plus vite que les revenus ces dernières décennies, si ne n'est grâce au GATT et à l'OMC? Plusieurs explications sont possibles : progrès plus marqués de la productivité supérieurs dans le secteur des produits échangeables; baisse des coûts de transport; groupements commerciaux régionaux; convergence des goûts; prépondérance des produits manufacturés et des services au détriment des produits primaires; augmentation des liquidités internationales et évolution des ressources. Mais, comme le souligne M. Rose, c'est une toute autre question.

La politique commerciale n'explique rien
Pourquoi l'accession au GATT et à l'OMC n'est-elle pas associée à un renforcement des échanges? Il se peut, d'après M. Rose, qu'il n'y ait pas de différence perceptible entre la politique commerciale des

membres et celle des non-membres. En appliquant plus de 60 indicateurs de politique commerciale (ratio des importations ou des échanges au PIB, droits de douane, barrières non tarifaires, etc.) à 168 pays de 1950 à 1998 pour définir les liens entre accession au GATT et à l'OMC et politique commerciale, il arrive à la conclusion qu'ils sont ténus. Cela est confirmé par une étude événementielle selon laquelle un pays type affiche un coefficient d'ouverture de 73,1 % cinq ans avant son accession (chiffre supérieur à la moyenne du GATT et de l'OMC, qui est de 64,7 %). Or, cinq ans après l'accession, les nouveaux membres affichent des coefficients d'ouverture de 70,4 % seulement.

De même, les droits de douane augmentent (quoique de manière négligeable) cinq ans après l'accession, passant de 12,5 % à 13,1 % des importations. M. Rose cite à cet effet l'exemple du Mexique, qui est devenu membre du GATT en 1986; les tarifs douaniers qu'il appliquait à cette époque représentaient en moyenne 6,4 % des importations. Cinq ans plus tard, ils étaient de 7,1 %. En fait, les droits mexicains n'ont véritablement commencé à diminuer qu'avec l'entrée en vigueur de l'ALENA (Accord de libre-échange nord-américain), au milieu des années 90. Et le Mexique n'est pas un cas particulier. En Colombie et au Venezuela, par exemple, les droits de douane étaient plus élevés en moyenne cinq ans après l'accession au GATT de ces pays, en 1981 et 1990 respectivement. Et l'Inde, membre fondateur du GATT, applique encore des tarifs qui comptent parmi les plus élevés au monde.

M. Rose relève une exception : selon un indice établi par la Heritage Foundation, les membres du système jouissent généralement d'une liberté économique un peu plus grande, mesurée par divers indicateurs (codes des investissements étrangers, impôts, droits de douane, réglementation bancaire, politique monétaire, marché noir, etc.).

Il voit dans l'absence de changement de régime (passage d'un système commercial fermé à un système ouvert) une autre preuve que l'accession n'a qu'un effet subtil ou modéré sur la politique commerciale. Se fondant sur des données rassemblées en 1994 (avant la création de l'OMC), il observe que le GATT a souvent accepté des pays qui étaient fermés et le sont demeurés en moyenne huit à neuf ans après leur accession.

Rien de surprenant

Les conclusions de M. Rose n'ont rien de particulièrement surprenant. Après tout, ces organisations n'ont pas, dans la plupart des cas, contraint les pays à abaisser leurs obstacles au commerce, surtout les pays en développement qui ont bénéficié de traitements spécifiques. De fait, le GATT a prévu de nombreux dispositifs pour permettre aux membres de poursuivre leur propre politique. Ainsi, l'article XVIII des statuts autorisait le protectionnisme dans les pays en développe-

ment, les articles XIX à XXI comportent des clauses d'exemptions pour divers motifs, notamment la protection des bonnes mœurs, de la santé et de la sécurité. L'article XXV prévoyait aussi des dérogations aux disciplines du GATT. Autrement dit, les pays pouvaient parfaitement être membres du GATT sans pour autant adhérer à l'esprit de l'accord. Il semble en outre que les membres de l'OMC accordent unilatéralement le statut de nation la plus favorisée (NPF) à des pays ne faisant pas partie du système, même s'ils ne sont aucunement tenus de le faire aux termes du traité. C'est ce qu'ont fait les États-Unis à l'égard de la Russie et de l'Arabie Saoudite.

Une question épineuse demeure : quel est le rôle du GATT et de l'OMC? Il se pourrait, selon M. Rose, que leur seule existence fasse fonction de bien public international en encourageant la libéralisation des échanges entre les pays, indépendamment de leur qualité de membre. Il est toutefois impossible, conclut-il, de vérifier cette hypothèse. ■

«Do WTO Members Have More Liberal Trade Policy?» est disponible sur Internet (<http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/WTO.pdf>), ainsi que «Do We Really Know That the WTO Increases Trade?» (<http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/GATT.pdf>).

Publications récentes

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

- 03/135: "Central Bank Foreign Exchange Market Intervention and Option Contract Specification: The Case of Colombia," Ousmene-Jacques Mandeng
- 03/136: "Enterprise Restructuring and Transition: Evidence from the Former Yugoslav Republic of Macedonia," Juan Zalduendo
- 03/137: "Exchange Rate Regime Considerations for Jordan and Lebanon," Rina Bhattacharya
- 03/138: "Insurance and Issues in Financial Soundness," Udaibir S. Das, Nigel Davies, and Richard Podpiera
- 03/139: "Addressing the Natural Resource Curse: An Illustration from Nigeria," Xavier Sala-i-Martin and Arvind Subramanian
- 03/140: "Trade Elasticities and Market Expectations in Brazil," Claudio A. Paiva
- 03/141: "Exchange Rate Pass-Through in Brazil," Agnes J. Belaisch
- 03/142: "The Efficiency of the Japanese Equity Market," Jun Nagayasu
- 03/143: "The Response of the Current Account to Terms of Trade Shocks: Persistence Matters," Christopher Kent and Paul A. Cashin
- 03/144: "A Political Agency Theory of Central Bank Independence," Gauti B. Eggertsson and Eric Le Borgne
- 03/145: "Assessing Fiscal Sustainability: A Cross-Country Comparison," Enzo Croce and V.H. Juan-Ramon

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

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

- 03/214: Argentina: First Review Under the Stand-By Arrangement and Exchange System

- 03/215: Argentina: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waivers of Non-observance and Applicability of Performance Criteria
- 03/216: Kyrgyz Republic: Third Review Under the PRGF and Request for Waiver of Performance Criteria
- 03/217: Cape Verde: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper Preparation Status Report
- 03/218: Albania: Second Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF
- 03/219: Albania: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper Annual Progress Report
- 03/220: The Bahamas
- 03/221: The Bahamas: Statistical Appendix
- 03/222: Republic of Tajikistan: First Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF and Request for Modification and Waivers of Performance Criteria
- 03/223: Rwanda: Report on the Observance of Standards and Codes
- 03/224: Zimbabwe
- 03/225: Zimbabwe: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/226: Argentina
- 03/227: Democratic Republic of Timor Leste
- 03/228: Democratic Republic of Timor Leste: Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/229: Cape Verde: Second Review Under the PRGF Arrangement
- 03/230: Sweden

Divers

Assistance technique du FMI — Transmettre les connaissances et les meilleures pratiques (brochure)

Ces publications peuvent être obtenues à l'adresse suivante : 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.

On trouvera 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*.



Appréciation ou dépréciation?

Les conséquences de la faiblesse du dollar pour les États-Unis, l'Europe et l'Asie

Quelles conséquences l'aggravation du déficit courant des États-Unis peut-elle avoir pour les marchés des devises? Risque-t-elle d'entraîner une correction rapide des taux de change dont pâtiraient l'Europe et l'Asie et qui ferait de nouveau trembler les marchés financiers? Les fortes fluctuations constatées

durant ces derniers mois sur les marchés des changes mondiaux invitent à la réflexion; aussi le séminaire organisé par l'American Enterprise Institute (AEI) le 22 juillet arrivait-il à point nommé. Les participants se sont entendus sur les réformes structurelles qui s'imposent en Europe et au Japon et sur les questions politiques délicates à régler pour que les pays asiatiques puissent supporter une appréciation plus forte de leurs monnaies. En revanche, à la question de savoir si le déficit courant des États-Unis est préoccupant, les réponses ont été fort divergentes.



Kenneth Rogoff



Ted Truman



Mickey Levy

Faut-il tirer la sonnette d'alarme...

Kenneth Rogoff voit dans le repli du dollar en 2002-03 un phénomène globalement positif, mais précise que cela n'a pas suffi à ramener le déficit américain sur le chemin de la viabilité. Selon lui, si les tendances se maintiennent, en quelques années, les engagements extérieurs nets des États-Unis devraient atteindre 40 % de leur PIB. Il craint donc un endettement extérieur sans précédent pour un pays industriel d'une telle envergure. Seuls quelques pays à économie de marché émergente et certains pays industriels plus modestes ont connu des ratios d'endettement comparables.

Même si aucun renversement ne semble imminent, Kenneth Rogoff et Ted Truman estiment que ce déséquilibre extérieur n'est pas tenable. D'après ce dernier, il faudrait que

le dollar perde encore quelque 30 % en termes effectifs pour ramener le solde des transactions courantes à un niveau viable. Mais, comme l'a rappelé M. Rogoff, il est pratiquement impossible de prédire les variations à court terme des taux de change, et une dépréciation pourrait bien mettre de trois à cinq ans à faire pleinement sentir ses effets.

Cela dit, même une dépréciation rapide ne serait pas nécessairement catastrophique. Vers la fin des années 80, par exemple, le dollar (pondéré par le commerce extérieur) a rapidement chuté de plus de 40 % sans pour autant créer de problèmes insurmontables. M. Rogoff a cependant signalé que cette fois-ci l'endettement extérieur net des États-Unis atteint des chiffres records, ce qui, pour l'économie mondiale, représente une nouvelle donne dont on ne saurait sous-estimer les risques, surtout pour les marchés financiers. Il trouve particulièrement préoccupant que le déficit courant américain résulte davantage d'un faible niveau d'épargne (en partie imputable aux déficits budgétaires) et non d'une poussée des investissements, comme cela avait été le cas durant les années 90.

...ou bien se montrer serein?

En revanche, Mickey Levy et Vincent Truglia jugent peu probable une ample correction des taux de change. Selon eux, le déficit commercial américain s'explique surtout par l'atonie de la demande intérieure des principaux partenaires commerciaux des États-Unis. À cela s'ajoute la faiblesse relative des économies européenne et japonaise qui fait sans conteste des États-Unis la destination privilégiée des capitaux extérieurs, les rendements pondérés en fonction des risques y étant supérieurs. M. Levy assimile la vague actuelle de progrès technologiques à l'expansion du réseau ferroviaire américain au XIX^e siècle, laquelle avait été principalement financée par des capitaux étrangers.

Pour MM. Levy et Truglia, il incombe aux partenaires commerciaux des États-Unis de promouvoir la croissance et d'attirer les investisseurs. Leurs difficultés ne tiennent pas tant aux taux de change qu'aux faiblesses structurelles qui restent depuis longtemps sans réponse. Si M. Levy admet, à la rigueur, que l'Europe a quelque peu progressé, à en juger d'après le renforcement modéré de l'euro et certaines sorties de capitaux privés des États-Unis, il ajoute cependant que cela montre tout simplement que les taux de change ont réagi rapidement à l'évo-

Le séminaire de l'AEI a permis d'entendre des exposés de Yusuke Horiguchi (Institute of International Finance), Mickey Levy (Bank of America), Adam Posen (Institute for International Economics), Kenneth Rogoff (FMI), Michael Rosenberg (Deutsche Bank), Vincent Truglia (Moody's) et Ted Truman (Institute for International Economics). Allan Meltzer (AEI) a par ailleurs prononcé le discours de clôture.

lution des fondamentaux et que la zone euro et le Japon doivent donner un coup de fouet à la croissance au lieu de viser des taux de change particuliers.

Renforcement de l'euro?

D'autres participants ont aussi préconisé une accélération des réformes structurelles en Europe, ne serait-ce que pour parer aux conséquences d'une appréciation de l'euro. Comme les pays asiatiques rechignent généralement à renforcer leur monnaie, Ted Truman et Michael Rosenberg s'attendent à ce que l'euro absorbe une part considérable de toute correction future. La zone euro représente environ 25 % du commerce américain (hors pétrole), et compte tenu de l'importance encore plus grande des liens financiers, une dépréciation du dollar par rapport à l'euro représenterait, selon M. Truman, de 40 à 50 % du repli que pourrait enregistrer l'indice de taux de change nominal de la Réserve fédérale. Il estime avec M. Rosenberg que l'euro pourrait atteindre 1,50 dollar, soit un niveau conforme aux cycles précédents.

Selon M. Truman, le renforcement de l'euro pourrait se traduire par une perte de croissance du PIB de 1 à 2 points en deux ans. Il estime que face à ce type de choc la marge de manœuvre serait limitée. Hormis un relâchement supplémentaire de la politique monétaire, qui permettrait de réduire la différence de taux d'intérêt, une intervention ne donnerait que des résultats négligeables. M. Truman persiste à croire que les responsables européens re-

fusent de voir la vérité en face, en niant les conséquences du niveau des taux de change pour la position commerciale de l'UE, ce qui limite l'arsenal dont ils disposent pour amortir le choc.

Qu'en est-il de l'Asie?

Pour ce qui est des pays asiatiques, certains des participants ont contesté le bien-fondé de la forte accumulation de réserves de change, encore que certains pays aient récemment réussi à prévenir une appréciation de leur monnaie. Depuis le début de 2002, les banques centrales de la région ont acquis pour plus de 100 milliards de dollars de titres du Trésor américain. Ces actifs sont détenus pour l'essentiel par le Japon, dont la reprise continue de dépendre principalement de la croissance des exportations, et par la Chine, dont l'objectif est de soutenir la parité du renminbi. D'autres pays asiatiques, plus petits, ont aussi maintenu leur étroite relation avec le billet vert. M. Rogoff a d'ailleurs signalé qu'il n'y a pas de limite évidente aux réserves qu'un pays peut accumuler. Cela dit, de l'avis de la plupart des participants, vu la charge croissante que représente la détention de réserves et les pressions accrues des États-Unis et de l'Europe, la plupart des pays seront obligés de revoir leur politique.



Vincent Truglia



Michael Rosenberg

Réorganisation des départements géographiques du FMI

Le Directeur général du FMI a annoncé le 30 juillet que le nombre des départements géographiques de l'institution allait être réduit. Cette modification, qui entrera en vigueur le 1^{er} novembre, fait suite à une revue interne qui visait à rationaliser la structure et la gestion de ces services. « Cette réorganisation des départements géographiques permettra au FMI de continuer à servir au mieux les pays membres », a-t-il déclaré.

C'est surtout l'évolution de la mission du Département Europe II (EU2), créé en 1992 pour aider les États baltes, la Russie et les autres pays issus de l'ancienne Union soviétique dans leur transition économique et leur intégration à l'économie mondiale, qui est à l'origine de ce changement. Compte tenu des progrès accomplis par ces pays et de l'adhésion prochaine de certains d'entre eux à l'Union européenne, le Département EU2 sera dissous, ce qui ramènera le nombre des départements géographiques à cinq.

Sept pays relevant du Département EU2 seront transférés au Département Europe I, qui devient le Département européen (EUR). Les huit autres pays seront intégrés au Département Moyen-Orient (MED), qui devient le Département Moyen-Orient et Asie Centrale (MCD).

Michael Deppler, qui dirige actuellement le Département EU1, deviendra Directeur du Département EUR. Dans un premier temps, George Abed, qui dirige le Département MED, sera Directeur du Département MCD. Le 1^{er} septembre, Mohsin Khan, actuellement Directeur de l'Institut du FMI, deviendra Directeur adjoint de MED et prendra le titre de Directeur de MCD lors du départ en retraite de M. Abed en décembre. John Odling-Smee, qui dirige le Département EU2 depuis sa création, a annoncé son intention de prendre sa retraite au début de 2004.

La répartition des pays entre les trois autres départements géographiques — Afrique, Asie-Pacifique et Hémisphère occidental — demeure inchangée.

Le texte intégral du communiqué de presse n° 03/130 figure sur le site du FMI (www.imf.org).



Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Rédactrice principale
Christine Ebrahim-zadeh

Elisa Diehl
Natalie Hairfield
Rédactrices
Maureen Burke
Assistante 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
Anne Rousseau
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.

25 août 2003

248



Yusuke Horiguchi

Allan Meltzer

Adam Posen

Yusuke Horiguchi estime, quant à lui, que les critiques à l'endroit des politiques de change des pays asiatiques sont malvenues, en tout cas de la part de l'Europe. En effet, qu'il y ait ou non appréciation des monnaies asiatiques, l'Europe doit opérer un ajustement. M. Rogoff a rappelé que rares sont les pays dont le gouvernement a opté pour une appréciation sensible et unilatérale : il a ainsi évoqué les cas de l'Italie en 1926 (40 %) et du Japon en 1971 (17 %) comme faisant figure d'exceptions. L'histoire montre que les corrections du solde des transactions courantes finissent par entraîner à la fois un ajustement des taux de change et une diminution du différentiel de taux de croissance relatifs.

M. Rosenberg a abondé dans ce sens. Selon lui, une première appréciation devrait se produire au Japon lors d'un «deuxième repli» du dollar, avec des appréciations en cascade dans d'autres pays, dont la Chine. Allan Meltzer et Adam Posen estiment que le Japon serait alors aux prises avec des décisions politiques difficiles, en partie parce que cela irait à l'encontre de ses tentatives de coordination plus poussée des taux de change avec les pays de l'Asie du Sud-Est. Cela dit, M. Posen juge la marge d'appréciation du yen limitée au vu du relâchement monétaire qu'il faudra maintenir et de la faiblesse de l'économie japonaise.

La plupart des participants ont également reconnu que si les entreprises américaines et japonaises réclament une appréciation du renminbi, il n'en reste pas moins que c'est en termes de politique intérieure qu'il faut plutôt voir le rattachement de la monnaie chinoise. Selon MM. Truglia et Meltzer, la position du renminbi s'explique par la volonté manifestée de longue date par les autorités chinoises de constituer suffisamment de réserves pour parer aux chocs économiques, comme ceux qui ont secoué le

Mexique et les pays asiatiques durant les années 90. Le pays a certes globalement atteint son objectif, mais ne se montre pas favorable à une éventuelle appréciation compte tenu des pressions déflationnistes qui apparaissent sur le plan intérieur et dans la RAS de Hong Kong.

D'après M. Posen, une modification de la politique de change de la Chine n'entraînerait pas forcément une appréciation, en particulier si elle est accompagnée d'un assouplissement du contrôle des mouvements de capitaux qui permettrait à l'épargne chinoise, jusqu'ici empêchée de le faire, de chercher de meilleurs rendements à l'extérieur. Comme M. Truglia, il relève que le commerce extérieur de la Chine est globalement en équilibre, que les exportateurs chinois ne font pas directement concurrence aux entreprises américaines offrant des produits plus élaborés et que la Chine a déjà un taux d'épargne proche de 50 %. On voit mal comment une variation du taux de change pourrait compenser le niveau extrêmement bas des coûts de main-d'œuvre et, partant, agir sensiblement sur les flux commerciaux chinois. Partageant cet avis, M. Rogoff s'est déclaré favorable à la parité actuelle du renminbi tout en préconisant un assouplissement du régime de change. ■

Martin Mühleisen
Département Hémisphère occidentale

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
11 août	1,53	1,53	2,02
18 août	1,52	1,52	2,01

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.

Photographies : Denio Zara, Padraic Hughes et Michael Spilotro (FMI), pages 233, 237, 242 et 246-248; Jeff Haynes (AFP), pages 233-236; et Andrew Rose, page 244.