

DANS CE NUMÉRO

- 342 **Calendrier**
- 342 **Données financières**
- 343 **Actualité**
Programme de travail du FMI
Viabilité de la dette
Entrevue avec Jaime Caruana
- 347 **Panorama**
Costa Rica, Trinité-et-Tobago
- 348 **Politiques**
Le FMI met à jour sa surveillance
- 350 **Gros plan**
Chine, Corée
- 354 **Études**
Flux de capitaux
- 356 **Forum**
Fédéralisme budgétaire

Le système financier en point de mire

page 344

L'une des grandes réformes en cours au FMI vise à donner plus d'importance aux secteurs financiers. Cette réforme sera menée par Jaime Caruana, précédemment Gouverneur de la Banque d'Espagne et Président du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. M. Caruana explique comment le FMI intégrera le secteur financier dans son examen des politiques des pays et évalue les nouveaux risques et difficultés des marchés mondiaux de capitaux.



Stephen Jaffer/FMI

Le FMI modernise sa surveillance

page 348

Le FMI met à jour sa méthode d'analyse des taux de change dans le cadre d'un effort plus large visant à mieux répondre aux besoins de ses 184 pays membres dans le monde intégré d'aujourd'hui. Carlo Cottarelli, Directeur adjoint du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques, explique les raisons de ces changements et comment ceux-ci s'inscrivent dans le programme global de réforme du FMI.



Michael Spataro/FMI

Un rééquilibrage économique s'impose en Chine

page 350

En Chine, la croissance demeure forte et l'inflation est maîtrisée, selon le bilan annuel du FMI. À moyen terme, toutefois, l'activité ne pourra rester soutenue que si elle est plus tirée par la consommation que par l'investissement et les exportations. L'appréciation de la monnaie, qui est nécessaire pour freiner dès maintenant l'expansion rapide de l'investissement, contribuera fortement au rééquilibrage de l'économie à moyen terme.



Frederic J. Brown/AFP Photo

La Corée cherche à créer un autre miracle

page 352

La Corée a réalisé une croissance spectaculaire et transformé une pauvre économie agricole en puissance industrielle, mais le potentiel de croissance ralentit du fait du vieillissement rapide de la population, et l'accumulation de capital et la croissance de la productivité ralentissent aussi. La Corée doit s'intégrer davantage dans l'économie mondiale en déréglant son secteur financier, ses services et son marché du travail, et en créant une économie du savoir fondée sur les technologies avancées.



Kim Kyung-Hoey/Reuters

Calendrier

DÉCEMBRE

14 143^e réunion (extraordinaire) de la Conférence sur l'OCDE et le développement, Abuja, Nigéria

14 Forum du livre du FMI : «China and India: Expanding Roles in the World Economy», Washington

JANVIER 2007

5-7 Assemblée annuelle, American Economic Association, Chicago, Illinois, États-Unis

Conseil d'administration

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

16-17 12^e Forum Euromoney sur les PECO, «The CEE: Separating Rhetoric from Reality», Vienne, Autriche

22 Symposium international de la Banque du Japon, «Ten Years After the Asian Currency Crisis: Future Challenges for the Asian Economies and Financial Markets», Tokyo, Japon

22-24 Forum mondial sur le développement durable : «Meeting the MDGs: Exploring the Natural Resource Dimensions», Energy and Resources Institute, New Delhi, Inde

24-28 Réunion annuelle du Forum économique mondial, Davos, Suisse

FÉVRIER

7-8 2^e Forum de l'Organisation de coopération et de développement économiques au Mexique : Forum international sur les politiques publiques pour le développement du Mexique, organisé par l'OCDE, la Banque mondiale, le PNUD, la Banque interaméricaine de développement et la CEPALC, Mexico, Mexique

13-15 Global Forum: Building Science, Technology, and Innovation Capacity for Sustainable Growth and Poverty Reduction, Banque mondiale, Washington

MARS

4-6 Conférence annuelle 2007 de l'Institute of International Bankers, Washington

12-18 Conférence annuelle du réseau parlementaire de la Banque mondiale, Afrique du Sud

AVRIL

2-4 3^e Conférence régionale sur l'enseignement secondaire en Afrique, Ministère de l'éducation du Ghana, Accra, Ghana

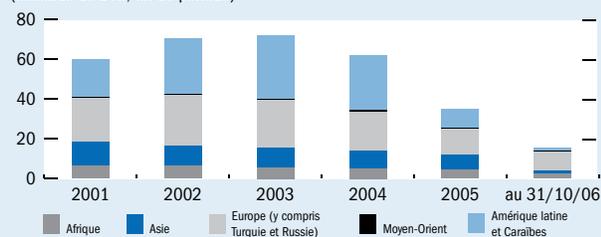
14-15 Réunion de printemps 2007 de la Banque mondiale et du FMI, Washington

26-27 «New Perspectives on Financial Globalization», Conférence organisée par le Département des études du FMI et l'université Cornell, Washington, voir www.imf.org/external/np/seminars/eng/2007/finglo/042607.htm

Données financières du FMI

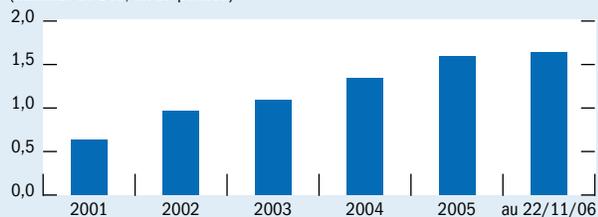
Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(milliards de DTS; fin de période)



Allègement de la dette des pays pauvres très endettés¹

(milliards de DTS; fin de période)



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

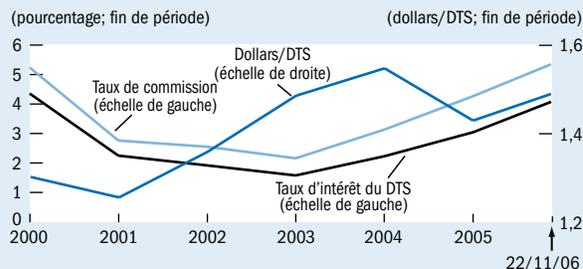
Note : Le droit de tirage spécial (DTS) est un avoir de réserve international créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves officielles existantes des États membres. Les DTS sont alloués à chaque État membre en proportion de sa

Taux des principales monnaies en DTS

	15 novembre 2006	Il y a un an (15 novembre 2005)
Dollar EU	1,485350	1,420010
Euro	1,158810	1,217110
Livre sterling	0,785768	0,819914
Yen	174,473000	168,697000

Évolution des taux

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



quote-part. Le DTS sert aussi d'unité de compte au FMI et à plusieurs autres organisations internationales. Sa valeur est déterminée en fonction d'un panier des principales monnaies internationales.

Un programme de travail rigoureux pour le FMI

Dans une déclaration devant le Conseil d'administration sur le programme de travail du FMI pour les prochaines années, Rodrigo de Rato, Directeur général, a annoncé que l'organisation devait exploiter la dynamique de l'Assemblée annuelle de Singapour et opérer des réformes visant à mieux aligner les quotes-parts des pays membres sur l'évolution de l'économie mondiale et à protéger la participation et la représentation des pays à faible revenu.

Le programme de travail d'ici les réunions de printemps sera axé aussi sur l'application des éléments restants de la stratégie à moyen terme, notamment le renforcement des activités de base de l'organisation, à savoir la surveillance de l'économie mondiale et les conseils aux pays membres. Le FMI renforce son cadre de surveillance et cherche à mieux cibler ses activités de surveillance (voir aussi page 348). Le FMI s'étant engagé à répondre aux besoins en évolution de ses pays membres, il intensifiera aussi ses travaux sur la conception de politiques permettant de soutenir davantage les pays émergents et les pays à faible revenu (voir article sur l'amélioration du cadre de viabilité de la dette ci-dessous).

Étant donné l'importance et le caractère difficile du programme de travail, il sera essentiel d'en établir les priorités avec soin et de bien en enchaîner les éléments. Ce programme est



Les réformes liées à la stratégie à moyen terme seront au cœur des travaux du Conseil d'administration dans les prochains mois.

ambitieux, d'une part en raison du travail du personnel et des débats du Conseil qu'il impliquera et, d'autre part, en raison de l'action d'information dynamique qui constituera un élément essentiel de la réforme des quotes-parts et de la représentation, de la réforme du cadre de surveillance et d'un accord sur la manière dont le FMI peut renforcer son appui aux pays émergents et améliorer ses outils de prévention des crises. ■

Le texte intégral de la déclaration de M. de Rato sur le programme de travail est disponible sur le site Internet du FMI (www.imf.org); voir communiqué de presse n° 06/267.

Actualisation du cadre de viabilité de la dette

Après avoir allégé la dette des pays très endettés les plus pauvres, le FMI et la Banque mondiale renforcent leur cadre de viabilité de la dette, qui vise à aider les pays à faible revenu à adopter des stratégies d'emprunt prudentes et à favoriser un meilleur échange de l'information entre créanciers et emprunteurs.

Adnan Mazarei et Martine Guerguil, du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI, ont expliqué à des journalistes le 7 décembre qu'une réduction spectaculaire de la charge de la dette au titre de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale avait offert aux pays à faible revenu la possibilité d'investir davantage en vue d'atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement, mais qu'elle crée aussi de nouvelles sources de vulnérabilité qui pourraient aboutir à une autre série de problèmes d'endettement.

Si l'essor de «donateurs émergents», tels que le Brésil, la Chine, l'Inde et les pays producteurs de pétrole, offre de nouvelles ressources éventuelles pour le développement économique, il exige aussi des décisions fondées de la part des emprunteurs et un meilleur échange de l'information parmi les créanciers afin d'éviter un mauvais emploi de ces ressources.

Améliorer le cadre

Pour aider les emprunteurs et les prêteurs à mieux opérer dans ce nouveau contexte, le cadre révisé

- Fournit une base plus solide pour les projections de croissance. Le surendettement est souvent provoqué par une croissance faible.
- Attire l'attention lorsque l'accumulation de la dette ou les hypothèses de croissance sont anormalement élevées.
- Évalue avec soin le financement non concessionnel. Les pays à faible revenu doivent continuer d'emprunter à des conditions concessionnelles, les emprunts non concessionnels étant examinés au cas par cas.
- Permet de mieux diffuser les données et coordonner l'action. Tous les emprunteurs et créanciers doivent se familiariser avec cet outil et le FMI redoublera d'efforts pour veiller à ce qu'il soit mieux utilisé par ses services.

L'objectif ultime est d'aider les autorités des pays à faible revenu à concevoir leur propre stratégie d'emprunt. Le cadre constituera un élément essentiel des entretiens du FMI avec les pays membres et un programme d'assistance technique sera établi afin de renforcer la capacité des pays d'utiliser ce cadre sans aucune aide. ■

Veillez consulter le site Internet du FMI (www.imf.org) pour des informations plus détaillées sur le cadre de viabilité de la dette, notamment le document intitulé *Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief*, et la note d'information au public n° 06/136, *IMF Executive Board Discusses the Application of the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief*.

Entrevue avec Jaime Caruana

Comment mettre plus en valeur les travaux financiers du FMI

En août dernier, Jaime Caruana, précédemment Gouverneur de la Banque d'Espagne et Président du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, a pris les rênes du nouveau Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI. M. Caruana, qui a été membre du Forum de stabilité financière, a aussi été Directeur du Trésor en Espagne. Auparavant, il avait travaillé dans le secteur privé, dirigeant des services de placement et des sociétés privées de gestion de fonds pendant quelque 10 ans. Laura Wallace, du Bulletin du FMI, évoque avec lui l'importance accrue que le FMI donne aux secteurs financiers, ainsi que les perspectives des marchés financiers mondiaux et certains problèmes qui se profilent dans le domaine réglementaire.



Eugene Salazar/FMI

BULLETIN DU FMI : Vous allez diriger un nouveau département qui doit servir de pôle d'excellence pour les travaux dans les domaines des marchés de capitaux et des secteurs financiers. Quels sont, d'après vous, les principaux défis à relever par ce département?

M. CARUANA : Notre premier défi est de bien connaître les grandes tendances des secteurs financiers et des marchés. Nous n'opérons pas sur les marchés, ni n'avons de salle des marchés, de sorte qu'il nous faudra nous organiser autrement. Plus important encore, nous devons intégrer toutes ces connaissances dans les activités générales du FMI, ce qui impliquera une meilleure collaboration avec les autres départements. Deuxièmement, nous devons donner aux pays membres et aux départements géographiques l'aide qu'ils attendent en matière de surveillance et de renforcement des capacités. Troisièmement, nous devons tout faire pour attirer et former les personnes les plus compétentes et les conserver. Je m'appuie beaucoup sur les connaissances et les conseils des personnes très qualifiées que compte le département.

BULLETIN DU FMI : Comment le FMI intégrera-t-il les travaux sur les marchés de capitaux et les secteurs financiers dans ceux sur la surveillance macroéconomique?

M. CARUANA : Des propositions très pratiques ont été faites par un groupe de travail du FMI qui a étudié comment intégrer les questions financières aux consultations au titre de l'article IV, l'examen bilatéral que nous faisons régulièrement des économies des pays membres. Ces propositions, qui sont éclectiques, préconisent fondamentalement d'analyser les marchés de façon à déceler les premiers signaux susceptibles d'orienter le dialogue avec les pays membres, de poursuivre et systématiser le genre d'études que le FMI effectue actuel-

M. Caruana : «... on craint que les marchés n'intègrent pas pleinement les risques, à en juger par les marges très basses et l'instabilité observées sur de nombreux marchés.»

lement sur la viabilité et l'efficacité des secteurs financiers et d'examiner en profondeur les risques, y compris leur probabilité et leur impact macroéconomique éventuel. Ces travaux seraient renforcés par l'analyse mondiale des risques que fait le département dans son rapport semestriel sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*).

BULLETIN DU FMI : Le dernier GFSR souligne que, bien que les marchés de capitaux aient surmonté les récents remous, de nombreux risques subsistent. Qu'en est-il aujourd'hui?

M. CARUANA : Les systèmes financiers continuent de fonctionner selon le scénario central favorable établi à l'échelle mondiale, mais, comme l'indiquent les éditions de septembre du GFSR et des *Perspectives de l'économie mondiale*, certains risques macroéconomiques existent (notamment, une faible croissance due en partie aux déséquilibres mondiaux, ainsi qu'à l'inflation et au ralentissement du secteur de l'immobilier aux États-Unis). En outre, on craint que les marchés n'intègrent pas pleinement les risques, à en juger par les marges très basses et l'instabilité observées sur de nombreux marchés. Par ailleurs, les marchés sont de plus en plus complexes. Si les instruments financiers à l'origine de cette complexité contribuent à la stabilité, ils risquent aussi d'amplifier d'éventuels remous. De plus, les pays émergents bénéficient de marges faibles, qui tiennent fondamentalement à de très bonnes raisons, mais les problèmes pourraient réapparaître si la situation redevenait plus critique. Enfin, la forte croissance du crédit sur certains marchés, surtout lorsqu'elle s'accompagne d'un risque de change élevé, suscite des inquiétudes d'ordre macroéconomique et prudentiel.

BULLETIN DU FMI : Vous mentionnez la complexité croissante des marchés. Les dérivés et les fonds spéculatifs empêchent-ils les risques de toucher un nombre élevé d'investisseurs ou les accroissent en les concentrant et en les rendant ainsi plus difficiles à suivre?

M. CARUANA : Les dérivés et les fonds spéculatifs ont beaucoup aidé à transférer les risques à un nombre nettement plus élevé d'investisseurs. En ce sens, ils ont été un facteur de stabilité. Ils ont aussi accru la liquidité et réduit les inefficiences du marché. Cependant, la répartition des risques est un sujet que nous ne connaissons pas assez bien et ces nouvelles structures doivent encore être testées dans des situations vraiment difficiles.

BULLETIN DU FMI : L'accroissement massif du capital-investissement présente-t-il des risques et cette tendance rend-t-elle nettement plus vulnérables les structures de financement (sociétés criblées de dettes) et favorise-t-elle une vision à court terme?

M. CARUANA : Le capital-investissement est une notion qui couvre de nombreuses formes de financement (capital risque, capital d'amorçage, opérations de rachat, notamment) qui peuvent contribuer à la restructuration ou au développement des entreprises. Ce type de financement progresse fortement, surtout les rachats qui, comme vous le dites, peuvent alourdir l'endettement. Le fait que ces rachats soient de plus en plus financés par l'emprunt et que, parfois, le retour sur investissement soit recherché dans des délais de plus en plus courts, suscite certaines craintes. Cependant, il est trop tôt pour dire s'il s'agit d'un problème systémique. Nous devons suivre de près ces évolutions et les autorités de contrôle prêtent de plus en plus attention aux excès qui peuvent être observés sur ces marchés.

BULLETIN DU FMI : Revenons à votre département, comment pourra-t-il trouver un juste équilibre entre le volet marchés et le volet institutions? En d'autres termes, comment pourra-t-il concilier la nécessité de suivre quotidiennement les informations sur le marché avec celle de se doter d'une perspective à long terme?

M. CARUANA : Les deux volets sont importants et, franchement, ils ne me semblent pas incompatibles. C'est une bonne idée d'avoir fusionné les deux départements, qui étaient l'un responsable des marchés de capitaux et l'autre de la politique monétaire et des secteurs financiers, de sorte que ces questions relèvent désormais du seul Département des marchés monétaires et de capitaux. Avec cette structure, nous serons mieux à même de suivre et d'intégrer les évolutions dans ces deux domaines. Une synergie se créera, qui nous permettra de trouver un juste équilibre entre les marchés de capitaux et les systèmes financiers, d'une part, et les institutions, d'autre part, ainsi qu'entre la surveillance et le renforcement des capacités.

BULLETIN DU FMI : Comment votre département aidera-t-il la communauté internationale à résoudre les déséquilibres mondiaux? Devra-t-il se concentrer sur les flux de capitaux, les régimes de change et le rôle des banques centrales dans ces flux, y compris le risque bilantiel?

M. CARUANA : Nous devons replacer cette analyse dans la perspective du marché, du côté à la fois de l'offre et de la demande. L'offre est particulièrement importante, car un certain nombre d'investisseurs détiennent des avoirs extérieurs considérables dans leur portefeuille. Nous devons analyser leur position, comprendre leurs raisons et les changements dans leur comportement et en examiner les conséquences pour les futurs flux de capitaux.

BULLETIN DU FMI : Le département aura-t-il un rôle à jouer dans la diversification des activités financières et l'expansion des marchés financiers dans les pays émergents ou en développement?

M. CARUANA : L'une de nos priorités est d'aider les marchés locaux et régionaux à être plus forts et mieux à même de s'adapter et de fonctionner dans de bonnes et de mauvaises conditions. Il est très important de réduire les facteurs de vulnérabilité, de renforcer la stabilité des systèmes financiers et de stimuler la croissance. Nous avons travaillé à la réalisation de ces objectifs par le passé et nous continuerons de le faire, en collaborant, cela va de soi, avec la Banque mondiale.

BULLETIN DU FMI : L'évaluation du secteur financier de la plupart des pays dans le cadre du programme conjoint FMI-Banque mondiale est maintenant achevée. Quel rôle envisagez-vous pour ces évaluations dans l'avenir?

M. CARUANA : Le programme d'évaluation du secteur financier joue un rôle très important. Jusqu'à présent, de premières évaluations ont été achevées pour environ les deux tiers des pays. Ce type d'opération n'a pas encore été mené dans tous les pays qui en avaient systématiquement besoin, aussi un effort reste-t-il à faire pour terminer la première série d'évaluations. Dans l'avenir, nous souhaitons mettre à jour nos informations sur le secteur financier de chaque pays dans un intervalle de quelques années, un cycle de cinq ans serait peut-être normal, et le volet actualisation du programme commence à s'accélérer. L'objectif est de beaucoup mieux cibler ces mises à jour. Elles devraient porter sur les risques soulevés dans l'évaluation générale initiale et toute information ultérieurement recueillie.

BULLETIN DU FMI : Quels sont les enseignements tirés de vos mandats de Gouverneur de la Banque d'Espagne et de Président du Comité de Bâle qui vous ont été les plus utiles pour vous intégrer à la culture du FMI?

M. CARUANA : Ils sont nombreux, mais les deux les plus utiles concernent les marchés et les incertitudes. Lorsque vous êtes

«Nous souhaitons mettre à jour nos informations sur le secteur financier de chaque pays dans un intervalle de quelques années, un cycle de cinq ans serait peut-être normal, et le volet actualisation du programme commence à s'accélérer.»

Jaime Caruana

banquier central, vous apprenez l'importance que revêt une bonne communication, afin de guider les anticipations des marchés. Il faut absolument comprendre ce que font les marchés, recueillir le maximum d'informations auprès d'eux et combler les différences entre vos anticipations et les leurs. Cela ne signifie pas que les banques centrales doivent répondre à toutes les attentes des marchés, mais elles doivent bien expliquer leurs politiques, leurs objectifs et leurs décisions. J'ai beaucoup appris sur ce sujet au Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne. En ce qui concerne le contrôle bancaire, j'ai appris qu'il était indispensable d'être clairvoyant, de l'aborder sous l'angle des risques et de faire en sorte que les normes et les règles reposent sur une structure bien comprise des incitations de façon à ce que les institutions financières continuent de se renforcer et de mettre en place de meilleurs dispositifs de gestion des risques.



Lors de l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale en septembre dernier, Jaime Caruana, avec à ses côtés Hung Tran, Directeur adjoint du Département des marchés monétaires et de capitaux, répond aux questions de la presse sur le rapport sur la stabilité financière (GFSR) dans le monde qui attire l'attention sur les risques auxquels font face les marchés de capitaux.

BULLETIN DU FMI : Que pensez-vous du dumping réglementaire : des sociétés s'exilent à Londres pour ne pas tomber sous le coup des nouvelles contraintes de la loi Sarbanes-Oxley adoptée en 2002 à la suite de retentissants scandales dans les milieux comptables et le monde des entreprises?

M. CARUANA : Les questions de compétitivité ne sont pas faciles à traiter. Nous devons être prudents, car de nombreux facteurs sont en jeu; nous n'avons pas affaire à un texte unique. Le gouvernement des États-Unis examine actuellement les aspects de sa réglementation qui peuvent influencer sur la compétitivité des marchés financiers de ce pays. De façon plus générale, il est vrai qu'avec la mondialisation des marchés, il faut prêter davantage attention dans les règlements aux problèmes de compétitivité, à l'uniformisation des règles du jeu et aux incitations. Là encore, notre démarche doit être plus multilatérale et faire ressortir le bien-fondé de l'adoption de normes internationales.

BULLETIN DU FMI : Quels sont les avantages pour le FMI d'une collaboration plus étroite avec la Banque mondiale, les organes de réglementation comme le Comité de Bâle et l'Organisation internationale des commissions de valeurs, la Banque des règlements internationaux et le secteur privé?

M. CARUANA : En fait, la collaboration fonctionne déjà très bien. S'agissant du programme d'évaluation du secteur financier, notre coopération avec la Banque mondiale est bonne. Les organes de réglementation préparent les normes et, dans le cadre de ses travaux avec ses membres, le FMI contribue à leur

«... j'ai appris qu'il était indispensable d'être clairvoyant, d'aborder le contrôle sous l'angle des risques et de faire en sorte que les normes et les règles reposent sur une structure bien comprise des incitations de façon à ce que les institutions financières continuent de se renforcer et de mettre en place de meilleurs dispositifs de gestion des risques.»

Jaime Caruana

application et donne en retour à ces organes des informations très utiles. En réalité, le FMI a beaucoup fait pour améliorer les principes de base sur le contrôle bancaire du Comité de Bâle et sur celui des assurances de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance. Cela dit, les marchés évoluant constamment, on voit mal comment cette collaboration pourrait être statique.

BULLETIN DU FMI : Alors que les groupes financiers sont de plus en plus internationaux, les contrôleurs ne disposent que d'une compétence nationale. Comment envisagez-vous d'internationaliser le contrôle, ainsi que la gestion des crises? Êtes-vous en faveur d'un contrôle régional, comme dans l'Union européenne par exemple?

M. CARUANA : Il est vrai que, pour les grandes institutions financières, la situation est difficile, car elles doivent gérer des risques à l'échelon international alors qu'elles sont assujetties à des règlements à l'échelon national. Quelle est la solution? Premièrement, il est important d'avoir des normes mondiales, comme dans les

domaines de la banque, des assurances et des valeurs mobilières. Deuxièmement, il est crucial d'intensifier la collaboration entre les contrôleurs, ce qui se fait déjà dans une certaine mesure. Quant à l'UE, c'est un cas très spécial. Elle est en avance, en partie parce qu'elle peut adopter des directives et règlements qui s'appliquent à tous ses membres. Cependant, le système décentralisé de coopération entre les contrôleurs devrait fonctionner aussi efficacement qu'un système de contrôle régional unique, aussi faut-il poursuivre les travaux sur la coordination des dispositifs de résolution des crises et d'assurance-dépôt. ■

Costa Rica : soutenir une croissance élevée et réduire la pauvreté

L'économie du Costa Rica s'est bien portée en 2006, grâce à des investissements directs étrangers élevés, à l'amélioration de la confiance des chefs d'entreprise et à la vigueur de la consommation intérieure, selon le bilan annuel du FMI. La croissance du PIB réel pourrait atteindre au moins 6½ % en 2006, tandis que l'inflation diminuerait. Le déficit global du secteur public a baissé en 2005 et au premier semestre de 2006, grâce à la bonne tenue des recettes fiscales.

Le Conseil d'administration du FMI salue les bons résultats persistants du Costa Rica, mais note les problèmes posés par une inflation supérieure à 10 %, une dette publique élevée et la dollarisation financière. Les administrateurs félicitent les autorités de leur attachement à un vaste programme de réformes, notamment l'application du CAFTA-DR, une réforme fiscale substantielle, un assouplissement du taux de change, la recapitalisation de la banque centrale et un renforcement de la réglementation et du contrôle financiers. L'application de ces mesures jettera en grande partie les bases d'une accélération de la croissance et d'une réduction de la pauvreté.

Selon les administrateurs, une réforme fiscale est essentielle pour réduire la dette publique, accroître les dépenses d'éducation, d'infrastructure et sociales, et fournir l'appui nécessaire à la politique monétaire. Les administrateurs encouragent les autorités à axer la réforme sur la TVA et l'impôt sur le revenu. Tout en reconnaissant la nécessité d'accroître les dépenses dans les domaines prioritaires, ils engagent les autorités à limiter la

Costa Rica	2004	Prél. 2005	Proj. 2006	Proj. 2007
	(variation en pourcentage)			
PIB en prix constants	4,1	5,9	6,5	5,0
Inflation de l'IPC (moyenne)	13,1	14,1	12,0	9,0
	(en pourcentage du PIB)			
Dette publique totale	55,8	52,0	48,8	46,8
Solde extérieur courant	-4,3	-4,7	-4,9	-4,8

Sources : Banque centrale de Costa Rica et Ministère des finances, et estimations du FMI.

croissance des dépenses jusqu'à ce que les bénéfices de la réforme fiscale se matérialisent.

Les administrateurs approuvent l'adoption récente par la banque centrale d'une bande de fluctuation mobile et saluent la décision de permettre un élargissement graduel de la bande. Ils appuient aussi la recapitalisation prévue de la banque centrale, qui, conjuguée à une politique budgétaire prudente et à un assouplissement du taux de change, aidera à ramener progressivement l'inflation au-dessous de 5 %.

Les administrateurs encouragent les autorités à favoriser la coopération régionale et, en particulier, à s'efforcer de dégager un consensus sur un code de conduite en ce qui concerne les incitations fiscales à l'investissement, qui aiderait à empêcher une concurrence fiscale nuisible dans la région. ■

Trinité-et-Tobago doit investir judicieusement ses recettes exceptionnelles

Portée par le secteur énergétique, la croissance a avoisiné 8 % en 2005 à Trinité-et-Tobago, selon le bilan annuel du FMI. Le secteur hors énergie a été dynamique aussi, avec une progression de 7¼ %, grâce aux dépenses publiques d'infrastructure et à la croissance rapide du crédit qui a alimenté les dépenses privées. Comme les prix mondiaux de l'énergie restent élevés, la croissance réelle devrait atteindre 12½ % en 2006.

Trinité-et-Tobago, qui tire une bonne partie de sa richesse de ses réserves pétrolières et gazières, a l'un des revenus par habitant les plus élevés d'Amérique latine et des Caraïbes. Le secteur énergétique représente plus de 40 % du PIB, environ 90 % des exportations et plus de la moitié des recettes publiques. La montée des

recettes énergétiques a amélioré le bilan de l'État, mais la position budgétaire sous-jacente s'est détériorée. Des hausses rapides des dépenses publiques — transferts et subventions aux services publics et aux carburants, investissement public — ont creusé le déficit hors énergie d'environ 2 points de pourcentage, à 10¼ % du PIB, en 2004–05.

Les administrateurs saluent les bons résultats économiques du pays, tout en soulignant que le contexte favorable d'aujourd'hui présente à la fois des possibilités de développement économique et des problèmes de gestion macroéconomique. Pour relever le niveau de vie des générations actuelles et futures, il faudra trouver un juste équilibre entre un investissement efficace des recettes énergétiques exceptionnelles pour promouvoir la diversification de l'économie et des objectifs sociaux, et le dosage de l'utilisation de ces recettes pour éviter une surchauffe.

Étant donné la hausse rapide des dépenses publiques, les administrateurs sont favorables à des dépenses de qualité dans les infrastructures humaines et physiques, mais recommandent une plus grande rigueur budgétaire pour éviter de nouvelles pressions à la hausse sur l'inflation et le taux de change réel. Ils conseillent de concentrer la diversification sur les secteurs viables sans subventions publiques. Ils jugent prioritaire de contenir les tensions inflationnistes croissantes et encouragent la banque centrale à continuer de durcir sa politique monétaire. ■

Trinité-et-Tobago	2003	2004	Est. 2005	Proj. 2006
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	13,9	9,1	7,9	12,5
Énergie	31,3	8,4	8,2	20,7
Hors énergie	5,2	9,5	7,7	7,5
	(en pourcentage du PIB)			
Solde des transactions courantes	8,0	13,3	24,5	25,7
Dette extérieure du secteur public	13,4	10,3	8,5	7,8
	(millions de dollars)			
Réserves brutes	2.258	2.993	4.787	7.787

Sources : autorités de Trinité-et-Tobago et estimations et projections des services du FMI.

Pour plus d'informations, voir les notes d'information au public n° 06/135 (Costa Rica) et n° 06/125 (Trinité-et-Tobago) sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Le FMI modernise son dispositif de surveillance

Le FMI est en train de mettre en œuvre une stratégie à moyen terme détaillée qui lui permettra de mieux répondre aux besoins de ses 184 pays membres dans le monde intégré d'aujourd'hui. Dans le cadre de cette initiative, le FMI modernise son dispositif de surveillance, c'est-à-dire les méthodes qu'il utilise pour surveiller l'évolution et les politiques économiques et pour fournir des conseils à ses pays membres. C'est dans ce contexte qu'il vient de publier une série de documents, dont l'un sur l'analyse des taux de change. Carlo Cottarelli, Directeur adjoint du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques, évoque la modernisation du cadre de surveillance du FMI avec Jeff Hayden, du Département des relations extérieures.

BULLETIN DU FMI : Pourquoi moderniser la surveillance?

M. COTTARELLI : Nous voulons rehausser le niveau de la surveillance, pour l'amener au niveau des meilleures pratiques, en tenant compte de l'évolution de celles-ci. De nombreuses initiatives sont engagées dans le cadre de la stratégie à moyen terme [voir encadré], entre autres un examen de ce que nous appelons le fondement de la surveillance, c'est-à-dire la décision de 1977 du Conseil d'administration sur la surveillance des politiques de change. Comme bien des fondements, celui-ci est assez vieux et il faut se demander dans quelle mesure cette décision doit être révisée et modernisée.

Le monde était très différent il y a 30 ans. Beaucoup de pays appliquent aujourd'hui un taux de change flottant et les flux de capitaux ont augmenté considérablement. Nous pensons qu'il vaut la peine de se demander s'il convient de réviser la décision pour tenir compte de ces changements. C'est une question complexe et nous devons l'aborder avec soin, mais le résultat pourrait en valoir la peine.

BULLETIN DU FMI : Que fait le FMI pour améliorer sa surveillance?

M. COTTARELLI : Nous examinons aussi avec nos pays membres s'il serait utile d'établir une liste d'objectifs opérationnels que la surveillance devrait chercher à atteindre au cours des trois prochaines années et dont les services et la direction du FMI pourraient être comptables. Nous nous employons aussi à renforcer la méthode d'évaluation de l'efficacité de notre surveillance. Nous voulons être mieux placés pour évaluer si nous atteignons les objectifs prévus. Notre principale responsabilité est de surveiller avec franchise ce que les pays font et d'offrir de bons conseils. Il est nécessaire aussi d'évaluer plus systématiquement si le cadre de surveillance global peut influencer sur les politiques économiques. En ce qui concerne la pratique effective de la surveillance, nous engageons aussi beaucoup d'initiatives.

BULLETIN DU FMI : Par exemple?

M. COTTARELLI : Premièrement, les consultations multilatérales. Les *Perspectives de l'économie mondiale* [principale publica-



M. Cottarelli : «Il s'agit simplement de reconnaître que l'on peut allouer les ressources différemment selon les pays et obtenir quand même des résultats de qualité.»

tion du FMI, semestrielle] aborde toujours les questions de surveillance multilatérale, mais c'est la première fois que nous examinons effectivement des actions au niveau multilatéral. Deuxièmement, nous accordons plus d'attention aux questions relatives aux taux de change, comme en témoignent divers documents et rapports de nos services. Les travaux du groupe consultatif du FMI sur les questions relatives aux taux de change, qui ont été étendus récemment aux pays émergents, sont importants parce qu'ils produisent des évaluations cohérentes des taux de change. Nous avons aussi publié récemment un document économétrique important qui évalue l'effet du taux de change sur la balance commerciale des pays émergents.

Enfin, la surveillance du secteur financier est un élément fondamental de la stratégie à moyen terme. Le Département des marchés monétaires et de capitaux a été créé et un groupe établi des propositions en vue de mieux intégrer les travaux sur le secteur financier dans la surveillance [voir article page 344]. En général, les services du FMI accordent beaucoup plus d'attention aux questions relatives au secteur financier dans leurs rapports.

BULLETIN DU FMI : On parle beaucoup de la simplification des consultations avec les pays. De quoi s'agit-il?

M. COTTARELLI : Ce n'est pas du tout une version allégée de la surveillance. Il s'agit simplement de reconnaître que l'on peut allouer les ressources différemment selon les pays et obtenir quand même des résultats de qualité; en fait, nos messages deviennent parfois moins efficaces si l'on examine trop de questions. Par exemple, il n'est peut-être pas utile d'envoyer une mission complète de six économistes dans un pays chaque année ou de préparer un long rapport si ce pays ne rencontre pas de nouveaux problèmes ou si simplement il n'est pas très vulnérable. Il s'agit donc de reconnaître que certaines équipes peuvent être plus petites et que certains rapports peuvent et doivent être plus ciblés et plus courts.

Le Département de l'élaboration et de l'examen des politiques a fait aussi le bilan récemment de la surveillance des taux de change par le FMI.

BULLETIN DU FMI : Quels sont les points principaux de cette analyse?

M. COTTARELLI : Notre évaluation montre que le traitement des questions relatives aux taux de change est bien meilleur qu'on ne l'entend à l'extérieur de l'institution et qu'il est bien meilleur qu'il y a deux ou trois ans. Mais, c'est un fait, nous pouvons faire encore mieux.

Premièrement, des progrès ont été accomplis dans la description des régimes de change : taux flottants, rattachements, flottements administrés, etc. Les observateurs extérieurs disent parfois que le FMI ne fait son rapport que sur le régime *de jure* [annoncé] et que nous ne faisons aucun commentaire sur ce que les pays font *de facto* [dans la pratique]. Nous avons noté que dans presque la totalité des 30 pays que nous avons examinés, le rapport des services du FMI décrivait assez précisément les politiques de change *de facto*.

Deuxièmement, des progrès ont été accomplis dans notre évaluation de l'à-propos des régimes. Les pays peuvent choisir leur régime de change, mais nous pouvons exprimer nos vues, et cet examen de l'implication du choix d'un régime est présent dans presque tous les rapports des services du FMI. Des progrès ont été réalisés aussi dans l'évaluation de la cohérence des politiques économiques, y compris la politique de change, avec la stabilité extérieure et macroéconomique. Cette évaluation est présente aussi dans presque tous les rapports. Donc, dans ces trois domaines, la qualité globale est assez bonne.

Ensuite, il y a le niveau des taux de change, c'est-à-dire évaluer si un taux de change est surévalué, bien évalué ou

«C'est le changement le plus important pour la surveillance depuis mon arrivée au FMI il y a 18 ans.»

Carlo Cottarelli

sous-évalué. Ici aussi, nous avons noté que les résultats sont meilleurs que ne le pensent certains observateurs. D'aucuns estiment que nous ignorons cette question. Ce n'est pas le cas selon notre analyse : dans presque tous les cas, nos vues sur le niveau des taux de change sont exprimées. Cela dit, nous avons noté aussi que dans un tiers des cas environ, nous pourrions beaucoup mieux expliquer comment nous aboutissons à ces vues. Ce n'est pas du tout la même chose cependant que de dire que nous n'évaluons pas le niveau des taux de change.

Il est donc juste de dire que, pour ce qui est des questions relatives aux taux de change, notre travail est meilleur aujourd'hui. En fait, il se peut qu'il y ait un décalage dans la perception par l'extérieur de nos travaux sur ces questions.

BULLETIN DU FMI : Cette modernisation semble concerner un large éventail de questions. Pourriez-vous mettre en perspective sa portée?

M. COTTARELLI : Depuis mon arrivée au FMI il y a 18 ans, je pense que c'est le changement le plus important pour ce qui est du champ d'application de la surveillance. Je ne me souviens d'aucun changement comparable. ■

Les trois rapports mentionnés dans l'entrevue, *Methodologies for CGER Exchange Rate Assessments, Exchange Rates and Trade Balance Adjustment in Emerging Market Economies*, et *Treatment of Exchange Rate Issues in Bilateral Surveillance—A Stock-Taking*, sont disponibles en version anglaise intégrale sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Réévaluer le rôle du FMI dans un monde qui évolue rapidement

Le FMI a un rôle essentiel à jouer pour encourager la coopération économique internationale et aider tous les pays à tirer parti des chances offertes par la mondialisation. À cet effet, il doit rester en phase avec un monde qui évolue rapidement. Conscient de cet impératif, Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, a présenté une stratégie à moyen terme aux pays membres en septembre 2005. Des propositions opérationnelles en vue de l'application de cette stratégie ont été énoncées dans un rapport publié en avril 2006, où le Directeur général a proposé de nouvelles orientations pour la surveillance des politiques économiques des pays membres et de l'économie mondiale, un rôle nouveau dans les pays émergents, une présence plus efficace dans les pays à faible revenu et un rééquilibrage de la gouvernance du FMI.

Pour ce qui est de la surveillance, l'objectif de la stratégie à moyen terme est de permettre au FMI de mieux faire face aux risques pesant sur la stabilité économique qui résultent de déséquilibres des paiements, de désalignements des monnaies et de tensions sur les marchés financiers. À cette fin, au niveau des pays, le FMI affine son

analyse des questions relatives aux effets de contagion internationale, en particulier les taux de change et la vulnérabilité du secteur financier, et cible ses conseils sur les questions et les pays les plus importants pour la stabilité mondiale ou régionale. La stratégie à moyen terme souligne aussi la nécessité pour le FMI de tirer davantage parti de l'expérience des différents pays et d'accroître son effort d'information afin de renforcer l'impact de ces conseils.

En outre, il a mis en place des consultations multilatérales pour faciliter l'examen de questions systématiquement importantes au sein de groupes de pays, la première de ces consultations concernant les déséquilibres mondiaux. Le FMI élargit aussi le champ de son analyse économétrique des taux de change d'équilibre à toutes les monnaies des grands pays émergents et renforce l'analyse des risques macroéconomiques et financiers et leurs interactions dans ses deux publications principales (*Perspectives de l'économie mondiale* et *Global Financial Stability Report*). Enfin, le FMI formule des plans d'action régionaux, qui mettent l'accent sur les principaux problèmes auxquels les diverses régions font face.

Chine : un rééquilibrage économique s'impose

Selon les projections, la croissance restera forte en Chine, car l'inflation est bien maîtrisée. Cependant, il ressort de la dernière évaluation annuelle de l'économie chinoise que la croissance ne pourra être durablement forte et stable à moyen terme que si elle est plus tirée par la consommation que par l'investissement et les exportations.

Les prévisions les plus récentes du FMI montrent que la croissance du PIB réel de la Chine sera de 10,5 % en 2006, soit une hausse de 10,2 % par rapport à 2005. D'après les projections, l'inflation tombera à 1,4 % cette année, contre le pic de 3,9 % en 2004; en outre, l'excédent commercial et le stock déjà élevé de réserves internationales continuent d'augmenter (voir tableau et graphique 1).

Dans son rapport publié le 31 octobre, le FMI souligne que la forte croissance du crédit et de l'investissement est le principal sujet de préoccupation dans l'immédiat (voir la partie de gauche du graphique 2) et écrit : «La croissance du crédit risque de s'accélérer encore, et l'investissement de s'accroître, à cause de la liquidité abondante du secteur bancaire, ce qui, sans doute, générera de nouveaux prêts non performants et ruinera certains progrès accomplis dans la réforme du secteur bancaire,».

Resserrer la politique monétaire

Reconnaissant la nécessité de maîtriser à court terme la croissance de l'investissement et du crédit, le gouvernement a pris un certain nombre de mesures administratives et durci la politique monétaire. Le FMI l'invite toutefois à prendre d'autres mesures, car le système bancaire est très liquide, les apports

En avant toute

En Chine, la croissance reste soutenue, parallèlement à un accroissement de l'excédent commercial et des réserves.

	2003	2004	2005	Proj. ¹ 2006	Proj. 2007
	(variation en pourcentage)				
PIB réel	10,0	10,1	10,2	10,5	10,0
Prix à la consommation (moyenne de la période)	1,2	3,9	1,8	1,4	2,2
	(milliards de dollars)				
Solde courant	46	69	161	219	259
Balance commerciale	45	59	134	196	241
Exportations	438	593	762	959	1.168
Importations	394	534	628	763	928
Solde du compte de capital et d'op. financières	53	111	63	36	25
Variation des réserves intern. nettes (augmentation -)	-117	-206	-207	-259	-284
Réserves internationales brutes ²	412	619	826	1.085	1.369
	(en pourcentage du PIB)				
Solde budgétaire global ³	-2,4	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1

¹Au 17 novembre 2006.

²Or, avoirs en DTS et position de réserve au FMI.

³Administration centrale et collectivités territoriales (définition du FMI).

Sources : National Bureau of Statistics of China; estimations et projections du FMI.

de capitaux continuent d'être élevés, les collectivités territoriales exercent des pressions sur les banques pour qu'elles prêtent davantage et les grandes banques limitent d'autant moins la croissance du crédit qu'elles achèvent leur recapitalisation (voir la partie de droite du graphique 2).

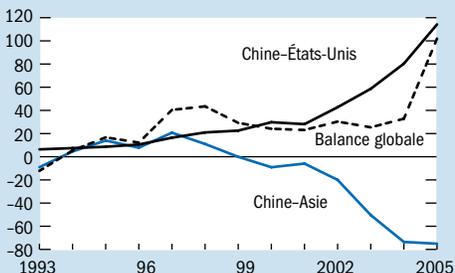
En même temps, la nécessité de gérer fermement le taux de change a créé un conflit majeur dans l'application de la politique monétaire. Les autorités ont alors eu recours aux contrôles administratifs, ainsi qu'à la persuasion, mais ces contrôles perdent de leur efficacité et l'utilisation de la persuasion pour influencer les décisions de prêts des banques contredit directement l'objectif des autorités de faire fonc-

Graphique 1

Des résultats en hausse

L'excédent commercial continue d'augmenter, mais le marché chinois attire les importations asiatiques.

(milliards de dollars, données douanières)



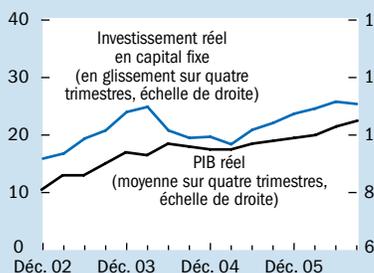
Sources : National Bureau of Statistics of China et estimations des services du FMI.

Graphique 2

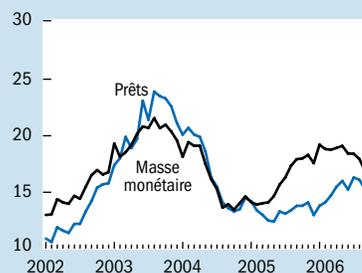
Des performances robustes

La croissance, tirée par l'investissement (partie de gauche), a été vigoureuse, la liquidité du système bancaire demeurant élevée (partie de droite).

(variation d'une année sur l'autre, en pourcentage)



(variation d'une année sur l'autre, en pourcentage)



Sources : National Bureau of Statistics of China et estimations des services du FMI.

tionner le secteur bancaire sur une base commerciale saine. Dans ces conditions, l'indépendance de la politique monétaire serait renforcée si plus de souplesse était donnée au taux de change et s'il était de plus en plus déterminé par le marché. Un autre obstacle important qui empêche d'appliquer la politique monétaire voulue au bon moment tient à ce que la banque centrale ne dispose pas des pouvoirs suffisants pour fixer les taux d'intérêt.

Rééquilibrer la croissance

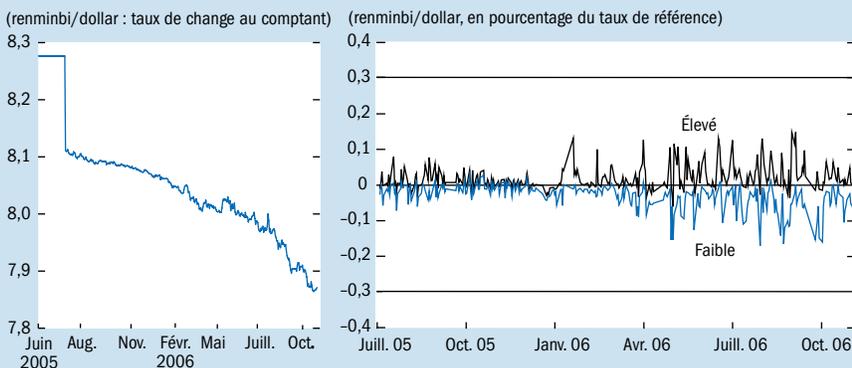
D'après le rapport, une appréciation de la monnaie contribuera aussi à la viabilité de la croissance. Les engagements à court terme en devises continueraient de s'accumuler si le taux de change restait sous-évalué et si les contrôles administratifs sur le système financier étaient maintenus. En outre, une appréciation de la monnaie améliorerait l'affectation et l'efficacité de l'investissement, en donnant aux investisseurs potentiels les bons signaux en matière de prix. En accroissant le pouvoir d'achat des ménages, et en stimulant ainsi la consommation, elle aiderait à rééquilibrer l'économie à moyen terme. La Chine devrait faire un plus grand usage de la souplesse que permet l'actuel système de change et laisser varier davantage le taux renminbi/dollar afin que la monnaie s'apprécie beaucoup plus en termes effectifs nominaux (voir graphique 3). Cette appréciation servirait l'intérêt supérieur de la Chine et le moment pour y procéder est parfait, car elle ne créerait sans doute aucune perturbation majeure étant donné la vigueur de l'économie.

En outre, une plus grande souplesse du taux de change faciliterait une résolution ordonnée des déséquilibres courants mondiaux. Le règlement de ces déséquilibres nécessite un effort concerté de l'ensemble des pays, car une correction désordonnée aurait pour tous des conséquences négatives.

Graphique 3

Faible appréciation

Le renminbi s'est apprécié de 3 % par rapport au dollar depuis la réforme de juillet 2005 (gauche), alors que les variations intrajournalières continuent de s'inscrire à l'intérieur d'une bande étroite (droite).

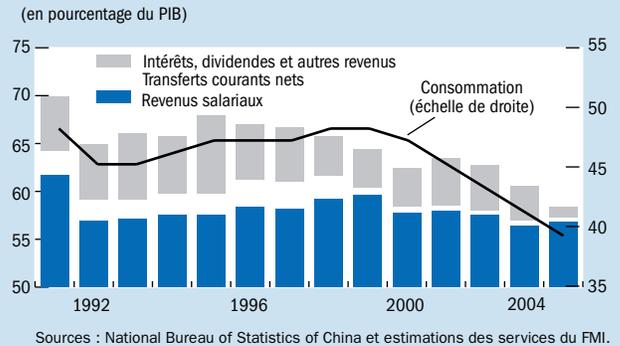


Sources : National Bureau of Statistics of China et estimations des services du FMI.

Graphique 4

Sous-consommation

La consommation des ménages est tombée en deçà de 40 % en 2005, parallèlement à une chute de la part du revenu disponible.



Sources : National Bureau of Statistics of China et estimations des services du FMI.

Stimuler la consommation

Le gouvernement aura un rôle important à jouer dans le rééquilibrage de la croissance. Il peut stimuler la consommation en poursuivant la réforme et en développant le secteur financier. D'autres mesures sont nécessaires pour renforcer les marchés de capitaux et le système bancaire. Il est important de faciliter l'essor des marchés obligataires et des actions afin d'améliorer l'intermédiation et d'inciter davantage les banques à rechercher la clientèle des petites et moyennes entreprises. Cet essor stimulera la consommation en offrant aux ménages la possibilité de participer davantage, directement ou indirectement, aux marchés financiers.

Les autorités peuvent aussi jouer un rôle crucial en accroissant les dépenses de santé et d'éducation et les pensions afin d'encourager les ménages à réduire leur épargne de précaution. La consommation des ménages est tombée à moins de 40 % du PIB (graphique 4). La stimuler permettra de rééquilibrer la croissance

et d'en répartir plus équitablement les fruits entre les couches de la société.

Les disparités de revenu entre les régions continuent de se creuser, certaines d'entre elles éprouvant des difficultés à financer leurs missions de dépenses, de santé et d'éducation surtout. Il convient de corriger ces déséquilibres structurels dans les finances territoriales en évaluant la possibilité de réformer le partage des compétences fiscales entre les niveaux d'administration, en réalignant les missions de dépenses sur les ressources et en réformant le système de péréquation afin de le fonder davantage sur des règles et de veiller ainsi à ce que les collectivités territoriales disposent de ressources suffisantes pour assumer leurs responsabilités dans le domaine de la dépense. ■

La Corée en route vers une économie du savoir

Pendant les 50 années qui se sont écoulées depuis que la Corée a tenu sa première consultation au titre de l'article IV avec le FMI, le pays s'est appuyé sur une politique économique tournée vers l'extérieur pour réaliser une croissance spectaculaire et transformé une pauvre économie agricole en grande puissance industrielle. À plus long terme, la Corée fait face à de graves problèmes du fait du vieillissement rapide de sa population et de l'inégalité croissante des revenus. Cette année, les entretiens au titre de l'article IV entre le FMI et les autorités ont porté essentiellement sur les moyens de s'attaquer à ces problèmes.

Apparemment, c'en est terminé de l'ère de l'économie idéale qui a duré du début de 2005 au début de 2006 en Corée. Pendant cette période, la croissance a atteint 6 % grâce à la vigueur des exportations et de la consommation, tandis que l'inflation est tombée à 1½–2 %. Cependant, ces derniers mois, l'activité a ralenti, l'essor de la consommation étant parvenu à maturité.

Le FMI s'attend à un atterrissage en douceur : la croissance du PIB tomberait à 5 % en 2006 à 4,3 % en 2007 (voir tableau), mais ce chiffre risque d'être révisé en baisse. En particulier, un ralentissement substantiel aux États-Unis aurait des répercussions importantes, car les exportations représentent 40 % du PIB et les États-Unis sont le deuxième marché de la Corée après la Chine. En outre, une contraction des liquidités mondiales et la hausse des taux débiteurs qui en résulterait pèseraient sur les ménages et les PME, qui sont très endettés. Face à ces risques, les autorités continuent de mener une politique budgétaire neutre et une politique monétaire «selon les données», c'est-à-dire que les taux d'intérêt sont ajustés en fonction des indicateurs de l'évolution de l'économie.

Encourager la croissance à long terme

Des problèmes à plus long terme menacent aussi. La population vieillissant plus rapidement que dans tout autre pays de l'OCDE, la croissance de la main-d'œuvre disponible a commencé à ralentir et, en valeur absolue, celle-ci devrait commencer à diminuer dans une dizaine d'années (voir graphique 1). L'accumulation de capital ralentit : en pourcentage du PIB, l'investissement a diminué de 2 points depuis 2000 (et de 6 depuis la crise asiatique de 1997). La croissance de la productivité globale est en baisse aussi, en raison des mauvais chiffres dans les services et en dépit des bons résultats dans l'industrie manufacturière. Si ces tendances se poursuivaient, la croissance de la production potentielle tomberait de 8 % en moyenne avant la crise de 1997 à 2 % à peine d'ici le milieu du XXI^e siècle.

Pour inverser cette tendance, il est essentiel pour la Corée de continuer de s'intégrer dans l'économie mondiale. Tout

Une situation gérable à court terme

Un atterrissage en douceur s'annonce, et l'inflation devrait rester modérée.

	2002	2003	2004	2005	Proj. 2006	Proj. 2007
	(variation en pourcentage)					
PIB réel	7,0	3,1	4,7	4,0	5,0	4,3
Inflation IPC (fin de période)	3,7	3,4	3,0	2,6	3,0	2,7
	(en pourcentage du PIB)					
Solde consolidé de l'administration centrale ¹	2,3	2,7	2,3	2,1	2,4	2,5
Solde des transactions courantes	1,0	2,0	4,1	2,1	0,4	0,3

¹Hors recettes des privatisations et refinancement des obligations KDIC/KAMCO.
Sources : autorités coréennes, et estimations et projections des services du FMI.

comme le secteur manufacturier a été lancé sur la scène mondiale avec grand succès il y a quelques décennies, le même remède doit aujourd'hui être appliqué au secteur financier et aux services, ainsi qu'au marché du travail.

Mettre en place un secteur financier avancé. Le secteur financier coréen est sain, son secteur bancaire avancé, mais ses marchés de capitaux restent sous-développés. C'est pourquoi le gouvernement compte intégrer le système financier coréen dans l'économie mondiale, avec pour objectif ultime d'établir un centre financier pour l'Asie du nord-est.

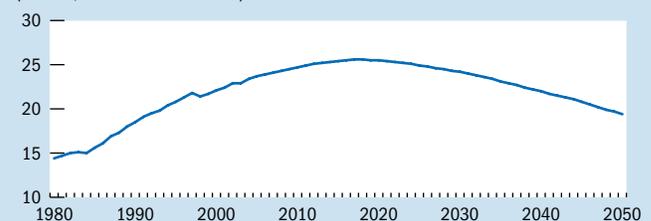
Ce projet repose sur une déréglementation accompagnée de mesures énergiques pour limiter les risques, et sur une libéralisation totale du système de change. En vertu de la loi prévue sur les services d'investissement financier et les marchés de capitaux, le gouvernement éliminera les restrictions qui séparent les entreprises actives sur les marchés de capitaux et redra le système financier en trois sous-secteurs : banques, compagnies d'assurances et banques d'investissement. Pour ce qui est de la réglementation, toutes les activités qui ne sont pas expressément interdites seront dorénavant autorisées.

Graphique 1

Une main-d'œuvre qui diminue

La baisse prévue de la main-d'œuvre disponible d'ici dix ans aura des répercussions importantes pour l'activité économique.

(millions, taux d'activité constant)



Sources : CEIC Data Company Ltd; et Office national des statistiques de Corée.

Cette réforme devrait stimuler la concurrence et l'innovation, mais il faudra veiller à limiter les risques. En particulier, il conviendra de maintenir une séparation légale entre les banques d'investissement et les gestionnaires d'actifs, tandis que, pour les violations des conflits d'intérêts, les pénalités légales doivent être accrues et les actions collectives autorisées. Il sera important aussi de continuer d'empêcher les groupes industriels de détenir des banques — une pratique qui pourrait aboutir à des prêts de faveur, le plus dangereux de tous les conflits d'intérêts.

Améliorer la productivité dans le secteur des services. Le secteur des services non financiers est important et en croissance : il représente environ la moitié du PIB et presque deux tiers de l'emploi. Mais la productivité du travail n'est que la moitié environ de celle de l'industrie manufacturière — l'écart le plus élevé parmi les pays de l'OCDE — principalement parce que le secteur est protégé de la concurrence, tant nationale qu'étrangère. Par exemple, seules les institutions sans but lucratif peuvent établir des écoles ou des hôpitaux, tandis que le secteur du détail reste dominé par des petits commerces familiaux inefficients.

Pour stimuler la productivité dans les services non financiers, le gouvernement a conçu une stratégie d'ouverture et de déréglementation. Un élément clé est la libéralisation des échanges, notamment des accords de libre-échange prévus avec les États-Unis et d'autres pays. Toutefois, pour que ces accords bilatéraux accroissent l'efficacité, ils doivent être aussi non discriminatoires que possible. Il est encore plus essentiel pour l'avenir de la Corée que le programme de Doha pour le développement soit mené à bon terme. Au-delà de la libéralisation des échanges, il faudra aussi améliorer le financement des entreprises de services de petite taille mais prometteuses, notamment en permettant d'utiliser comme garantie la propriété intellectuelle et les contrats d'approvisionnement d'autres entreprises.

Assouplir le marché du travail. Tandis que la Corée passe à une économie du savoir, la flexibilité du marché du travail est



Le vieillissement de la population coréenne pourrait coûter plus de 15 % du PIB au titre des soins de santé et des retraites.

devenue essentielle. Mais le marché du travail officiel reste relativement rigide, donc les entreprises remplacent des employés permanents par du personnel engagé pour une durée déterminée. Les entreprises disposent ainsi de la flexibilité nécessaire, mais le coût social et économique est élevé. Depuis 1997, l'indice Gini de l'inégalité des revenus a augmenté de plus de 0,04 point, contre moins de 0,01 point aux États-Unis et au Canada (voir graphique 2). Par ailleurs, l'augmentation concomitante de l'incertitude entourant le niveau de revenu a pesé sur la consommation.

Pour régler ce problème, il faudra assouplir le marché du travail officiel, soit en modifiant le système actuel, soit en établissant une nouvelle convention collective, tout en maintenant les droits acquis au titre du système existant. Par ailleurs, il faut renforcer le dispositif de sécurité sociale, et c'est pourquoi les autorités accroissent la proportion des travailleurs admis à bénéficier des allocations de chômage et comptent établir un crédit d'impôt au titre des revenus du travail en 2008, ce qui garantirait un niveau de vie minimum pour tous les salariés.

S'attaquer aux problèmes budgétaires à long terme. Un grave problème subsiste à long terme : la détérioration prévue de la position budgétaire. Sur la base des paramètres actuels, le vieillissement de la population pourrait coûter au budget plus de 15 % du PIB au titre des soins de santé et des retraites, selon les projections de l'OCDE. Il sera important de préserver autant d'espace budgétaire que possible. Il s'agira de maintenir le ratio dette publique/PIB à son niveau faible actuel pendant quelques années, tout en assainissant rapidement le régime national des retraites en relevant les contributions et en réduisant les taux de remplacement.

Appliquée à l'industrie manufacturière, la stratégie de déréglementation et d'intégration à l'économie mondiale a produit le « miracle du Han » au XX^e siècle. En l'appliquant aujourd'hui aux autres secteurs, la Corée devrait pouvoir créer un autre miracle : une économie du savoir fondée sur les technologies avancées pour le XXI^e siècle. ■

Tarhan Feyzioglu

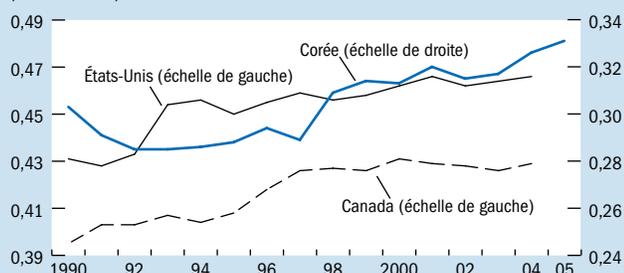
FMI, Département Asie et Pacifique

Graphique 2

Des revenus de plus en plus inégaux

L'usage croissant de contrats à durée déterminée aggrave les disparités de revenus et pèse sur la consommation.

(indice de Gini¹)



¹L'indice de Gini mesure l'inégalité des revenus sur une échelle de 0 à 1 : plus le chiffre est élevé, plus les revenus sont inégaux.

Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis, Statistique Canada et Institut du développement de Corée.

Conférence annuelle Jacques Polak au FMI

Une nouvelle réflexion sur les flux de capitaux

Les flux de capitaux sont aujourd'hui au cœur du système financier mondial et le FMI leur porte un vif intérêt en raison de l'importance qu'il accorde à la surveillance multilatérale dans sa nouvelle stratégie. Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que ce fût le thème de la septième conférence annuelle Jacques Polak, organisée par le Département des études du FMI. Dans son allocution d'ouverture, Raghuram Rajan, Directeur du département, a distingué trois grands sujets : les déséquilibres mondiaux; le rôle des capitaux internationaux dans la promotion de la croissance, de l'esprit d'entreprise et des institutions, et la question de savoir si les capitaux étrangers accroissent le risque et la volatilité.

Les déséquilibres mondiaux étaient le thème de l'allocution d'Olivier Blanchard (Massachusetts Institute of Technology, MIT). Le déficit courant américain fait la une des journaux, alors que la Chine et d'autres pays asiatiques dégagent des excédents élevés. Toutefois, le problème d'un déficit courant élevé n'est pas limité aux États-Unis : il touche aussi des pays avancés de plus petite taille, comme le Portugal. Un nombre croissant de dirigeants économiques internationaux, y compris le FMI, estiment que les déséquilibres sont trop élevés et qu'il est souhaitable que les pouvoirs publics interviennent pour réduire ces déficits.

Cependant, M. Blanchard rechigne à tirer cette conclusion sans procéder à des études supplémentaires. Si les déficits

reflètent des décisions d'épargne et d'investissement d'entreprises et de ménages ayant des anticipations rationnelles, comment les dirigeants peuvent-ils décider si des interventions se justifient? L'appel à une intervention de l'État devrait reposer sur un diagnostic des distorsions qui aboutissent à des déficits courants excessifs.

M. Blanchard a examiné diverses sources de distorsion, par exemple dans le secteur exportateur, le marché du travail national ou le marché du crédit intérieur. Il a expliqué aussi comment ces distorsions peuvent contribuer à des déficits courants excessifs et a noté la nécessité d'une réaction appropriée des pouvoirs publics. Dans certains cas, il pourrait être optimal de réduire le déficit courant par un resserrement budgétaire. Mais la présence de distorsions n'exige pas nécessairement des mesures de réduction du déficit courant. M. Blanchard conclut qu'il faut mener des études supplémentaires pour identifier quelles distorsions, le cas échéant, peuvent conduire à des déséquilibres excessifs et quel genre de riposte elles nécessitent.

Interdépendance

Selon Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, l'interdépendance économique est au cœur de la question des flux de capitaux. En raison de cette interdépendance et des liens commerciaux et financiers entre les grands pays, une résorption

Avantages et inconvénients de la libéralisation des mouvements de capitaux

La libéralisation des mouvements de capitaux et ses répercussions sur la croissance constituent un sujet qui a parfois suscité un vif débat parmi les dirigeants. Beaucoup de pays en développement ont libéralisé les mouvements de capitaux pour financer leur croissance et leur développement sur l'épargne extérieure, mais d'autres soutiennent que, contrairement aux échanges de biens et services, la libre circulation internationale des capitaux peut provoquer des bulles et des crises, et donc menacer les institutions et politiques intérieures qui pérennisent la croissance.

Lors d'un forum économique qui a mis fin à la conférence, Kristin Forbes (MIT), Joachim Levy (Banque interaméricaine de développement), Eswar Prasad (FMI) et Dani Rodrik (université de Harvard) ont débattu des avantages relatifs de la libéralisation des mouvements de capitaux. Selon M. Rodrik, les pays qui n'ont pas libéralisé ne doivent pas se précipiter, étant donné le peu de preuves que la libéralisation encourage la croissance et la crainte qu'elle entraîne une appréciation excessive de la monnaie qui peut fragiliser une croissance tirée par les exportations. Par ailleurs, une fois la libéralisation opérée, il est difficile de revenir en arrière. M. Rodrik engage plutôt les pays à étudier la possibilité de régler les flux de capitaux de manière sélective et appelle le FMI à conseiller aux pays de gérer intelligemment leur compte de capital.

M^{me} Forbes est beaucoup plus confiante. Elle compare la libéralisation des mouvements de capitaux à la conduite d'une voiture : dans les deux cas, il faut s'inquiéter des accidents. Cependant, elle estime que la libéralisation des flux de capitaux est un élément essentiel de la croissance et du développement. Bien que les données macroéconomiques ne soient pas convaincantes, les études microéconomiques récentes semblent démontrer l'effet bénéfique de la libéralisation des mouvements de capitaux sur la croissance.

La libéralisation des mouvements de capitaux présente aussi des avantages indirects, a noté M. Prasad. Elle encourage le développement du marché financier, l'amélioration des institutions et de la gouvernance, et la discipline macroéconomique. Ces avantages semblent plus importants qu'une augmentation du stock de capital et devraient faire l'objet d'une plus grande attention dans les travaux futurs. M. Levy note qu'une fois que les pays décident de libéraliser, il est important de réduire au minimum les coûts potentiels et de se protéger contre les crises. La communauté internationale doit contribuer à assurer les pays contre les risques résultant de la libéralisation. ■

Sabina Bhatia
FMI, Département des relations extérieures

ordonnée des déséquilibres mondiaux exige des actions simultanées sur plusieurs fronts et dans plusieurs pays.

Il existe des preuves de cette interdépendance sur les marchés à long terme. Francis E. Warnock et Veronica Cade Warnock (tous deux de l'université de Virginie) notent que de nombreux observateurs avaient prévu que le relèvement des taux à court terme engagé par la Réserve fédérale américaine en 2004 aurait des répercussions sur le marché à long terme. Cet effet a été atténué en grande partie par des entrées massives de capitaux étrangers.

Pour la période de 12 mois qui a pris fin en mai 2005, le rendement des bons du Trésor à 10 ans aurait été 90 points de base plus élevé sans les flux de capitaux étrangers. Environ deux tiers des achats étrangers de titres du Trésor sont effectués par des investisseurs d'Asie de l'Est.

Selon Gian Maria Milesi-Ferretti (FMI et Center for Economic Policy Research, CEPR), même si les pays européens ne contribuent peut-être pas substantiellement aux déséquilibres mondiaux, une réduction du déficit américain et des excédents asiatiques auraient de plus grosses répercussions en Europe qu'il y a 20 ans. Dans un document co-rédigé avec Philip R. Lane (Trinity College, Dublin, et CEPR), M. Milesi-Ferretti avertit que l'exposition de l'Europe aux chocs extérieurs ne doit pas être exagérée, parce que l'intégration mondiale au niveau du commerce et de la finance reste limitée.

Enrique Mendoza (université du Maryland et FMI) est d'avis que ces déséquilibres n'annoncent pas nécessairement un effondrement financier mondial. Ils reflètent les différents niveaux de développement des marchés financiers. Les pays ayant un marché financier plus profond, comme les États-Unis, ont une épargne plus faible et accumulent des engagements extérieurs nets, mais ils investissent aussi dans des actifs à rendement élevé. Dans un document rédigé avec Vincenzo Quadrini (université de Californie du Sud) et José Victor Rios-Rull (université de Pennsylvanie), M. Mendoza note que les pays ayant des marchés financiers plus profonds peuvent recevoir des paiements de facteurs positifs même si leur position extérieure nette est négative. C'est ce qui s'est passé avec le déséquilibre courant américain depuis les années 80.

Pourquoi des discriminations

Pourquoi n'y a-t-il pas plus de capitaux qui passent des pays riches aux pays pauvres, si, comme les ouvrages spécialisés l'indiquent, les possibilités d'investissement et le rendement du capital sont plus élevés dans les pays en développement?

Les pays riches attirent-ils des capitaux qui devraient aller dans les pays en développement? En général, ce n'est pas le cas,

selon Francesco Caselli (London School of Economics). Dans une étude qu'il a menée avec James Freyer (Dartmouth College), il note que si un modèle simple indique que le produit marginal du capital est beaucoup plus élevé dans les pays en développement, il n'y a guère de différence — avec un léger avantage pour les pays plus riches — si l'on tient compte de la rente foncière (un secteur beaucoup plus important dans les pays en développement) et du prix du matériel. Donc, paradoxalement, une augmentation de l'aide aux pays en développement

n'accroîtra guère leur stock de capital et leur revenu, parce qu'une bonne partie des flux officiels quitteront le pays par des canaux privés pour être utilisés de manière plus productive.

Selon Shang-Jin Wei (FMI), les marchés du crédit influent sur les flux des capitaux. Dans les pays où les marchés du crédit sont sous-développés, ce qui est le cas dans la plupart des pays pauvres, les épargnants investissent à l'étranger pour obtenir les rendements plus élevés que des marchés plus profonds peuvent offrir. Dans un document rédigé avec Jiandong Ju (université d'Oklahoma), M. Wei note que dans les pays où les investisseurs sont assez bien protégés, ces sorties de

capitaux seront compensées en partie ou en totalité par de l'investissement direct étranger (IDE). Les multinationales financeront cet IDE par des capitaux qu'ils se procurent à l'étranger. M. Wei cite la Chine et l'Inde comme exemples de pays où l'épargne intérieure part à l'étranger, alors que des entreprises étrangères y investissent. Cependant, les pays où le marché du crédit est inefficace et où les investisseurs sont mal protégés verront leurs capitaux s'enfuir sans recevoir d'IDE en contrepartie.

Pour des taux de change flexibles

En ce qui concerne les risques et la volatilité, Herman Kamil (FMI) note que lorsqu'un pays passe d'un taux de change fixe à un taux flottant, les entreprises réagissent en couvrant leurs risques de change. Pour nombre d'observateurs, une accumulation de dettes non couvertes en monnaies étrangères est une cause des crises monétaires, parce que le sentiment d'une stabilité garantie des taux de change encourage les entreprises dans ces pays à trop emprunter ou à sous-estimer les risques de change futurs. Il ressort de son analyse, qui repose sur des données de sept grands pays latino-américains entre 1992 et 2005, que lorsque des taux de change flexibles remplacent des taux fixes, les entreprises font mieux correspondre la composition par monnaies de leurs engagements et de leurs revenus, ce qui réduit leur exposition aux fluctuations des taux de change. ■



M. Blanchard : «Il reste encore à déterminer si une intervention du secteur public se justifie pour réduire les déficits courants.»

Eugene Salazar/FMI

Le fédéralisme budgétaire

Jusqu'au début des années 90, le fédéralisme budgétaire — les relations budgétaires entre les différents niveaux des administrations publiques — était un domaine largement inexploré de la politique budgétaire, mais, ces 10 dernières années, la décentralisation et les réformes institutionnelles dans l'UE, certains pays d'Europe de l'Est (y compris l'ex-Yougoslavie) et des pays latino-américains et africains en ont fait une question de plus en plus d'actualité. Le *Handbook of Fiscal Federalism*, publié sous la direction de Ehtisham Ahmad (FMI) et de Giorgio Brosio (université de Turin), était le sujet d'un forum du FMI le 15 novembre.

L'animatrice, Teresa Ter-Minassian (Département des finances publiques du FMI), et les participants, MM. Ahmad, Vito Tanzi (Ministre des finances de l'Italie et ancien Directeur du Département des finances publiques) et Danny Leipziger (Banque mondiale) ont souligné qu'il importe de concevoir des solutions appropriées et efficaces pour les nombreux problèmes qui résultent de la délégation de responsabilités et du partage des ressources entre les administrations fédérales, provinciales et locales.

Une analyse plus approfondie

Saluant le manuel comme une nouvelle contribution majeure, M^{me} Ter-Minassian a noté que son livre de 1997, *Fiscal Federalism in Theory and Practice*, avait innové en analysant les implications macroéconomiques du fédéralisme budgétaire. Ce nouveau manuel analyse plus en profondeur les relations budgétaires entre les administrations publiques, notamment l'évolution récente de la théorie, et traite de questions telles que la distribution des ressources naturelles, les préoccupations environnementales, la gouvernance, la corruption et l'importance des institutions.

Selon M. Ahmad, il faut modéliser de manière plus efficace et plus réaliste les éléments d'économie politique du fédéralisme budgétaire, en particulier les questions juridiques, politiques et administratives, les flux d'information, et les incitations et sanctions. Les méthodes traditionnelles ne peuvent expliquer les dispositifs institutionnels d'aujourd'hui — fédé-

ralisme (Brésil, Inde), États unitaires avec une autonomie considérable (Chine, Indonésie) ou système supranational de l'UE. Les pays sortant d'un conflit (Balkans, Soudan) et les anciennes économies planifiées font face à des problèmes distincts. À l'avenir, les problèmes seront la gestion du partage des ressources naturelles, les préoccupations environnementales, la corruption et la réduction de la pauvreté.



M. Ahmad : «La politique ne peut être séparée du fédéralisme budgétaire.»

responsabilisation et la corruption rendent la tâche de la Banque plus difficile. M. Leipziger apprécie aussi comment le manuel explique pourquoi les méthodes et hypothèses traditionnelles ne sont peut-être pas valides, en particulier le fait que l'information circule en général facilement entre les différents niveaux d'administration. Il partage les craintes exprimées dans le manuel à propos d'un manque de données exactes et de l'incapacité de suivre les flux financiers, qu'il considère comme des obstacles majeurs aux relations budgétaires.

Pour M. Tanzi, le manuel constitue un compte rendu objectif des travaux réalisés jusqu'ici sur le fédéralisme budgétaire. Il regrette qu'une bonne partie des ouvrages sur le fédéralisme et la décentralisation ont un accent américain. Nombreux sont ceux qui étudient le fédéralisme budgétaire, et l'économie en général, aux États-Unis et ils sont naturellement influencés par les institutions américaines, mais nombre de pays ont un héritage différent et font face à des problèmes différents qui exigeront des solutions différentes. Pour M. Tanzi, ce manuel, dont bien des auteurs sont d'origine européenne ou asiatique, constitue une référence essentielle. ■

À problèmes différents, solutions différentes

Décrivant le manuel comme un guide précieux et utile, M. Leipziger a salué l'accent mis sur des questions importantes pour la Banque, comme la passation des contrats et la décentralisation. Le manque de res-

Des exemplaires du manuel, *Handbook of Fiscal Federalism*, sont disponibles au prix de 245 dollars auprès du Service des publications du FMI. Voir ci-contre pour commander.



Laura Wallace
Rédactrice en chef

Sheila Meehan
Rédactrice principale

Elisa Diehl
Directeur de production

Camilla Andersen

Jeremy Clift

James Rowe

Ina Kota

Rédacteurs

Lijun Li

Assistants de rédaction

Kelley McCollum
Assistante de production

Julio Prego
Graphiste

Édition française

Division française

Services linguistiques

Marc Servais

Albert Mauger

Traduction

V. Andrianifahanana
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est aussi publié en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*).

Aux 22 numéros qui paraissent chaque année s'ajoute un supplément annuel (*L'ABC du FMI*). Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, pas plus que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (6^e édition).

Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room 7-106, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.).

Téléphone : (202) 623-8585; e-mail : imfsurvey@imf.org. Abonnement annuel : 120 dollars

EU pour les entreprises et les particuliers. Demandes d'abonnement au *Bulletin du FMI* ou aux autres publications du FMI : Publication Services, Box X2006, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430; fax : (202) 623-7201; e-mail : publications@imf.org.

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