

Marchés mondiaux : une longue période d'ajustement en perspective

Les marchés mondiaux vont probablement traverser une longue période d'ajustement à la suite des remous financiers causés récemment par l'effondrement du marché hypothécaire à risque (*subprime*) des États-Unis : c'est une des conclusions du dernier *Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR)* du FMI.

Selon cette étude, publiée le 24 septembre, les récentes turbulences sont le premier véritable test pour les marchés et instruments financiers novateurs utilisés pour redistribuer les risques de crédit au sein du système financier mondial. Ayant pris conscience de l'ampleur du relâchement de la discipline de crédit depuis quelques années, les marchés ont réévalué le risque de crédit et se sont détournés des actifs à risque. Conjugué à la complexité et à l'illiquidité accrues des actifs, ce réajustement a entraîné des perturbations sur les principaux marchés financiers et aggravé les troubles en août.

Les banques centrales de plusieurs pays sont intervenues pour stabiliser les marchés et atténuer les effets des turbulences sur l'économie au sens large. Selon le *GFSR*, toutefois, l'avenir s'annonce

(suite page 184)



Les pertes du marché hypothécaire à risque des États-Unis ont ébranlé les marchés mondiaux et entraîné une réévaluation du risque de crédit.

Armes Nathan/Sipa

Désignation du Directeur général

M. Strauss-Kahn a été nommé à la tête du FMI

Dominique Strauss-Kahn, ancien Ministre français de l'économie et des finances, a été nommé Directeur général du FMI le 28 septembre. Le Conseil d'administration du FMI a annoncé que M. Strauss-Kahn, âgé de 58 ans, a été désigné, par consensus, pour succéder à Rodrigo de

Rato pour un mandat de cinq ans qui commencera le 1^{er} novembre prochain.

Le Conseil du FMI a examiné deux candidatures au poste de Directeur général après l'annonce par M. de Rato, le 28 juin dernier, de son intention de quitter l'institution en octobre. La candidature de M. Strauss-Kahn a été présentée par Klaus Stein, Administrateur du FMI pour l'Allemagne, au nom de l'Union européenne (UE). Celle de Josef Tošovský, de nationalité tchèque, ancien Premier Ministre et Gouverneur de la Banque centrale de la République tchèque, a été présentée par Alexei Mojine, Administrateur du FMI pour la Russie.

Le Directeur général est le chef des services du FMI et préside son Conseil d'administration. Il est assisté par trois Directeurs généraux adjoints.

Lors d'une conférence de presse organisée le 1^{er} octobre à Paris et retransmise en direct

(suite page 178)

Réforme des quotes-parts

M. de Rato espère des progrès

Rodrigo de Rato espère faire progresser la réforme de la représentation des États membres au sein du FMI durant ses dernières semaines au poste de Directeur général de l'institution. «Je considère que la réforme des quotes-parts et de la représentation est essentielle au maintien de l'efficacité du FMI», a-t-il déclaré le 25 septembre au terme d'un voyage en Russie.

Sommaire

- 179 Réchauffement climatique
- 180 Intégration financière européenne
- 182 Finance islamique
- 185 Vulnérabilité des marchés émergents
- 186 La crise du *subprime*
- 188 Intégration au Maghreb
- 190 Fluctuations des recettes pétrolières
- 192 L'actualité en bref



Photo FMI

Le Français Dominique Strauss-Kahn sera le dixième Directeur général du FMI.



Laura Wallace
Rédactrice en chef

Jeremy Clift
Rédacteur principal

Elisa Diehl
Directrice de production

Camilla Andersen
James Rowe
Simon Willson
Rédacteurs

Lijun Li
Randa Elnagar
Assistantes de rédaction

Kelley McCollum
Assistante de production

Luisa Menjivar
Directrice artistique

Julio Prego
Compositeur

Michael Spilotro
Photographe

Édition française

Division française
Services linguistiques

Jean-Marie Macabrey
Traduction

V. Andrianifahanana
Correction et PAO

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

Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, pas plus que les cartes publiées : les noms et les frontières figurant sur ces cartes ne peuvent être considérés comme représentant l'opinion du FMI ni sur le statut juridique des territoires concernés, ni sur la validité des frontières. Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, peuvent être reproduits à condition que la source soit citée.

Le courrier à la rédaction doit être adressé à
Current Communications Division
Room 7-106, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-8585

Courriel : Imfsurvey@imf.org

Abonnement annuel : 15 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Demandes d'abonnement au *Bulletin du FMI* ou aux autres publications du FMI

IMF Publication Services, Box X2007
IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.)

Téléphone : (202) 623-7430

Télécopie : (202) 623-7201

Courriel : publications@imf.org

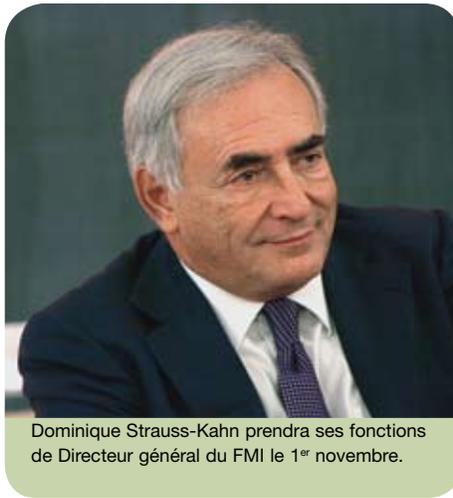
Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique, et par avion pour les autres pays.

À nos abonnés

En raison de la hausse des coûts d'expédition, nous aimerions nous assurer que tous les abonnements au *Bulletin du FMI* sont à jour.

Si vous souhaitez continuer de recevoir l'édition imprimée du *Bulletin*, rendez-vous sur le site www.imfbookstore.org/imfsurvey et inscrivez-vous par le biais de notre site sécurisé. Vous pouvez aussi écrire au service des publications du FMI à l'adresse figurant dans l'encadré ci-dessus. Faute de quoi, votre nom risque d'être rayé de notre liste de distribution à la fin de 2007.

Vous trouverez un surcroît d'articles et d'informations dans notre édition Internet (mise à jour plusieurs fois par semaine) à l'adresse suivante : www.imf.org/imfsurvey.



Dominique Strauss-Kahn prendra ses fonctions de Directeur général du FMI le 1^{er} novembre.

Mehdi Taamallah/Abaca Press

du FMI à Washington en septembre. Dans sa déclaration du 20 septembre au Conseil, M. Strauss-Kahn a déclaré que le FMI se trouvait à la croisée des chemins et que son existence même, en tant que principale institution garante de la stabilité financière dans le monde, pourrait bien être en jeu aujourd'hui. Rétablir la pertinence et la légitimité du FMI, a-t-il ajouté, sera une tâche difficile.

Tour du monde

Après sa désignation comme candidat de l'UE à la direction du FMI en juillet dernier, M. Strauss-Kahn a entrepris un tour du monde afin de rencontrer autant de membres du FMI que possible, ainsi qu'il l'a rappelé devant le Conseil. «J'ai essayé de me concentrer sur les pays émergents, les pays en développement et les pays les moins avancés pour connaître leurs points de vue, mais aussi leurs doléances et leurs souhaits quant à l'avenir du FMI», a-t-il précisé. Durant son périple, M. Strauss-Kahn s'est rendu en Afrique, en Asie, en Amérique latine et au Moyen-Orient.

Dans un article publié par le *Wall Street Journal* le 6 septembre, M. Strauss Kahn a déclaré : «En tant que candidat des réformes, je chercherai à placer le FMI sur une voie lui permettant de relever et de surmonter ses principaux défis : adapter l'institution à un monde en pleine évolution et refléter les points de vue et les besoins de tous ses membres». Il s'est dit persuadé que, s'il était nommé, il saurait «trouver les appuis nécessaires à la mise en œuvre d'un ambitieux programme de réformes assurant au FMI de maintenir durablement sa pertinence dans une économie mondiale en rapide évolution». ■

sur le site Internet du FMI, M. Strauss-Kahn a souligné que l'institution se trouvait à un tournant décisif et devait s'adapter aux problèmes actuels (à commencer par la mondialisation), à de nouveaux types de crises économiques et au rééquilibrage des forces dans l'économie mondiale. «Je me définissais comme le candidat des réformes. Maintenant, je suis le futur Directeur général des réformes. Après le 1^{er} novembre, mon objectif sera d'être réellement le Directeur général des réformes», a-t-il déclaré.

Un processus transparent

M. de Rato s'est félicité de la nomination de M. Strauss-Kahn et a rappelé qu'il le connaissait de longue date et avait eu souvent l'occasion de travailler avec lui. «Je sais qu'il possède l'expérience, la vision et le dévouement au service public nécessaires pour réussir à la tête du FMI à un moment important pour l'institution», a-t-il déclaré. M. de Rato, en outre, a exprimé sa reconnaissance au Conseil d'administration pour avoir su conduire le processus de sélection «dans un souci de transparence et d'ouverture».

Le Président de la Banque mondiale, Robert B. Zoellick, a félicité M. Strauss-Kahn pour sa nomination et s'est réjoui à la perspective de pouvoir renforcer la coopération entre le FMI et la Banque mondiale. «De notre partenariat dépend de façon cruciale notre capacité à offrir aux pays en développement un soutien, des conseils et des services financiers de la plus haute qualité. De notre coopération dépend aussi notre aptitude à rendre la mondialisation plus durable et ouverte au plus grand nombre, de sorte que davantage d'êtres humains bénéficient de l'accélération de la croissance économique», a ajouté M. Zoellick.

MM. Tošovský et Strauss-Kahn ont eu des entretiens avec le Conseil d'administration

Biographie

Dominique Strauss-Kahn est membre de l'Assemblée nationale française et professeur d'économie à l'Institut d'études politiques de Paris. Il a été Ministre de l'économie, des finances et de l'industrie de juin 1997 à novembre 1999. Il a aussi occupé les fonctions de Ministre de l'industrie et du commerce international de 1991 à 1993. Entre 1993 et 1997, M. Strauss-Kahn a été avocat d'affaires dans un cabinet privé.

Depuis 2000, Dominique Strauss-Kahn enseigne l'économie à l'Institut d'études politiques de Paris et il est professeur invité à l'Université Stanford. M. Strauss-Kahn est titulaire d'un doctorat d'économie de l'université de Paris. Il est marié et a quatre enfants.

Des signes encourageants pour la planète

Selon Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, «des signes encourageants laissent à penser que le problème posé à la planète par les changements climatiques n'est pas insurmontable». Dans l'allocution qu'il a prononcée à la conférence organisée le 24 septembre à Madrid par le Club de Rome, M. de Rato a affirmé que les changements climatiques posent «le problème écologique le plus pressant de notre époque».

Durant son intervention, le Directeur général du FMI a ajouté que, si l'allongement de la durée de vie et la baisse du taux de natalité constituent généralement des phénomènes positifs dans de nombreux pays, les changements démographiques ont aussi des effets économiques négatifs, que les pays devront affronter.

Sur la menace du réchauffement planétaire, il a noté que «nombreux sont ceux qui pensent que nous nous rapprochons du point où le changement ne sera plus seulement nuisible mais catastrophique», avant d'ajouter toutefois qu'il discernait des progrès dans la manière dont la planète fait face aux changements climatiques dangereux.

Consensus

De l'avis de M. de Rato, les premiers à supporter les conséquences sociales des émissions de gaz à effet de serre sont non pas les coupables, dont un grand nombre figure «souvent parmi les particuliers, sociétés et pays les plus puissants», mais ceux qui sont souvent les plus désarmés, y compris les générations futures, qui n'ont pas droit à la parole.

Selon le Directeur général du FMI, toutefois, un consensus se dégage sur la nécessité de lutter contre le réchauffement climatique. «Partout dans le monde, des particuliers et des entreprises réduisent volontairement leurs propres émissions et font pression sur leurs gouvernements pour qu'ils trouvent une solution politique à ce problème», observe-t-il.

Les autorités doivent chercher la solution du problème «là où il trouve ses origines, c'est-à-dire dans le domaine économique», et parvenir à «une évaluation raisonnée des coûts et avantages économiques des changements climatiques et des politiques qui peuvent être adoptées pour les combattre. Il s'agit notamment de politiques visant à

atténuer les changements climatiques (pour prévenir ce qui peut l'être) et de mesures permettant aux pays de s'adapter à ces changements (quand ils ne peuvent les empêcher)».

Estimations des coûts

M. de Rato estime que le FMI a un rôle à jouer dans l'analyse de l'impact des changements climatiques. Son prochain rapport semestriel sur les *Perspectives de l'économie mondiale*, qui sera publié ce mois-ci, contiendra une estimation du coût de ces changements et une analyse des aspects économiques du choix des méthodes visant à les atténuer — notamment les options consistant



Lac en voie d'assèchement dans la région de Yingtan (Chine). Selon M. de Rato, les populations les plus touchées par les changements climatiques sont souvent les plus désarmées.

à imposer des taxes sur les émissions de gaz à effet de serre ou à leur fixer des limites, accompagnées d'un système d'échange de permis d'émission au niveau international.

Le jour même où s'exprimait M. de Rato, M. Ban Ki-moon, Secrétaire général des Nations Unies, rencontrait les hauts représentants de 150 pays au siège de l'organisation à New York. M. Ban essaie de mobiliser des engagements politiques en prélude à la Conférence des Nations Unies sur les changements climatiques qui se tiendra à Bali en décembre, date à laquelle commenceront les négociations sur l'accord international destiné à succéder à celui de Kyoto, vieux de dix ans.

Tensions démographiques

Devant le Club de Rome, M. de Rato a en outre évoqué l'impact du vieillissement des populations, qui est de nature à réduire la production en raison de la diminution de la taille relative de la population active et à exercer des tensions sur les systèmes de santé et de retraite. Il a fait observer qu'au moment de la création de ce forum de réflexion international, il y a près de 40 ans, l'attention était centrée sur les risques de surpopulation, qui subsistent d'ailleurs dans certaines régions du globe.

Ce sont toutefois de plus en plus les effets économiques du vieillissement de la population tant dans les pays développés que dans les principales économies émergentes qui sont au centre des préoccupations. Pour «anticiper et gérer les effets économiques des changements démographiques», les pays confrontés au vieillissement de leur population devront prendre un certain nombre de mesures :

Procéder à des réformes structurelles pour accroître la productivité «de manière à ce qu'une population active relativement moins nombreuse puisse produire davantage». Ces réformes, telles que la réduction des obstacles tarifaires et juridiques, l'ouverture des marchés à la concurrence et la création d'un environnement plus favorable aux entreprises, «peuvent toutes contribuer à cette augmentation de la productivité». Dans la zone euro, pour chaque personne de plus de 65 ans, il y en a aujourd'hui quatre dont l'âge est compris entre 15 et 65 ans, un ratio qui se rapprochera de 1 pour 2 au milieu du siècle.

- Réduire les pénuries sur le marché du travail en encourageant l'immigration et en mettant en place des politiques d'intégration des immigrants à leurs sociétés.

- Réformer les systèmes de santé pour en accroître l'efficacité, réduire les défaillances du marché, mettre l'accent sur la médecine préventive et améliorer le comportement des particuliers en matière de santé.

- Relever l'âge de la retraite pour réduire les tensions sur les systèmes de pensions — ce qui se fait déjà — tout en réformant le marché du travail pour améliorer les débouchés offerts aussi bien aux jeunes qu'aux travailleurs plus âgés. ■

Europe : la croissance par l'intégration?

Les récentes turbulences des marchés financiers mondiaux, provoquées par les craintes entourant le crédit immobilier à risque (*subprime*) aux États-Unis, semblent avoir très durement touché l'Europe. De plus, les banques européennes sont moins rentables que leurs homologues américaines et disposent de moyens moins perfectionnés pour répercuter le risque sur les autres acteurs financiers.

Une intégration financière plus poussée aiderait-elle l'Europe à résoudre ces problèmes? Que peuvent faire les décideurs pour réduire le risque de crises financières? Et qui devrait être chargé de la surveillance des institutions financières sur un marché européen unifié?

Ce sont là certaines des questions traitées dans un nouveau livre publié par le FMI et intitulé *Integrating Europe's Financial Markets*. Dans une récente interview, Michael Deppler, Directeur du Département Europe du FMI, et Wim Fonteyne, Économiste principal dans le même département et coauteur du livre, ont parlé des conclusions de cet ouvrage avec le *Bulletin du FMI*.

Bulletin du FMI. Selon le livre, il convient de repenser le cadre européen pour assurer la stabilité financière. Les décideurs peuvent-ils tirer des leçons de la récente volatilité des marchés financiers?

M. Deppler. Il est encore un peu trop tôt pour tirer des enseignements des derniers développements. Néanmoins, dans la mesure où les problèmes tiennent à un décalage entre l'interprétation des faits par les autorités de surveillance et la réalité des marchés, le livre s'applique effectivement aux récents remous. Essentiellement, les dispositifs de surveillance de l'Europe risquent d'être inadaptés à l'explosion des flux financiers entre pays européens.

L'intégration financière place l'Europe devant un dilemme. D'un côté, la tentation est forte de réaliser cette intégration et de promulguer les nouvelles lois y afférentes. De



Johannes Eisele/AFP

L'intégration financière européenne permet de mettre l'épargne de retraités allemands à la disposition d'entrepreneurs bulgares, ce qui profite aux deux parties, selon Wim Fonteyne (FMI).

l'autre, la surveillance des marchés financiers reste fondamentalement une affaire nationale et ne relève pas d'un cadre intégré.

À notre avis, il en a résulté une surveillance insuffisante des nouveaux risques issus de l'explosion des transactions transfrontalières. L'Europe doit mettre en place des dispositifs plus solides pour surveiller ces risques, ce qui soulève toutes sortes de questions.

En fin de compte, toutefois, il faut rendre les autorités de surveillance responsables de ce qui arrive non seulement dans chaque pays, mais aussi dans l'Europe tout entière. Tel est le principal message du livre.

Bulletin du FMI. Le livre soutient que l'intégration financière stimulerait la croissance en Europe. Pourquoi une intégration plus poussée ferait-elle la différence?

M. Fonteyne. Le secteur financier joue un rôle clé dans l'économie ainsi que dans

nos vies. Il rend possible la croissance économique en assurant le financement des bonnes idées et des projets d'investissement. Il offre en outre aux gens les moyens de gérer l'écart entre leurs revenus et leurs besoins : le crédit nous permet de financer l'achat d'une maison sans attendre, tandis que les instruments d'épargne et d'investissement nous assurent la sécurité financière à notre retraite.

En rendant tout cela possible, le secteur financier accroît le revenu des particuliers sur la durée de leur vie et leur permet de dépenser leur argent d'une manière plus avantageuse.

L'intégration financière reproduit ces avantages à l'échelle européenne, lesquels sont ainsi plus importants et bénéficient à un plus grand nombre. Par exemple, elle permet de mettre l'épargne-retraite d'un couple de personnes âgées allemandes à la disposition d'un jeune entrepreneur bulgare, ce qui profite aux deux parties.

L'intégration financière stimule en outre le développement financier. Pour l'heure, les pays de l'Union européenne (UE) sont encore loin d'être au même stade de développement financier, mais l'intégration aide les retardataires à rattraper les autres.

Cela est particulièrement important pour les États d'Europe centrale et orientale qui viennent d'entrer dans l'UE. Mais les retardataires ne sont pas les seuls à en tirer profit : l'intégration financière peut accélérer le rythme du développement financier partout, y compris dans les pays plus développés, ce qui stimule l'économie du continent tout entier.

Bulletin du FMI. Nombre de banques ayant leur siège en Europe occidentale ont déjà créé des succursales en Europe centrale et orientale, contribuant ainsi à l'essor du crédit dans ces pays. Quel en a été l'effet sur la stabilité financière?

M. Deppler. Tout d'abord, je voudrais revenir à ce que Wim a dit des avantages de l'intégration financière. Sans aucun doute, les entrées massives de capitaux acheminées par le système bancaire ont stimulé la croissance économique et amélioré les perspectives de l'Europe centrale et orientale. Pour autant, ces entrées n'ont pas été sans risques pour la stabilité financière — risques qui doivent maintenant être gérés par les autorités.

Pour la plupart des autorités des pays hôtes d'Europe centrale et orientale, les entrées posent des risques macroéconomiques et prudentiels. Le risque macroéconomique immédiat est un essor insoutenable du crédit.

En outre, la rapide expansion du crédit crée aussi des risques prudentiels, en partie parce que le filtrage des demandes de crédit pourrait souffrir de l'augmentation de leur nombre, et en partie parce qu'il en résulte généralement une aggravation du déséquilibre du bilan pour les emprunteurs

Cette interview est une version modifiée de l'audiofichier «Integrating Europe's financial markets» et ne constitue donc pas une transcription de l'interview podcastée. Pour des citations exactes, veuillez écouter l'audiofichier (<http://www.imf.org/imfsurvey>).



MM. Deppler (à gauche) et Fonteyne : Le dispositif de surveillance européen «prête à un mauvais traitement des chocs et complique la prévention et la gestion des crises.»

et, en effet secondaire, une augmentation du risque de crédit pour les banques.

Toutefois, les autorités de surveillance n'ont pas égal accès aux données pertinentes; les autorités des pays d'origine d'Europe occidentale sont chargées de surveiller les banques consolidées, mais ne disposent que de renseignements partiels sur les opérations de leurs filiales à l'étranger.

De même, les autorités de surveillance des pays hôtes ont, au mieux, une idée incomplète de la position de la banque mère. En un mot, les autorités de surveillance européennes sont devenues interdépendantes.

Et pourtant, la prise de décision reste décentralisée, ce qui signifie que des informations précieuses risquent de ne pas être immédiatement accessibles à ceux qui en ont le plus besoin. Un tel dispositif prête à un mauvais traitement des chocs et complique la prévention et la gestion des crises.

Pour en revenir au thème principal du livre, l'intégration pose de nouveaux risques et accroît les défis auxquels sont confrontées les autorités de surveillance. L'orientation nationale fragmentée des dispositifs de surveillance ne cadre pas bien avec le caractère international des opérations des nouvelles institutions financières.

En d'autres termes, il existe un décalage entre le degré d'intégration financière effectif et la manière dont la responsabilité financière est actuellement structurée. Le partage d'informations entre les autorités de surveillance doit être renforcé et celles-

ci doivent bien connaître les liens entre les membres de divers groupes bancaires des différents pays.

Bulletin du FMI. Une intégration plus poussée paraît donc justifiée. Cependant, il semble impossible d'harmoniser les systèmes juridiques de 27 pays. Est-il vraiment réaliste de viser une totale intégration des marchés financiers?

M. Fonteyne. Depuis que l'UE existe, certains se demandent s'il est réaliste de rechercher l'intégration, économique ou autre. Mais les cinquante dernières années ont donné tort à nombre de ces réalistes déclarés. Une chose est plus ou moins réaliste selon l'horizon temporel considéré et, parmi d'autres facteurs, le degré de volonté politique.

Il est clair que l'intégration complète des marchés financiers n'est pas pour demain, mais, même si celle-ci ne se fait pas dans un avenir prévisible, la marche vers cet objectif est bénéfique en soi.

M. Deppler. L'Europe doit concilier son penchant — louable et générateur de croissance — pour l'intégration des marchés financiers avec celui qui la pousse à retenir une approche nationale pour la surveillance des risques liés à une telle intégration. À notre avis, cela exige des dispositifs de surveillance plus intégrés — mais pas centralisés. Je ne doute guère que l'Europe finisse par y arriver. Il reste à voir comment et à quel rythme elle y parviendra et quels risques elle rencontrera. ■

Pour commander le livre

Integrating Europe's Financial Markets

Publié sous la direction de Jörg Decressin, Hamid Faruqee et Wim Fonteyne

Prix : 24,50 dollars

S'adresser à :

International Monetary Fund Publication Services

700 19th Street, N.W.

Room 12-607

Washington, DC 20431

U.S.A.

Courriel : publications@imf.org

[imf.org](http://www.imf.org)

Librairie : www.imfbookstore.org/imfsurvey

Internet : <http://www.imf.org>

Téléphone : (202) 623-7430

Commandes sur catalogue — Télécopie :

(202) 623-7201



La demande de titres conformes à la *charia* augmente rapidement

Le marché des instruments financiers islamiques est florissant. Les institutions financières islamiques, gorgées de liquidités grâce au boom pétrolier actuel, s'intéressent de plus en plus aux investissements conformes à la loi islamique (*charia*) pour placer leurs capitaux excédentaires.

De même, les fonds spéculatifs et les investisseurs institutionnels classiques, dans leur recherche du rendement et de la diversification, sont de plus en plus attirés par les titres islamiques. Cela a déclenché une envolée des transactions sur ces titres, les émissions de *sukuk* (instruments non porteurs d'intérêt fondés sur les principes islamiques) ayant quadruplé, passant de 7,2 milliards de dollars en 2004 à plus de 27 milliards en 2006 (voir graphique 1).

Le respect des principes

La plus populaire des diverses formes de titrisation de la finance islamique est communément appelée *sukuk*. Les instruments de ce type fonctionnent comme les titres classiques adossés à des actifs, mais ils sont structurés en fonction des principes de la finance islamique qui, entre autres, interdisent l'encaissement et le paiement d'intérêts et stipulent que le revenu doit venir des bé-



Kaïrm Sahib/AFP

Mosquée à Abou Dhabi. Les pays du Conseil de coopération du Golfe constituent un des principaux marchés de titres islamiques.

néfices d'une activité partagée et non d'un rendement garanti.

Les principes islamiques obligent donc les investisseurs en *sukuk* à être propriétaires de l'actif sous-jacent par l'intermédiaire d'un instrument *ad hoc*, qui finance les versements aux bailleurs de fonds par un investissement direct dans une activité réelle et sanctionnée par la religion.

Si l'Organisation de comptabilité et d'audit pour les institutions financières islamiques reconnaît 14 types de *sukuk*, leur structure repose sur l'une des trois formes essentielles de la finance islamique légitime : *murabahah* (contrat synthétique de prêt/achat), *musharaka/mudharabah* (dispositifs de partage des bénéfices) et *ijara* (cession-bail) ou sur une combinaison de celles-ci.

Le graphique 2 présente un exemple simple de cette titrisation, dans ce cas l'*ijara*, qui est généralement liée à des projets de crédit-bail (habituellement pour l'équipement ou l'immobilier) : le bien est vendu par l'émetteur par l'intermédiaire d'un instrument *ad hoc* et loué pour la durée du projet. Quand l'instrument arrive à échéance le débiteur rachète l'actif. L'acceptation de ces structures isla-

miques a énormément contribué au développement des marchés locaux de capitaux.

Les grands intervenants

L'émission de *sukuk* est concentrée dans certaines parties de l'Asie et dans les pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG) — Arabie Saoudite, Bahreïn, Émirats arabes unis, Koweït, Oman et Qatar. Dans ces régions, le développement du marché *sukuk* a été facilité par des émissions souveraines de référence qui ont bondi (augmentation de 40 % pour les six premiers mois de 2007 par rapport à l'ensemble de 2006). En valeur, près de la moitié de ces émissions viennent d'Asie (principalement de Malaisie et aussi de Brunéi) et l'autre moitié du CCG.

Les émissions d'entreprises, publiques et privées, ont aussi connu une rapide expansion, ayant doublé entre 2004 et 2005 (de 5,7 milliards de dollars à 11,3 milliards) et entre 2005 et 2006 (à 24,8 milliards). Si l'Asie (principalement la Malaisie) représentait en 2004 la majorité de toutes les émissions d'entreprises conformes à la *charia* (près de 90 %), les émissions dans les pays du CCG ont progressé rapidement

Graphique 1

Le succès *sukuk*

Les émissions de titres islamiques ont dépassé 27 milliards de dollars en 2006 contre 7,2 en 2004. (milliards de dollars)



Source : Islamic Finance Information Service.
¹ Comprennent les entreprises publiques et privées.

et constituent maintenant près de 50 % des titres sur le marché.

Baucoup d'émissions d'entreprises, surtout celles de volume important, sont quasi souveraines et, de ce fait, considérées comme bénéficiant d'une garantie souveraine implicite. Donc, même si ces émissions sont liées à un actif sous-jacent, les investisseurs sont peut-être surtout attirés par le caractère souverain du risque. Cela permet aussi d'expliquer la réussite des placements de grande envergure de ces dernières années, notamment deux émissions basées à Dubaï de 3,5 milliards de dollars en 2006.

Actuellement, les cinq premiers initiateurs, y compris le gouvernement de Malaisie, Nucleus Avenue de Malaisie et Nakheel Development des Émirats, représentent plus de 40 % des émissions mondiales de *sukuk*.

Un mécanisme apprécié

Certes la demande actuelle, due à l'augmentation des recettes pétrolières des pays du CCG, comporte un élément cyclique, mais elle vient s'ajouter à une progression à long terme de la demande de titres conformes à la *charia* de la part des investisseurs institutionnels islamiques. Faute de titrisation classique dans beaucoup de pays islamiques, l'émission de *sukuk* restera un mode de financement structuré très apprécié par ces marchés. En outre, les fonds spéculatifs et les institutions d'investissement traditionnelles com-

mencent à détenir des *sukuk* pour accroître leurs rendements ou se diversifier.

En dehors de l'Asie et du CCG, la demande de *sukuk* était limitée, mais ces titres commencent à être recherchés. Le Land allemand de Saxe-Anhalt a été le premier emprunteur souverain à émettre un *sukuk* dans un pays non islamique et plusieurs *sukuk* d'entreprises ont été émis ces dernières années au Royaume-Uni et aux États-Unis. La Banque mondiale a aussi

dans le cadre de l'intensification de ses travaux sur la gestion du risque souverain et le développement des marchés de capitaux. Il a aussi informé les pays membres sur la possibilité d'utiliser le *sukuk* à la place des instruments financiers traditionnels.

Cette augmentation de la demande, conjuguée à la standardisation des titres islamiques, devrait alimenter l'expansion du marché des *sukuk*. Selon de récentes informations du marché, les États et les entreprises

«Selon de récentes informations du marché, les États et les entreprises devraient émettre plus de 30 milliards de dollars de *sukuk* par an pendant les trois prochaines années, ce qui porterait le marché de ces titres à plus de 150 milliards de dollars.»

émis en 2005 son premier *sukuk* libellé en monnaie locale pour 760 millions de ringgit malaisiens (200 millions de dollars).

Potentiel d'expansion

Les émissions de *sukuk* ne représentent actuellement qu'une fraction des émissions d'obligations classiques ou de titres adossés à des actifs sur les marchés émergents. Pourtant un nombre croissant de pays envisagent de faire appel au marché des *sukuk* pour diversifier leur base d'investisseurs et approfondir le marché national des capitaux.

Dans ce contexte, le FMI reçoit un nombre croissant de demandes de conseils techniques

devraient émettre plus de 30 milliards de dollars de *sukuk* par an pendant les trois prochaines années, ce qui porterait le marché de ces titres à plus de 150 milliards de dollars.

Obstacles à surmonter

Comme tout marché de titrisation en pleine évolution, celui du *sukuk*, malgré son fort potentiel, se heurte encore à plusieurs obstacles économiques, juridiques et réglementaires, indépendamment de la question de la *charia*. Ces problèmes sont le remplacement de certaines caractéristiques structurelles standard des titres classiques, comme l'amélioration du crédit, qui ne sont pas admises par les contrats islamiques; les incertitudes juridiques dues au fait que la transaction doit être structurée pour respecter à la fois le droit commercial et le droit islamique, en particulier dans les pays non musulmans; enfin les différences de réglementation entre pays.

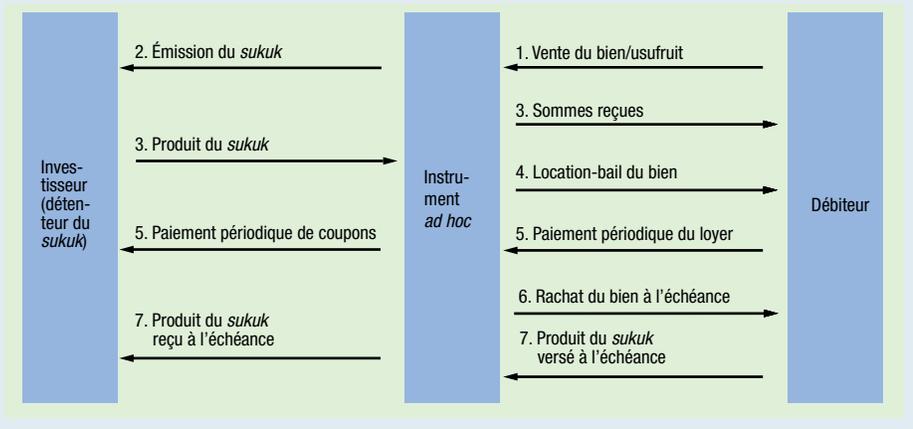
Les efforts déployés actuellement par les principales autorités de contrôle islamiques — notamment l'Organisation de comptabilité et d'audit pour les institutions financières islamiques, le Marché financier islamique international et le Conseil des services financiers islamiques — pour faciliter l'harmonisation des normes et des pratiques devraient permettre de surmonter certains de ces problèmes de rodage. ■

Andy Jobst, Peter Kunzel, Paul Mills et Amadou Sy,
FMI, Département des marchés monétaires
et de capitaux

Graphique 2

Fonctionnement d'une structure *sukuk ijara* simple

Dans la structure *sukuk ijara*, les biens sont vendus par l'émetteur sous la forme d'un instrument *ad hoc* et loués pour la durée du projet.



Marchés mondiaux : une longue période d'ajustement en perspective (suite de la première page)

difficile : il faut s'attendre à de nouvelles perturbations et le processus d'ajustement prendra du temps. «Les conditions de crédit risquent de ne pas se normaliser rapidement; il faudra modifier certaines des pratiques qui se sont développées sur les marchés des crédits structurés», lit-on dans le rapport.

Ralentissement de la croissance mondiale

D'après le *GFSR*, rédigé par le Département des marchés monétaires et de capitaux, les remous pourraient avoir des répercussions sur la croissance économique mondiale. «Les perturbations, notamment sur les marchés financiers à court terme, ont été considérables, parfois inattendues, mais les événements sont survenus dans une période où la croissance mondiale était supérieure à la moyenne. Il est probable que la réévaluation du coût du crédit et la compression des liquidités observées jusqu'ici ralentiront l'expansion de l'économie mondiale», écrivent les auteurs du rapport. Le FMI publiera ses prochaines prévisions sur la croissance mondiale le 17 octobre.

Le *GFSR* note que les établissements financiers ayant une importance systémique ont abordé cet épisode alors qu'ils étaient suffisamment capitalisés pour faire face au niveau probable des pertes sur créances. «La plupart des entreprises sont parvenues à obtenir les financements dont elles avaient besoin pour poursuivre leurs activités. Pour autant, le processus d'ajustement n'est pas terminé. Le secteur financier mondial et l'économie réelle pourraient souffrir davantage si le processus d'intermédiation venait à marquer le pas et la situation financière à se dégrader davantage», avertissent les auteurs de l'étude.

Risques macroéconomiques

Selon le rapport, le durcissement de la situation monétaire et le resserrement du crédit pourraient réduire l'activité économique de diverses manières. Un resserrement de l'accès au crédit des ménages les plus fragiles financièrement pourrait exacerber la contraction du marché immobilier américain, tandis que la baisse des cours des actions pourrait réduire les dépenses *via* l'effet de patrimoine et l'effritement de la confiance des consommateurs. Les entreprises pourraient répondre au renchérissement du capital en diminuant leurs investissements. Enfin, les perturbations du marché du crédit et des marchés financiers risquent de ralentir globalement l'offre et la distribution du crédit.

Jusqu'ici, les marchés émergents ont plutôt bien résisté aux turbulences, en partie grâce au dynamisme de la croissance mondiale et à l'amélioration des politiques macroéconomiques nationales, mais il convient de rester vigilant (voir article page 185). À la diminution des risques souverains et à l'amélioration des bilans favorisée par la solidité des paramètres fondamentaux répond l'augmentation des risques dans certaines économies qui enregistrent une expansion rapide du crédit, en particulier dans les pays où les banques utilisent les marchés de capitaux pour financer cette expansion. Dans certains marchés émergents, en outre, des emprunteurs du secteur privé ont recours à des stratégies relativement risquées pour trouver des financements.

Renforcer le système

Jaime Caruana, Conseiller économique et Directeur du Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, a déclaré

que la tâche des responsables de la politique économique et des intervenants sur le marché consistait à tirer les enseignements des turbulences et à s'en inspirer pour renforcer le système financier mondial. «Contrairement à ce que certains ont affirmé, il n'est pas nécessaire d'inventer un nouveau modèle de réglementation, mais nous devons être prêts à réexaminer certaines composantes du cadre existant et, le cas échéant, à renforcer celui-ci», a-t-il dit.

Il existe plusieurs possibilités d'amélioration :

- **Accroître la transparence.** Pour pouvoir différencier et bien évaluer les risques, le marché doit disposer en temps opportun d'informations exactes sur les risques sous-jacents. Il est important aussi que les institutions financières s'assurent que leur stratégie de financement est robuste et bien adaptée à leur modèle de gestion, et qu'elle peut leur permettre de faire face à des conditions très difficiles. Une plus grande transparence s'impose également au sujet des liens entre les établissements financiers d'importance systémique et certains de leurs instruments hors bilan.

- **Améliorer le suivi des risques.** S'il est vrai que la titrisation et, plus généralement, l'innovation financière ont rendu les marchés plus efficaces, amélioré la répartition des risques et facilité la mondialisation des marchés, il faut néanmoins comprendre comment la titrisation a pu contribuer à la situation actuelle. En particulier, il est important de voir dans quelle mesure la structure des incitations a pu affaiblir la discipline de crédit, notamment en rendant les prêteurs initiaux moins vigilants à l'égard des risques.

- **Améliorer les services des agences de notation.** Les agences et les notes qu'elles distribuent continueront d'être une composante fondamentale du fonctionnement des marchés financiers. L'application d'un barème de notation plus différencié pour les produits structurés permettrait aux investisseurs de mieux appréhender le risque d'une détérioration des notations plus rapide dans le cas de ces instruments que dans celui des obligations classiques. De même, lorsqu'ils définissent la composition de leurs portefeuilles, les investisseurs doivent éviter de trop baser leurs décisions sur les notes des agences et se garder de penser qu'elles les affranchissent de leur devoir de vigilance.

- **Améliorer la valorisation.** Il faudrait réfléchir davantage à la valorisation des produits complexes dans le contexte d'un marché insuffisamment liquide pour que les prix s'établissent de façon fiable, en attachant une attention particulière à l'utilisation de primes de risque de liquidité adéquates et au suivi des établissements financiers qui détiennent des titres de ce type comme garantie.

- **Élargir le périmètre de risque.** Il s'avère que le périmètre de consolidation des risques observé par les banques est plus large que les périmètres comptable et juridique appliqués d'ordinaire. Dès lors, des risques qui semblaient avoir été répartis peuvent revenir sous diverses formes aux banques qui les avaient redistribués. Le risque de réputation peut obliger les banques à internaliser les pertes d'entités juridiquement indépendantes et de nouveaux instruments ou structures peuvent masquer des engagements hors bilan ou conditionnels. ■

La vulnérabilité de certains marchés émergents s'est accrue

Selon le dernier *Rapport sur la stabilité financière dans le monde (GFSR)*, certains pays émergents peuvent être vulnérables à un renversement des flux de capitaux même si les récentes turbulences financières ont moins affecté les marchés émergents que les pays développés. Cette vulnérabilité, ajoute le rapport semestriel du FMI, pourrait subsister après la disparition des problèmes de financement sur les marchés plus avancés.

En matière de risques, la situation sur les marchés émergents se caractérise globalement par une légère diminution des risques souverains (les paramètres macroéconomiques fondamentaux des pays émergents sont généralement bons) et une «augmentation des risques dans certaines économies qui enregistrent une expansion rapide du crédit et dépendent de plus en plus des afflux de capitaux internationaux».

Stratégies risquées

En raison du même relâchement de la discipline du crédit qui fut à l'origine des problèmes des marchés arrivés à maturité, «les emprunteurs privés de certains marchés émergents adoptent des stratégies relativement risquées pour lever des fonds. Ainsi, les banques de certains pays d'Europe de l'Est et d'Asie centrale ont-elles de plus en plus recours aux marchés de capitaux pour financer l'expansion du crédit», lit-on dans le rapport, publié le 24 septembre.

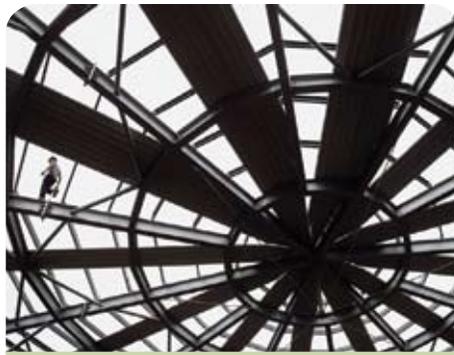
Selon les indicateurs, les systèmes bancaires des pays émergents sont rentables et bien capitalisés, leurs sources de revenus sont variées et la qualité de leurs actifs est satisfaisante, mais la question du crédit «exige un surcroît de surveillance, car les circonstances varient beaucoup d'un pays à l'autre. Les autorités de certains pays émergents doivent faire en sorte que les vulnérabilités n'atteignent pas des niveaux plus systémiques.»

Selon le *GFSR*, il convient de renforcer la surveillance sur certains marchés émergents dans les domaines suivants :

- Le marché, en progression, des **prêts syndiqués placés par voie privée** destinés aux entreprises des pays émergents, qui, dans certains cas, «permettent aux émetteurs d'éviter les formes de divulgation plus strictes qu'exige l'inscription à la cote». Parfois, la discipline de crédit semble se relâcher : la qualité des prêts s'affaiblit et le nombre de nouveaux émetteurs s'accroît sur

le marché de la dette à rendement élevé. Le marché des placements privés s'est fortement développé dans les pays émergents d'Europe, du Moyen-Orient, d'Afrique et, dans une moindre mesure, d'Asie «en partie au détriment des marchés publics d'obligations et d'actions».

- La **croissance rapide du crédit intérieur financé par des emprunts extérieurs**, principalement «dans les pays émergents d'Europe et d'Asie centrale, qui absorbent maintenant près de la moitié de l'ensemble des financements bancaires et obligataires internationaux». Le financement extérieur «a permis aux banques



Chantier de construction à Nanjing (Chine). Le rapport fait état d'une convergence des rendements des investissements sur les marchés parvenus à maturité et les marchés émergents.

d'accroître leurs engagements plus rapidement que ne le permettrait la croissance des dépôts locaux», mais il mettrait particulièrement en péril les banques les moins bien cotées «dans le cas où l'appétit des investisseurs étrangers viendrait à chuter soudainement, ce qui pourrait faire courir des risques systémiques à certains systèmes bancaires».

Selon le rapport, les banques internationales refusent souvent d'accorder des prêts à ces banques par le biais du marché interbancaire en raison de la «difficulté d'évaluer précisément leur situation financière», mais «ces mêmes banques peuvent quand même émettre des obligations internationales, même si les risques engendrent des écarts de taux plus grands».

- Recours accru aux **emprunts extérieurs dans le cadre d'opérations de portage** et à des **produits de crédit complexes**, surtout en Asie. Par exemple, des entreprises de pays émergents d'Asie empruntent dans des devises à faible rendement (notamment le yen) qui représentent une source de financement moins coûteuse que les financements en monnaies nationales.

La recherche de rendements plus élevés a entraîné aussi une augmentation des émissions de produits de crédit complexes, tels que les instruments structurés et synthétiques, ce qui peut exposer les investisseurs à une volatilité accrue.

Le rapport examine aussi l'afflux d'investissements étrangers dans les pays émergents. Selon ses auteurs, «contrairement à ce que l'on pourrait croire à la lecture de rapports faisant état d'une arrivée massive d'investisseurs étrangers sur les marchés nationaux de petite taille», les activités d'investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières et les compagnies d'assurances semblent avoir peu d'effets sur le cours des actions, même si l'on relève des exemples de comportements grégaires d'un pays à l'autre au sein d'une même région.

Croissance des fonds spéculatifs dans les pays émergents

Les fonds spéculatifs et d'autres fonds de capitaux de placement à fort effet de levier accroissent leurs activités dans les pays émergents. Ces fonds se sont écartés de leurs instruments traditionnels à revenu fixe dans ces pays pour rechercher des actifs à rendement supérieur — aussi bien sur le marché des actions que sur celui des produits structurés.

Certains d'entre eux adoptent des niveaux de tolérance du risque plus élevés, qui peuvent soulever d'importantes questions de réglementation. Toutefois, la démarcation entre fonds spéculatifs et investisseurs institutionnels semble s'estomper : certains horizons de placement s'allongent pour les premiers et se réduisent pour les seconds.

Entre autres conséquences, l'augmentation des placements dans les titres des pays émergents entraîne une convergence des rendements des investissements sur les marchés parvenus à maturité et sur les marchés émergents. Cela «laisse à penser que certains investisseurs internationaux pourraient être tentés de réévaluer les avantages que leur procurent les placements sur les marchés émergents en termes de diversification» — ce qui signifie aussi que les marchés émergents se comportent davantage comme les marchés arrivés à maturité «à mesure que se réduit le volant des rendements excessifs». ■

Laura Kodres
FMI, Département des marchés monétaires
et de capitaux

Les leçons de la crise du crédit immobilier à risque

Les remous survenus récemment sur le marché du crédit ont fini par ébranler les fonds spéculatifs, les fonds d'investissement et le marché des billets de trésorerie. Ils ont déclenché le renflouement d'une banque au Royaume-Uni, des opérations de sauvetage collectif en Allemagne et au Canada et une intervention des principales banques centrales du monde pour fournir un surcroît de liquidités au marché monétaire. Tout a commencé avec les problèmes du marché américain du crédit immobilier à risque (*subprime*).

Un récent document de travail du FMI analyse les origines et les problèmes actuels du marché des prêts immobiliers à risque et examine les possibilités d'action. Les nouvelles techniques utilisées pour monter et financer des prêts dans la catégorie *subprime* ont mis les institutions de dépôts à l'abri de pertes importantes, quitte à les rendre plus dépendantes des fonds de gros et à compromettre la protection des consommateurs.

Qu'est-ce qu'un prêt *subprime*?

Les prêts hypothécaires *subprime* sont des crédits résidentiels qui ne se conforment pas aux critères des prêts hypothécaires de qualité (*prime mortgages*) et sont donc moins susceptibles d'être remboursés en totalité. Généralement, cette appréciation repose sur les antécédents et la note de crédit de l'emprunteur, le ratio du service de sa dette rapporté à ses revenus et, dans certains cas, le rapport entre le montant du prêt hypothécaire et la valeur du bien immobilier.

Les jalons juridiques posés dans les années 80, auxquels s'est ajoutée dans les années 90 l'introduction de la souscription automatisée, ont encouragé le développement du marché (voir graphique 1). La titrisation a aussi favorisé l'expansion du marché en dispersant les risques, en offrant aux investisseurs des titres assortis d'une notation élevée et de gros rendements, et en permettant aux sociétés financières spécialisées de monter des crédits hypothécaires. Ces développements ont entraîné un relâchement du rationnement du crédit aux emprunteurs marginaux que les prêteurs traditionnels considéraient auparavant comme trop risqués, ce qui a donné lieu à une augmentation sensible du nombre d'Américains accédant à la propriété depuis le milieu des années 90.

Le contexte : Les prêts immobiliers à risque ont été facilités par l'introduction de la souscription automatisée dans les années 90. La titrisation (reconditionnement et vente des prêts) a encouragé la croissance du marché en dispersant les risques.

Le problème : Les nouvelles techniques de montage et de financement des prêts ont mis les prêteurs à l'abri de pertes importantes, mais les ont rendus plus dépendants des fonds de gros. Simultanément, la protection du consommateur a été compromise.

Les conclusions pratiques : Les régulateurs doivent resserrer les dispositifs de contrôle tout en préservant la viabilité du modèle de titrisation.

Des prêts à la portée de tous?

Les prêts *subprime* se sont récemment multipliés sous l'effet de l'augmentation des prêts caractérisés par un fort endettement alors que s'envolaient les prix de l'immobilier. En 2005–06, toutefois, les ratios service de la dette/revenus et prêt hypothécaire/valeur du bien ne permettaient pas encore à nombre d'emprunteurs à risque de s'offrir un logement : les prêteurs ont alors commencé à offrir des produits dits «abordables», tels que les prêts hypothécaires à taux variable «hybrides» ou «à option», dont les paiements sont assortis d'un «taux d'appel» réduit fixe — qui peuvent se solder par un amortissement négatif au cours des premières années.

Tant que les prix de l'immobilier étaient en hausse, les emprunteurs pouvaient éviter le choc du réajustement du taux d'intérêt à l'expiration du taux d'appel en refinançant leur hypothèque avec un autre emprunt à taux variable hybride ou à option. Toutefois, beaucoup de prêteurs et d'emprunteurs savaient, ou auraient dû savoir, que ces prêts n'étaient pas viables à leur taux plein.

Le versement d'une commission à chaque étape de la titrisation, combiné à la dispersion du risque de crédit, n'a guère incité à la prudence dans l'octroi des prêts. Il était, par exemple, devenu courant de limiter ou d'éliminer l'obligation de vérification des revenus

— pour accorder des prêts sans justificatifs ou presque. À la fin de 2006, les prêts *subprime* représentaient environ 15 % (1,5 billion de dollars, dont 600 milliards ont été consentis en 2006) de l'encours des prêts hypothécaires aux États-Unis. Parmi ceux-ci, 90 % étaient assortis de taux ajustables et incluaient pour la plupart des clauses dites d'«abordabilité».

L'essor et la chute du *subprime*

Lorsque la hausse des prix immobiliers s'est ralentie en 2006, les défaillances et les cessations de paiement ont fait un bond dans le secteur des prêts immobiliers *subprime* accordés cette même année (voir le graphique 2) en dépit d'un contexte économique favorable. Néanmoins, le ralentissement de l'appréciation de l'immobilier et la hausse des taux d'intérêt ont acculé un grand nombre d'emprunteurs au défaut de paiement. Ce sont les prêts à taux variable hybrides et à option qui ont enregistré les taux de défaut les plus élevés, notamment les prêts qui accumulent les risques — ceux dont le rapport prêt hypothécaire/valeur du bien est élevé et qui sont octroyés, sans véritable vérification des revenus, à des emprunteurs affichant un ratio service de la dette/revenus élevé.

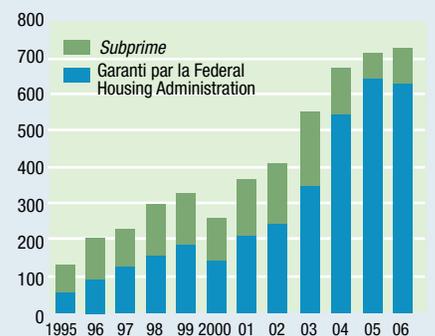
Il est frappant de voir à quelle vitesse les taux de cessation de paiement et de défaut

Graphique 1

Pas de garanties

La plupart des prêts *subprime* américains ne sont plus garantis par la Federal Housing Administration car les normes de crédit appliquées aux emprunteurs les moins solvables ont été assouplies en deçà des normes de la FHA.

(milliards de dollars)



Source : Inside Mortgage Finance.

ont progressé en 2006. Les problèmes sont apparus d'abord sous la forme d'un volume important de «défauts de paiement précoces» (lorsqu'un emprunteur manque un ou deux des trois premiers paiements mensuels), puis de taux croissants de cessation de paiement. Il semble aussi que la fraude ait joué un rôle clé dans la détérioration du marché hypothécaire à risque; en 2006–07, elle a été à l'origine de la faillite d'un certain nombre d'initiateurs lorsque les émetteurs de titres ont exercé les options de reprise — forçant les prêteurs à reprendre des prêts immobiliers en défaut de paiement.

L'ampleur des pertes

L'augmentation rapide des défauts de paiement précoces et des cessations de paiement a d'abord touché les prêteurs hypothécaires spécialisés faiblement capitalisés (qui, en 2006, étaient à l'origine d'environ 40 % des montages *subprime*), qui ont fermé leurs portes, fait faillite ou été rachetés. Les banques commerciales et d'investissement ont annoncé des pertes imputables à des prêts hypothécaires à risque qu'elles détenaient directement ou à des intérêts résiduels dans des transactions de titrisation qu'elles avaient organisées. À ce jour, toutefois, ces pertes restent limitées.

Les pertes sont apparues principalement chez les détenteurs de produits titrisés (titres adossés à des prêts immobiliers et créances assorties de garanties), fortement exposés aux prêts immobiliers à risque de 2006 et aux prêts hypothécaires «Alt-A» (prêts octroyés à des emprunteurs de premier ordre avec peu de justificatifs). L'ampleur de ces pertes dépendra du volume en dollars des défauts de paiement affectant les prêts hypothécaires sous-jacents et du moment de la réalisation des pertes.

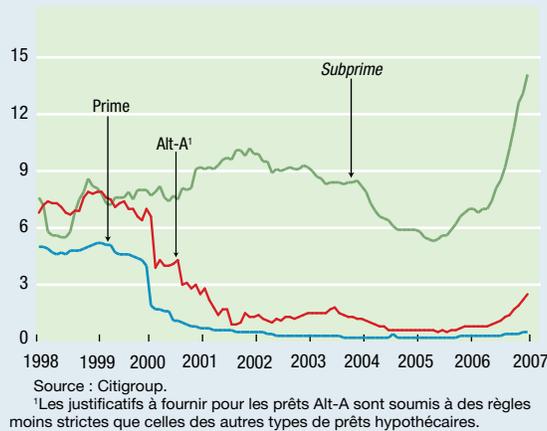
La quasi-totalité de ces pertes sera absorbée par des créances garanties, qui, selon les estimations, vont de 100 à 200 milliards de dollars au prix du marché. Par comparaison, la crise des caisses d'épargne américaine (*Savings and Loans*) du début des années 90 a entraîné des pertes totales d'environ 150 milliards de dollars — ce qui représentait une part beaucoup plus importante des actifs du secteur bancaire américain de l'époque.

Les pertes se sont cristallisées dans les fonds spéculatifs spécialisés dans les titres de rang inférieur adossés à des prêts immobiliers à risque lorsque les retraits et les appels de marge des investisseurs ont forcé les fonds à se défaire de leurs actifs sur des marchés en baisse et non liquides. D'autres fonds et

Graphique 2

Du jamais vu

Les paiements en retard et les saisies sur les *subprimes* à taux variable ont atteint des niveaux records en 2006. (pourcentage de l'encours des prêts faisant l'objet d'une saisie immobilière ou dont les paiements sont en retard d'au moins 60 jours)



investisseurs ont aussi annoncé des pertes et restreint les rachats, exacerbant les inquiétudes entourant les risques de contrepartie et de liquidité — particulièrement sur le marché du papier commercial adossé à des actifs.

Quelles leçons tirer?

Les investisseurs ont mis une confiance démesurée dans la démarche des agences de notation vis-à-vis du crédit structuré. La méthodologie de notation des risques du crédit aux sociétés est fondamentalement différente de celle qui est utilisée pour le crédit structuré. Pourtant, les résultats obtenus sont placés sur un pied d'égalité, ce qui tend à faire croire que les pertes potentielles sont similaires. Pour éviter toute confusion à l'avenir, il convient de faire une distinction précise entre les différents types de créances et les investisseurs doivent à tout prix éviter de prendre leurs décisions uniquement sur la base des notations.

Les réajustements de taux d'intérêt vont faire bondir les paiements des emprunteurs en 2007–09. Les emprunteurs à risque ont été en mesure jusqu'à présent de contourner les ajustements de paiement en refinançant leur emprunt, mais ce sera dorénavant beaucoup plus difficile car les normes de crédit se sont durcies et la valeur nette des logements est en chute. Du fait de l'imminence des réajustements, il est probable que les défaillances sur les prêts immobiliers américains les plus risqués continueront d'augmenter à court et à moyen terme.

Que peuvent faire les décideurs pour prévenir d'autres crises de ce type?

- **Améliorer la protection des consommateurs.** Comme les normes de prêt se durcissent, il conviendrait d'établir un équilibre

entre l'amélioration de la protection des consommateurs et le maintien de la viabilité du modèle de titrisation qui a réussi à protéger les institutions financières d'importance systémique du risque du crédit. C'est une tâche délicate car le cadre réglementaire et juridique ne permet guère d'offrir aux consommateurs une protection efficace contre les prêts abusifs dans un modèle financier allant du montage des prêts à leur titrisation.

Les émetteurs de titres ayant accès aux informations pertinentes sur la qualité des prêts, une option consisterait à les rendre responsables (jusqu'à un certain plafond) lorsque la détection de la fraude et des prêts abusifs dans les tours de table de prêts titrisés présente des lacunes.

- **Resserrer les contrôles.** Les organismes fédéraux chargés du contrôle bancaire ont récemment durci les principes qui s'appliquent aux prêts immobiliers à taux variable non traditionnels et hybrides. Toutefois, la nature fragmentée de la réglementation financière américaine entraîne une observation et une application inégales de ces normes. Les cinq organismes de contrôle peuvent contraindre les institutions qu'ils réglementent à les observer, mais, comme les prêteurs non bancaires et les courtiers en prêts sont réglementés au niveau des États fédérés, ces initiatives dépendent aussi de la promulgation et de l'application systématique des règles par ces États.

La Réserve fédérale des États-Unis revoit ses pouvoirs de réglementation dans le domaine des opérations de prêts immobiliers, et il semble que des restrictions plus sévères s'imposent, notamment en ce qui concerne la clarté des informations à fournir aux emprunteurs et la disponibilité de prêts très risqués.

- **Résister aux demandes de renflouement.** Les pressions continueront de s'exercer sur les décideurs pour les convaincre de renflouer ou subventionner les emprunteurs *subprime* en difficulté. Il convient généralement de résister à ces pressions, afin de ne pas encourager un comportement spéculatif ou frauduleux : s'il n'est pas possible d'aider les emprunteurs en modifiant leurs emprunts, ce sont les investisseurs qui ont pris les risques, plutôt que les contribuables, qui doivent subir les pertes. ■

John Kiff et Paul Mills
 FMI, Département des marchés monétaires
 et de capitaux

Cet article s'inspire du document de travail n°07/188 intitulé «Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets» et rédigé par John Kiff et Paul Mills.

Maghreb : donner un nouvel élan à l'intégration

Le Maghreb connaît une situation macroéconomique globalement stable et jouit d'une prospérité croissante. Ses revenus par habitant, toutefois, sont encore inférieurs à ceux des autres pays émergents. En plus de faciliter ses échanges commerciaux et d'accélérer son intégration financière, la région doit donc permettre au secteur privé de tirer la croissance économique.

En novembre, les pays du Maghreb s'efforceront de relancer l'intégration de leur région à l'occasion d'une conférence dont l'objectif sera précisément d'accroître le rôle du secteur privé dans la croissance économique. Les participants à cette conférence, qui s'inscrit dans une série de trois rencontres visant à renforcer les liens entre les cinq pays du Maghreb (Algérie, Libye, Maroc, Mauritanie et Tunisie), chercheront les moyens d'améliorer le climat des affaires et de promouvoir l'investissement privé. Les deux premières conférences portaient sur l'intégration commerciale et financière.

Les cinq pays du Maghreb sont à la fois économiquement hétérogènes et unis par un héritage commun. Ils se trouvent à des stades de développement économique différents et ne sont pas pourvus de la même manière en ressources naturelles. On peut les classer en trois groupes : les grands producteurs de pétrole (Algérie et Libye); un pays à faible revenu, producteur de pétrole depuis peu (Mauritanie); et deux



Marché à Marrakech. Le Maroc est un des pays du Maghreb qui s'efforcent d'améliorer le climat des affaires et de promouvoir l'investissement privé.

pays à marché émergent (Maroc et Tunisie). Ensemble, ces pays comptent plus de 83 millions d'habitants vivant sur un territoire environ 50 % plus grand que celui de l'Union européenne (UE).

Ces cinq pays, qui ont entrepris d'importantes réformes durant les deux dernières décennies, ont réalisé de nets progrès ces dernières années sur la voie de la prospérité économique. La région connaît une situation macroéconomique globalement stable

(voir tableau) et ses revenus par habitant sont en augmentation. Outre les réformes en cours, l'ouverture croissante de la région — à la faveur notamment d'accords séparés entre l'UE et l'Algérie, le Maroc et la Tunisie — a fortement contribué à cette bonne situation.

La tâche n'est pas terminée

Toutefois, s'il est vrai que les politiques en faveur de l'initiative et de l'investissement privés commencent à porter leurs fruits dans les pays du Maghreb, la croissance du revenu par habitant reste inférieure à celle des autres pays émergents. Lorsqu'ils ont examiné les moyens de réduire le chômage et de relever le niveau de vie, les dirigeants de la région sont parvenus à la conclusion que la poursuite de l'intégration économique régionale était une façon d'atteindre ces objectifs.

Premièrement, l'intégration donnerait naissance à un vaste marché, similaire par la taille de sa population à bon nombre de grands pays commerciaux : il s'ensuivrait des gains d'efficacité et la région présenterait plus d'attrait pour les investisseurs.

Deuxièmement, l'intégration stimulerait les flux commerciaux en maximisant les avantages attendus des accords de libre-

Économiquement hétérogènes

En dépit de leurs différences, les pays du Maghreb ont tous accompli d'importants progrès. (en pourcentage, sauf indication contraire)

	Population (en millions) 2006	PIB par habitant (en dollars) 2006	Croissance du PIB réel ¹				Inflation moyenne		
			1991-2000	2001-05	2006	2007 ²	1991-2000	2001-05	2006
Algérie	33,5	3.400	1,7	4,9	3,6	5,3	16,9	2,7	2,5
Libye	6,0	8.430	1,8	4,9	5,6	7,9	5,9	-4,2	3,4
Maroc	30,4	2.165	2,4	4,2	8,0	2,5	4,1	1,4	3,3
Mauritanie	2,9	921	3,0	4,0	11,4	1,0	5,2	8,2	6,2
Tunisie	10,3	2.751	4,8	4,4	5,4	6,0	4,4	2,6	4,5
Moyenne	83,5 ³	3.533	2,7	4,5	6,8	4,5	7,3	2,1	4,0

Sources : autorités nationales et calculs des services du FMI.

¹Taux de croissance annuel moyen.

²Projections.

³Population totale.

échange bilatéraux (avec l'UE notamment) et créerait des possibilités d'échanges qui bénéficieraient à tous les pays de la région.

Troisièmement, l'intégration financière régionale donnerait un nouvel élan à la réforme du secteur financier, qui, à son tour, stimulerait l'investissement et faciliterait la poursuite de l'intégration financière. Enfin, un dialogue régional plus poussé sur les questions stratégiques permettrait de diffuser les expériences et pratiques optimales au sein de la région et favoriserait une fertilisation croisée des efforts de réforme en cours.

Rôle du FMI

En visite dans la région en mars 2005, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, a suggéré d'accélérer les efforts d'intégration régionale et offert le soutien de l'institution. Les entretiens menés avec les autorités ont permis de discerner trois domaines dans lesquels il est essentiel d'accomplir des progrès pour renforcer l'intégration régionale et améliorer les perspectives de croissance : facilitation des échanges commerciaux; réforme du secteur financier et intégration financière; rôle du secteur privé.

Le FMI a organisé conjointement trois conférences annuelles de haut niveau sur ces questions. La première, qui traitait de la facilitation du commerce, s'est tenue à Alger en novembre 2005. La seconde, consacrée à la réforme du secteur financier et aux perspectives d'intégration financière, a eu lieu à Rabat un an plus tard. La troisième, sur le rôle du secteur privé, doit se tenir à Tunis en novembre.

Facilitation des échanges

L'intégration dans l'économie mondiale a un impact positif considérable sur l'investissement, la croissance et l'efficacité économique. Le renforcement des flux commerciaux entre les pays du Maghreb est un premier pas décisif vers une plus grande intégration économique. Au demeurant, ces pays ont déjà accompli de nets progrès dans la libéralisation de leur commerce extérieur.

Les accords commerciaux bilatéraux et régionaux se sont multipliés au Maghreb comme dans le reste du monde. Les plus visibles sont les accords d'association signés par l'UE avec l'Algérie, le Maroc et la Tunisie. Les pays du Maghreb, en outre, ont tous sensiblement abaissé leurs barrières tarifaires ces dernières années. Pour autant, la protection tarifaire demeure élevée, puisqu'elle atteint en moyenne près de 20 % dans la région (tarifs moyens simples

basés sur les taux pratiqués en vertu de la clause de la nation la plus favorisée), soit environ 10 points de pourcentage de plus que la moyenne mondiale.

Les cinq pays du Maghreb commencent à récolter les fruits de la libéralisation de leur commerce, mais les échanges commerciaux intramaghrebins sont encore limités. Une plus grande intégration régionale encouragerait ces échanges et contribuerait à atténuer l'effet dit «du moyeu et des rayons», qui encourage les entreprises à installer leurs activités dans le «moyeu» (l'UE) afin d'avoir accès à l'ensemble des «rayons» (les cinq pays du Maghreb).

«L'existence de systèmes financiers efficaces et bien intégrés représente un atout vital pour une croissance soutenue.»

Le caractère relativement pesant du cadre réglementaire est un obstacle majeur au développement du commerce régional. C'est pourquoi la première conférence régionale fut principalement consacrée à la facilitation des échanges commerciaux. Les participants se sont entendus sur un programme de travail visant à promouvoir le commerce au sein de la région et avec le reste du monde. De la rencontre est né aussi un plan d'action détaillé, composé de quatre grandes mesures :

- Mise en service du comité douanier intramaghrebain afin de réduire les distorsions commerciales et le commerce informel.
- Poursuite de la réforme de l'administration douanière et mise en place d'un guichet unique de traitement des documents. Du fait d'autres obstacles administratifs, la réforme douanière ne suffira peut-être pas à réduire les retards qui freinent le commerce. La simplification des procédures administratives et l'organisation de la transmission d'informations et de documents pertinents constitueraient une étape importante vers la facilitation du commerce.
- Création d'un site Internet sur lequel seront affichées des informations complètes et à jour sur la réglementation et la fiscalité commerciales.
- Création, sous la direction du secteur privé, d'un observatoire chargé de suivre les échanges commerciaux dans la région.

D'autres mesures peuvent contribuer à stimuler les échanges commerciaux : élimination des tarifs discriminatoires et des barrières non tarifaires; extension au commerce intramaghrebain des préférences tari-

fares accordées à l'UE; et adoption de règles d'origine maghrébines préférentielles fondées sur les règles appliquées aux échanges commerciaux entre les pays de la Communauté européenne et les pays participant au Partenariat euroméditerranéen (le «système Pan-Euromed»).

Intégration financière

L'existence de systèmes financiers efficaces et bien intégrés représente un atout vital pour une croissance soutenue. L'intégration financière aiderait les pays du Maghreb à approfondir leurs marchés financiers, à accroître leur efficacité et à renforcer la capacité

de leurs économies à résister aux chocs. Elle peut aussi jouer un rôle catalyseur en faveur de l'intégration de la région dans le système financier mondial. La deuxième conférence régionale, consacrée à ces questions, a engendré un plan d'action visant à :

- éliminer les barrières financières entravant le commerce intrarégional, notamment les carences des systèmes de paiement régionaux et le manque de mécanismes de financement des échanges commerciaux;
- simplifier les formalités administratives des opérations bancaires liées au commerce;
- mettre en service la Banque du Maghreb pour l'investissement et le commerce extérieur, afin de faciliter et promouvoir le commerce et les investissements dans la région;
- harmoniser les cadres de réglementation et de surveillance, ainsi que les systèmes de paiement;
- améliorer la coordination et la coopération entre les institutions financières régionales et les banques centrales; créer un site Internet exhaustif d'information financière.

La réussite de l'intégration passe aussi par le maintien de la stabilité macroéconomique et la poursuite des réformes nécessaires à la modernisation du secteur financier intérieur, ainsi que par la libéralisation progressive des comptes d'opérations en capital.

Lorsqu'ils se rencontreront prochainement à Tunis pour examiner le rôle du secteur privé — facteur clé d'une accélération durable de la croissance économique —, les pays de la région concentreront leur attention sur le troisième volet de leur stratégie d'intégration. ■

*Laurence Allain et Boileau Loko
FMI, Département Moyen-Orient et Asie centrale*

Le boom pétrolier met les pays producteurs à l'épreuve

Si une baisse, même légère, du prix de l'essence à la pompe est accueillie avec joie par les consommateurs du monde entier, les fluctuations souvent fortes du prix du pétrole et des entrées de devises connexes, ainsi que la nature non renouvelable de cette ressource, compliquent la gestion macrobudgétaire dans les pays producteurs de pétrole.

Certains producteurs ont donc mis en place des institutions budgétaires spéciales (IBS) — fonds pétroliers, règles budgétaires, législation relative à la responsabilité budgétaire et prix du pétrole retenus dans le budget — pour faciliter la gestion des finances publiques (voir encadré). Dans certains cas, la création de ces institutions a eu pour origine des considérations d'économie politique et d'ordre institutionnel, par exemple dans des pays où les pouvoirs publics ont eu du mal à freiner les dépenses.

Une étude du Département des finances publiques examine comment les producteurs de pétrole ont géré leur politique budgétaire face à l'essor récent des recettes pétrolières, ainsi que le rôle des IBS dans la gestion budgétaire de ces pays. Cette étude porte sur les pays où les recettes pétrolières représentaient au moins 20 % du total des



Raffinerie à Anzoategui (Venezuela). Le solde budgétaire de nombreux pays producteurs de pétrole s'est amélioré grâce à la forte augmentation du prix de pétrole survenue depuis 1999.

Jorge Silva/Reuters

recettes budgétaires en 2004 et pour lesquels des informations étaient disponibles en quantités suffisantes.

Riposte budgétaire

D'après l'étude, le prix moyen du pétrole a triplé entre 1999 (18 dollars le baril) et 2005 (53 dollars) et a encore augmenté en 2006. La croissance concomitante des exportations de pétrole et des recettes pétrolières a eu une forte incidence sur l'économie et le budget des producteurs lourdement tributaires des recettes tirées du

pétrole. Au niveau budgétaire, les réactions des producteurs au boom pétrolier ont été principalement de trois sortes :

- En moyenne, entre 2000 et 2005, près de la moitié du surcroît de recettes pétrolières a servi à accroître les dépenses primaires hors pétrole et/ou à réduire les recettes primaires non pétrolières. Dans les pays producteurs, les déficits budgétaires globaux de la fin des années 90 ont fait place à des excédents croissants. La variance entre les pays est toutefois significative.

Les institutions budgétaires spéciales facilitent la gestion des recettes pétrolières

Fonds pétroliers. Ces fonds ont proliféré ces dernières années. Parmi leurs objectifs figurent la stabilisation, l'épargne financière, la gestion des actifs et la transparence budgétaire. En général, les dépôts et retraits de ressources obéissent à des règles opérationnelles relativement rigides, souvent fondées sur le principe selon lequel le fait d'exclure du budget des recettes pétrolières «élevées» contribue à freiner et stabiliser les dépenses et à réduire le caractère discrétionnaire des politiques. Cependant, on a observé que, dans certains cas, ces règles rigides ont été modifiées, contournées ou éliminées. Face au renchérissement du pétrole, les fonds pétroliers visent de plus en plus des objectifs d'épargne à long terme. Les ressources de certains d'entre eux sont affectées à des fins spécifiques.

Règles budgétaires et législation relative à la responsabilité budgétaire. Il s'agit de mécanismes

qui visent à façonner de manière permanente la conception de la politique budgétaire et son application. Ils sont souvent inclus dans les dispositions de la constitution ou des lois. Les fonds pétroliers sont plus communs, mais ces règles et législations peuvent jouer un rôle plus critique parce qu'elles visent à maîtriser la politique budgétaire globale. Dans plusieurs cas, les règles ou cadres budgétaires ont été à la longue affaiblis ou ignorés.

Prévisions budgétaires des prix du pétrole. La plupart des producteurs de pétrole ont utilisé des prévisions prudentes en matière de prix pétroliers et de recettes pétrolières pour déterminer l'enveloppe des ressources du budget. Les hypothèses retenues sont considérées comme un moyen prudent de réduire le risque d'un important déficit ou ajustement budgétaire en cas de baisse imprévue des recettes pétrolières. Cependant, si

un élément de prudence dans les prévisions se justifie, une stratégie consistant à utiliser des prix artificiellement bas pour maîtriser les dépenses risque de ne pas être viable et de conduire à l'inefficacité de celles-ci.

L'étude du FMI porte sur les pays producteurs de pétrole où les recettes pétrolières représentaient au moins 20 % du total des recettes budgétaires en 2004 et pour lesquels des informations étaient disponibles en quantités suffisantes : Algérie, Angola, Arabie Saoudite, Azerbaïdjan, Bahreïn, Brunéi, Cameroun, Émirats arabes unis, Équateur, Gabon, Guinée équatoriale, Indonésie, Iran, Kazakhstan, Koweït, Libye, Mexique, Nigéria, Norvège, Oman, Qatar, République du Congo, Russie, Soudan, Syrie, Tchad, Timor-Leste, Trinité-et-Tobago, Venezuela, Vietnam et Yémen.

• L'augmentation des recettes pétrolières a offert aux producteurs la possibilité d'accroître les dépenses publiques pour atteindre des objectifs économiques et sociaux prioritaires, ce qui pourrait être une réaction appropriée au renchérissement du pétrole. Mais pour nombre de producteurs qui ont rapidement accru leurs dépenses, l'indice d'efficacité des pouvoirs publics est faible, ce qui peut faire douter de leur capacité d'utiliser les ressources additionnelles de manière efficace et efficiente.

• Entre 2000 et 2005, la viabilité budgétaire à long terme, évaluée sur la base d'un critère normalisé, s'est améliorée dans certains pays producteurs mais s'est détériorée dans d'autres, principalement sous l'effet de l'aggravation des déficits primaires non pétroliers. Certains pays restent vulnérables aux chocs sur le prix du pétrole et à l'éventualité d'un ajustement.

Gestion budgétaire, rôle des IBS

L'expérience des pays montre l'importance de la solidité des institutions, de la gestion financière publique et de l'établissement de perspectives à moyen-long terme pour la qualité des dépenses et la viabilité de la politique budgétaire. Les faits laissent à penser que la qualité des institutions (dans des domaines tels que la responsabilisation et la qualité des administrations publiques) détermine les résultats budgétaires et qu'il faut, s'il y a lieu, donner la priorité à l'amélioration de la gestion des finances publiques.

Un cadre à moyen terme peut servir à relier les budgets annuels à des politiques et des objectifs de viabilité budgétaire à plus long terme, et améliorer l'analyse des risques. Le budget de nombreux producteurs se caractérise par un horizon à court terme et tient peu compte de politiques et objectifs à long terme.

Les cadres à moyen terme qui incorporent explicitement des perspectives à long terme peuvent promouvoir la prévisibilité, améliorer l'affectation des ressources et accroître la transparence et la responsabilité en matière budgétaire. Ils peuvent en outre être spécialement conçus pour aider les pays à faire face aux risques budgétaires posés par la nature volatile, imprévisible et épuisable des recettes pétrolières.

Des institutions solides

Sans être une panacée, des IBS bien conçus peuvent, dans un cadre institutionnel approprié, étayer des politiques budgétaires rationnelles. Les IBS ne sauraient être efficaces sans des institutions solides et un ferme engagement politique.

La mise en place d'IBS ne doit pas diminuer l'importance d'autres réformes, plus fondamentales, de la gestion financière publique et de la gouvernance, lorsqu'elles s'imposent. En outre, l'expérience des pays montre qu'il y a lieu d'adopter des principes bien définis pour concevoir et mettre en place des IBS efficaces.

Il convient d'intégrer les fonds pétroliers au budget pour mieux coordonner les politiques budgétaires et rendre les dépenses publiques plus efficaces. Ces fonds ne doivent pas avoir le pouvoir de dépenser. Les fonds de financement doivent être préférés aux fonds régis par des règles rigides. Il y a lieu de mettre en place des mécanismes visant à assurer la transparence, une bonne gouvernance et l'obligation de rendre compte.

Si l'application de règles budgétaires quantitatives reste difficile dans les pays producteurs de pétrole, les lois sur la responsabilité budgétaire et un ensemble complet de règles en matière de

Financement des déficits africains de l'après-pétrole

Les prix du pétrole — plus que ceux de la plupart des autres produits de base — se sont avérés très volatils et difficiles à prévoir. Dans la phase actuelle de flambée des prix pétroliers, nombre de producteurs cherchent à tirer des leçons des précédents cycles d'évolution en dents de scie et essaient d'éviter d'établir leurs plans de dépenses à long terme sur la base de flux de recettes capricieux. En Afrique, cela est d'autant plus important que les réserves de pétrole (assez proches de leur épuisement dans certains pays) ne se sont généralement pas traduites par une accélération du développement socioéconomique.

Les gouvernements ont le choix entre se tracer un sentier d'ajustement budgétaire graduel pendant que le solde budgétaire global est excédentaire, ou avoir à réduire brutalement les dépenses publiques une fois que les recettes publiques commenceront à baisser, souvent au détriment des groupes sociaux les plus désavantagés. Dans cette optique, les études précédentes ont utilisé des estimations des réserves de pétrole (et de gaz) pour définir une stratégie budgétaire à long terme dans laquelle les gouvernements accumulent des actifs (financiers nets) durant les années de production de pétrole, dégagant une marge de manœuvre budgétaire supplémentaire pour les années de l'après-pétrole.

Dans ce cadre prospectif, la politique optimale fixerait les dépenses (de consommation) à un niveau constant du PIB, égal à la valeur de rente attendue de la richesse pétrolière et des recettes non pétrolières. Implicitement, les gouvernements investissent le reste des recettes pétrolières courantes dans diverses catégories d'actifs (financiers dans ce cas). Ces actifs ont un taux de rendement qui leur permet de financer le déficit primaire indéfiniment une fois les réserves de pétrole épuisées.

Ces normes de viabilité, qui font l'objet d'une simulation dans le document de travail du FMI «Old Curses, New Approaches? Fiscal Benchmarks for Oil-Producing Countries in Sub-Saharan Africa» (n° 07/107, mai 2007), impliquent que l'orientation actuelle de la politique budgétaire de la plupart des producteurs subsahariens devra être ajustée. Même si les hypothèses les plus optimistes sont retenues pour les paramètres clés, notamment le niveau des réserves de pétrole et de gaz économiquement exploitables, la plupart de ces producteurs ne pourront pas maintenir les dépenses publiques à leur niveau actuel.

Une orientation de politique à moyen terme clairement définie implique donc que les budgets ordinaires soient en conformité avec les ratios de référence pour la consommation publique, et s'accompagnent d'efforts visant à accroître le taux de rendement effectif des investissements (financiers et physiques). Une meilleure gestion financière publique peut aider à prévenir le retour des cycles d'évolution en dents de scie et améliorer les indicateurs socioéconomiques dans les pays où de larges segments de la population n'ont jusqu'à présent que très peu profité de la richesse pétrolière nationale. ■

*Jan-Peter Olters
FMI, Département Afrique*

procédures et de transparence réussissent parfois mieux à étayer la crédibilité du cadre budgétaire. Cependant, ces lois ne seront efficaces que si elles sont bien conçues, si elles cadrent avec les capacités de gestion financière publique et si leurs dispositions sont correctement appliquées. ■

*Rolando Ossowski, Mauricio Villafuerte et Paulo Medas
FMI, Département des finances publiques
Theo Thomas
FMI, Département Asie et Pacifique*

M. de Rato : lutter contre la pauvreté et les inégalités

Une croissance forte et une inflation faible sont essentielles au développement économique, mais tout tend à démontrer qu'il faut aussi s'attaquer directement à la pauvreté : c'est ce qu'a affirmé Rodrigo de Rato durant le discours qu'il a prononcé le 20 septembre au Pérou. M. de Rato, qui effectuait sa dernière visite en Amérique latine en tant que Directeur général du FMI, a ajouté que la réalisation de cet objectif passait avant tout par la politique budgétaire, la réforme du secteur financier et la refonte des institutions.

La République Dominicaine reçoit 118 millions de dollars

Le Conseil d'administration du FMI a approuvé un décaissement de 118 millions de dollars en faveur de la République Dominicaine dans le cadre de l'accord de confirmation d'un montant de 672 millions de dollars établi en 2005. Le Directeur général adjoint du FMI, Murilo Portugal, a salué les bons résultats macroéconomiques du pays. «Le défi consistera à poursuivre l'assainissement des finances publiques durant la période électorale à venir, ce qui nécessitera un contrôle strict des dépenses publiques», a-t-il déclaré dans un communiqué de presse.

Un excédent pour le Brésil

En dépit de la sensible appréciation du real et de l'accroissement soutenu des importations, le compte des transactions courantes du Brésil devrait afficher à nouveau un léger excédent en 2007 grâce au dynamisme des exportations : c'est ce qui ressort de données présentées au Conseil du FMI et publiées le 18 septembre.

Une nouvelle brochure du FMI sur les statistiques macroéconomiques

Le Département des statistiques du FMI vient de publier une brochure intitulée *The System of Macroeconomic Accounts Statistics*, qui décrit les quatre principales catégories de statistiques — comptabilité nationale, balance des paiements et position extérieure globale, statistiques monétaires et financières, statistiques de finances publiques —, ainsi que les liens qui existent entre elles.

L'Indonésie mieux armée pour résister aux turbulences

En Indonésie, la crise financière de 1997-98 a déclenché un processus de réformes visant à résoudre les profonds problèmes institutionnels du pays. Conjuguées à une politique économique avisée et à un environnement extérieur plus favorable, ces mesures ont contribué à atténuer la vulnérabilité financière et macroéconomique de l'Indonésie.



Beawiharta/Reuters

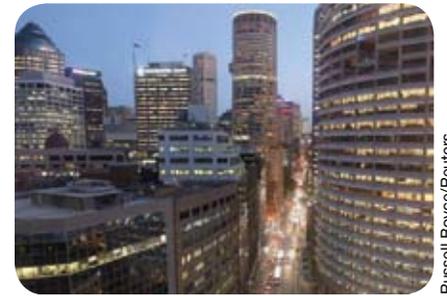
Le yen va-t-il s'apprécier?

Selon une étude du FMI, le yen est sous-évalué au regard des paramètres fondamentaux à long terme. Toutefois, à moins d'un retournement soudain de l'état d'esprit des investisseurs, des facteurs non commerciaux ralentiront sans doute l'ajustement du yen.

La modélisation des risques amplifie-t-elle la volatilité?

Les organismes financiers, qui utilisent souvent les mêmes techniques de gestion du risque, peuvent exacerber l'instabilité du système financier en intervenant simultanément pour ajuster leurs portefeuilles d'investissements risqués : c'est la conclusion d'une nouvelle étude du FMI publiée dans le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*.

Le rapport examine aussi l'afflux de capitaux vers les pays émergents. Selon une étude, ces pays seront plus aptes à maximiser les avantages des entrées de capitaux — tout en protégeant leur système financier des effets déstabilisateurs de la volatilité des flux — s'ils accroissent la liquidité et la diversité de leurs marchés et améliorent la qualité de leurs institutions.



Russell Boyce/Reuters

L'Australie à l'avant-garde

Après avoir examiné les résultats économiques de l'Australie à la fin août, les administrateurs du FMI ont félicité les autorités australiennes pour leur «gestion macroéconomique exemplaire», considérée, de l'avis général, comme étant à l'avant-garde des pratiques optimales internationales», lit-on dans une note d'information au public publiée en septembre.

L'information atténue les risques financiers

Dans un monde de blanchiment des capitaux et de transferts électroniques, il va de soi que les services de répression doivent être en mesure de transmettre et d'échanger rapidement des informations.

Un nouvel ouvrage, intitulé *Working Together: Improving Regulatory Cooperation and Information Exchange*, se penche sur cette question.

Informez-vous plus vite grâce au Bulletin du FMI en ligne

Le *Bulletin du FMI* est maintenant publié en ligne et mis à jour plusieurs fois par semaine. Vous trouverez l'édition en ligne qui comprend les versions intégrales des articles résumés sur cette page, à l'adresse suivante : www.imf.org/imfsurvey.

Courrier des lecteurs

Téléenseignement

Une participante américaine au programme de téléenseignement de l'Institut du FMI fait part de ses impressions sur le cours de programmation et politiques financières, qui propose une formation en ligne d'une durée de dix semaines aux fonctionnaires de rang intermédiaire qui ne peuvent s'absenter de leur poste pour de longues périodes.

Le texte intégral figure à la rubrique «What Readers Say» du *Bulletin du FMI* en ligne.

Faites-nous part de vos opinions

Le *Bulletin du FMI* se fait un plaisir de publier les commentaires, suggestions et (courtes) lettres de ses lecteurs. Une sélection est affichée en ligne sous le titre «What Readers Say». Il nous est parfois nécessaire d'abrégier les lettres. Veuillez adresser votre correspondance électronique à l'adresse suivante : imfsurvey@imf.org.