

IMF Publication

DANS CE NUMÉRO

- [210](#) **Calendrier**
- [210](#) **Données financières**
- [211](#) **Actualités**
*Séminaire de Singapour :
prévention des crises*
- [212](#) **Panorama**
*RAS de Hong Kong
et Brésil*
- [213](#) **Prêts du FMI**
Accords
- [214](#) **Gros plan**
*Réforme du marché du
travail en France*
- [216](#) **Études**
*Seigneurage et
gouvernance
Inflation en Chine*
- [220](#) **Forum**
*Politique monétaire
chinoise
Intégration régionale
du Mékong
Surcroît d'assistance*

Pour une meilleure prévention des crises

page 211

Les pays émergents doivent-ils s'inspirer du passé ou établir de nouveaux mécanismes pour éviter les crises, ou au moins en atténuer les effets? Un séminaire organisé récemment à Singapour par le FMI et les autorités locales a examiné les causes des crises financières ainsi que les mesures de protection éventuelle. À cet égard, le Directeur général adjoint du FMI, Takatoshi Kato, a présenté une nouvelle facilité qui permettrait au FMI d'offrir une ligne de crédit de montant élevé aux pays dotés d'une bonne politique macroéconomique.



Eugene Salazar/FMI

France : améliorer la réforme du marché du travail

page 214

En matière de réforme du marché du travail, une démarche radicale est-elle préférable à une démarche graduelle? La France a opté pour une réforme partielle; mais, selon Luc Everaert et Jianping Zhou (FMI), seule une réforme globale réduit le chômage à long terme. La France peut néanmoins consolider les acquis du contrat nouvelle embauche, à condition de convaincre le public du bien-fondé des réformes.



Kristin Jackson/Seattle Times/KRT

Mékong : l'impératif de l'intégration régionale

page 222

Depuis une vingtaine d'années, le Cambodge, la République démocratique populaire lao et le Vietnam affichent des progrès économiques remarquables, mais ils sont encore à la traîne de leurs dynamiques voisins. Selon les participants à une conférence de haut niveau tenue au Cambodge, les économies riveraines du Mékong ont beaucoup à gagner de l'intégration régionale, surtout si elles peuvent accroître leur participation aux circuits de production d'Asie de l'Est.

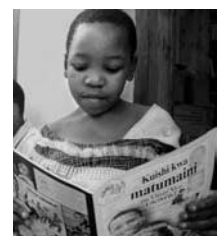


Chris Stewens/JiveFong/ZUMA Press

Comment bénéficier du surcroît d'assistance

page 224

La perspective d'une aide supplémentaire aux pays en développement (d'Afrique notamment) souligne l'importance d'une utilisation rationnelles des ressources. Le FMI et la Royal African Society (Royaume-Uni) ont organisé récemment un forum pour examiner ces défis. Les délégués ont estimé, entre autres conclusions, que les pays bénéficiaires doivent améliorer leurs politiques et leurs institutions, et que les donateurs doivent mieux écouter ceux qu'ils s'efforcent d'aider.



Emmanuel Kwilema/REUTERS

Août

14-25 «Achieving the Millennium Development Goals: Poverty Reduction, Reproductive Health, and Health Sector Reform», cours de la Banque mondiale, Bangkok, Thaïlande

24-26 2006 Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, États-Unis

27-1^{er} septembre Conférence internationale sur la réduction des désastres, Davos, Suisse

SEPTEMBRE

7-8 13^e réunion des ministres des finances de l'APEC, Hanoï, Vietnam

10-11 Séminaire de haut niveau du FMI sur l'imposition financière, Singapour

10-11 Sommet des affaires en Chine 2006, Pékin

12 Conférence de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole, Vienne, Autriche

14-15 Forum Raffles sur la bonne gouvernance et la richesse des nations, Singapour

19-20 Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, Singapour

19-20 Assemblée générale des Nations Unies, réunion de haut niveau sur l'examen du Programme d'action de Bruxelles en faveur des pays les moins avancés, New York

25-26 Forum public de l'Organisation mondiale du commerce, «Quelle OMC au XXI^e siècle?», Genève

OCTOBRE

23-27 Séminaire de haut niveau du FMI sur les questions d'actualité en droit monétaire et financier, Washington

NOVEMBRE

6-7 Symposium du FMI sur le contrôle de l'intégrité des entreprises du secteur financier, Washington

9-10 Septième Conférence annuelle de recherche Jacques Polak, FMI, Washington

11-15 Conseil mondial de l'énergie, 20^e Congrès mondial de l'énergie et exposition, Rome

18-19 14^e réunion des responsables économiques de l'APEC, Hanoï, Vietnam

23-24 Forum économique mondial en Turquie, «Connecting Regions—Creating New Opportunities», Istanbul, Turquie

26-28 Forum économique mondial, «India: Meeting New Expectations», New Delhi

JANVIER 2007

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

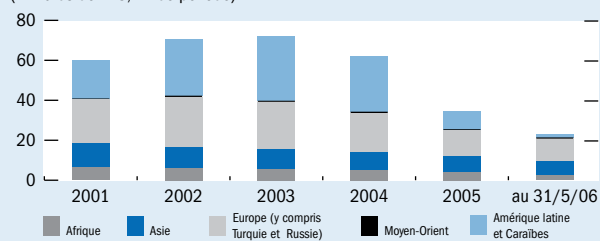
Conseil d'administration

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.

Données financières du FMI

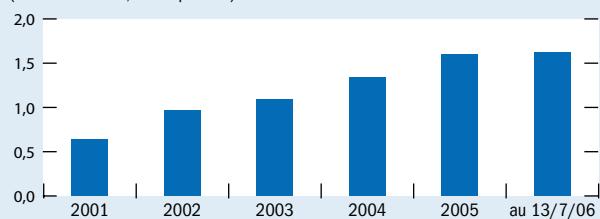
Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(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.

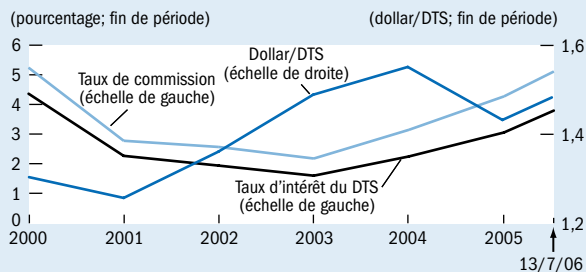
Note : Le droit de tirage spécial (DTS) est un avoir de réserve international créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves officielles existantes des États membres. Les DTS sont alloués à chaque État membre en proportion de sa

Taux des principales monnaies en DTS

	19 juillet 2006	Il y a un an (19 juillet 2005)
Dollar EU	1,466	1,444
Euro	1,174	1,202
Livre sterling	0,802	0,831
Yen	171,876	162,254

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.

Des outils plus efficaces pour la prévention des crises

Afin de retenir les leçons du passé et de concevoir des outils plus efficaces, un séminaire de haut niveau sur la prévention des crises dans les marchés émergents, organisé à Singapour les 10 et 11 juillet, a examiné quatre questions clés : la genèse des crises financières; l'efficacité de la gestion macroéconomique dans les pays ayant libéralisé le compte de capital; les possibilités d'auto-assurance au niveau national et d'accumulation de réserves communes au niveau régional; le mécanisme de financement éventuel proposé par le FMI. Le séminaire, organisé conjointement par l'Institut du FMI, le Département de l'élaboration et de l'examen des politiques et le gouvernement de Singapour, a réuni des décideurs de quarante pays émergents et des délégués du secteur privé.

Genèse des crises du compte de capital

Les pays deviennent vulnérables aux crises financières en cas d'asymétrie des bilans du secteur privé ou public—par exemple, l'asymétrie des échéances et des monnaies de libellé des actifs et des passifs. Mais une crise est souvent déclenchée par un facteur spécifique, exogène (contagion, choc des termes de l'échange, dégradation des conditions du marché) ou endogène (politique macroéconomique minant la confiance des investisseurs).

Les pays émergents doivent amenuiser la vulnérabilité des bilans et éviter les situations propices à une crise. Pour réduire la vulnérabilité, ils doivent assurer une réglementation et un contrôle prudentiels adéquats du système financier et prendre des précautions pour éviter une «spéculation sans risque» sur les taux de change qui peut fragiliser les bilans privés. Ils doivent aussi se prémunir contre les crises en appliquant une politique macroéconomique saine et en respectant les normes et codes de transparence du secteur financier reconnus à l'échelle internationale.

Gestion macroéconomique en cas de libéralisation des flux de capitaux

Les participants ont convenu que la garantie implicite de l'État peut accroître les risques relatifs aux monnaies de libellé des bilans du secteur privé; mais les avis ont divergé sur une politique de change optimale, selon l'appartenance régionale. Les délégués de l'Amérique latine et de l'Europe centrale ont préconisé des régimes de change flexibles dans une politique monétaire de ciblage de l'inflation. Les représentants des pays baltes ont penché pour un régime de parité fixe assorti d'une stratégie de sortie crédible (en l'occurrence, l'adoption de l'euro), une intégration totale du marché financier et un marché du travail flexible. La plupart des délégués asiatiques ont prôné un régime intermédiaire, avec des interventions discrétionnaires sur les marchés de change.

Les participants ont également affirmé l'utilité de politiques macroéconomiques solides (y compris des marges de sécurité

budgétaire), de réserves internationales suffisantes, et du respect des normes et codes de transparence afin de réduire les risques de contagion pouvant déclencher une crise. La qualité des institutions est aussi vitale, car elle rehausse la crédibilité et favorise une politique anticyclique.

Réserves, auto-assurance et coopération régionale

Les participants ont convenu que les réserves peuvent contribuer largement à la prévention des crises et qu'elles doivent suffire pour payer au moins la dette exigible sur un an. Mais les avis ont divergé sur le moment à partir duquel les avantages de l'accumulation des réserves l'emportent sur les inconvénients. La plupart des participants ont estimé que dans quelques pays d'Asie, le niveau des réserves a peut-être largement dépassé les normes prudentielles.

Une solution de rechange (une mise en commun des réserves régionales telle que l'initiative Chiang Mai) a été considérée comme une éventuelle source d'appui. Toutefois, les possibilités de diversification régionale étant limitées, les réserves communes ont été considérées au mieux comme un complément (et non un substitut) de l'aide du FMI. Le séminaire a aussi examiné la possibilité pour les gouvernements de signer avec le secteur privé des contrats établissant des lignes de crédit préventives avec droits de tirage garantis dans une marge préétablie. De manière générale, les participants ont estimé que ce type d'instrument requiert une prime d'assurance élevée et a un coût prohibitif. Un bon dispositif conditionnel devrait donc être assorti de critères de préqualification et de clauses d'activation.

Le nouvel instrument proposé par le FMI

Le mécanisme de financement éventuel proposé par le FMI a suscité un intérêt considérable. Comme l'a expliqué le Directeur général adjoint, Takatoshi Kato, plusieurs pays émergents ont demandé au FMI de créer un instrument financier répondant à leur souci de prévisibilité et de flexibilité. Cet instrument sera «une ligne de crédit de montant élevé pour les pays émergents qui ont une politique macroéconomique solide, mais qui restent vulnérables aux chocs». Il offrira aux pays une marge de liquidité et leur permettra d'éviter ou de résorber les crises.

Les représentants des secteurs public et privé ont affirmé qu'un tel mécanisme doit offrir d'emblée des concours importants en cas de turbulence des marchés. Ils ont en outre souligné la nécessité d'un accès automatique pour les pays admissibles et reconnu le risque d'aléa moral inhérent à un accès considérable. ■

*Bikas Joshi et Miguel Messmacher
FMI, Département de l'élaboration et
de l'examen des politiques et Institut*

Hong Kong : une croissance tributaire des liens avec le continent

D'après les données récentes du premier trimestre 2006, Hong Kong a connu onze trimestres consécutifs de croissance soutenue grâce à l'environnement mondial favorable, à la politique macroéconomique saine, aux réformes structurelles continues et au renforcement des liens avec la Chine continentale. Le PIB s'est accru de 7¼ % en 2005, niveau légèrement inférieur aux 8½ % enregistrés en 2004.

Selon le récent bilan économique du FMI, la forte croissance du PIB réel — qui devrait avoisiner les 6 % — et la faible inflation devraient persister en 2006. En raison de l'ouverture générale de l'économie et de ses liens étroits avec le continent, les perspectives dépendront de la situation extérieure et de l'évolution de la Chine — en particulier, de l'efficacité de l'intégration

Hong Kong	2003	2004	2005	Proj. 2006
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	3,2	8,6	7,3	6,0
Prix à la consommation	-2,6	-0,4	0,9	2,3
	(en pourcentage du PIB)			
Solde des transactions courantes	10,4	9,6	11,4	7,6
Solde budgétaire consolidé ¹	-3,3	-0,3	1,0	0,5
Réserves de change	74,7	74,5	69,9	67,3

¹L'exercice commence le 1^{er} avril.

Sources : autorités de la RAS de Hong Kong, estimations et projections des services du FMI.

économique avec le continent. Le succès de Hong Kong en tant que place financière mondiale dépendra de sa capacité à faciliter l'intermédiation sur le continent et du rythme de libéralisation financière en Chine.

Le Conseil d'administration du FMI a félicité les autorités de leur gestion macroéconomique habile malgré les chocs exogènes des dernières années. La compétitivité restera tributaire de la consolidation des acquis (flexibilité des marchés des produits et des facteurs) et du développement de nouveaux secteurs de croissance. En particulier, le Conseil a salué l'amélioration des finances publiques, qui a entraîné le premier excédent budgétaire (en 2005–06) depuis la crise asiatique — avec trois ans d'avance.

Saluant l'engagement des autorités pour un système d'arrimage du taux de change et une caisse d'émission qui maintient la valeur du dollar local par rapport au dollar EU dans une bande de fluctuation étroite, le Conseil a noté que l'affinage de la caisse d'émission a réduit l'incertitude. Les mesures de renforcement de l'infrastructure financière et des systèmes de contrôle sont les bienvenues : progrès dans l'établissement d'un mécanisme de protection des dépôts; préparatifs de la mise en œuvre de Bâle II, une initiative multilatérale de révision des normes de gestion des risques; mise en place du Conseil d'information financière. Les administrateurs ont appuyé la stratégie de réduction de l'emploi peu qualifié par l'aide à la formation et au placement. ■

Brésil : des réformes structurelles pour libérer le potentiel de croissance

Selon le récent bilan économique du FMI, les résultats économiques du Brésil restent favorables; on prévoit en 2006 une hausse du PIB réel et une baisse de l'inflation. La position extérieure s'est renforcée : la conjoncture mondiale favorable a accru les échanges et l'excédent courant; de plus, la bonne humeur du marché financier, l'abondance de liquidités à l'échelle mondiale et les taux d'intérêt élevés à l'échelle nationale ont dopé les entrées de capitaux.

La situation extérieure favorable a permis à la banque centrale d'accroître les réserves et de ramener la dette extérieure à son plus faible ratio par rapport aux exportations depuis 25 ans — grâce surtout à l'apurement anticipé des obligations envers le FMI, au paiement des créances du Club de Paris et au rachat de la dette extérieure

privée. En outre, les autorités ont pu approfondir les marchés financiers extérieurs et les intégrer davantage aux marchés mondiaux.

Le Conseil d'administration du FMI s'est réjoui des bons résultats du Brésil, de la baisse du chômage et des progrès sensibles dans la réduction de la pauvreté et des inégalités, notamment attribuables à une politique sociale dynamique. Les perspectives à court terme sont favorables, mais le récent regain de l'aversion mondiale au risque posé par les marchés émergents souligne l'importance de maintenir le cap sur des politiques prudentes et sur la réduction des vulnérabilités.

Selon les administrateurs, il est primordial de libérer le potentiel de croissance du Brésil. Pour ce faire, il faudra accroître la stabilité macroéconomique en améliorant les fondements institutionnels des politiques, l'efficacité du secteur public et le bilan du secteur public. À cet égard, les administrateurs ont recommandé de réduire les rigidités budgétaires et d'éliminer progressivement les distorsions et déficiences du système fiscal.

En outre, les administrateurs ont préconisé de vastes réformes structurelles pour renforcer l'intermédiation financière, libéraliser l'économie et améliorer le climat des affaires. Ces mesures créeraient les conditions propices à l'essor de la productivité et de l'investissement, jetant ainsi les bases d'un progrès soutenu dans la lutte contre la pauvreté et l'inégalité des revenus. ■

Brésil	2003	2004	Prél. 2005	Proj. 2006
	(variation annuelle en pourcentage)			
PIB réel	0,5	4,9	2,3	3,5
Prix à la consommation (fin de période)	9,3	7,6	5,7	4,5
	(en pourcentage du PIB)			
Compte courant	0,8	1,9	1,8	1,1
Recettes totales	23,1	24,0	25,3	25,3
Dépenses totales	27,1	25,5	29,1	28,2

Sources : Banque centrale du Brésil, Ministère des finances et estimations des services du FMI.

Pour plus de renseignements, voir les notes d'information au public n^{os} 06/16 (RAS de Hong Kong) et 06/69 (Brésil) sur le site du FMI (www.imf.org).

Accords du FMI au 30 juin 2006

Pays membre	Date de l'accord	Date de l'expiration	Montant approuvé	Solde non tiré
(milliers de DTS)				
Accords de confirmation				
Bulgarie	6 août 2004	5 sept. 2006	100.000	100.000
Colombie	2 mai 2005	2 nov. 2006	405.000	405.000
Croatie	4 août 2004	15 nov. 2006	99.000	99.000
Iraq	23 déc. 2005	22 mars 2007	475.360	475.360
Macédoine, ex-Rép. youg. de	31 août 2005	30 août 2008	51.675	41.175
Paraguay	31 mai 2006	31 août 2008	65.000	65.000
Pérou	9 juin 2004	16 août 2006	287.279	287.279
République Dominicaine	31 janvier 2005	31 mai 2007	437.800	192.620
Roumanie	7 juill. 2004	6 juill. 2006	250.000	250.000
Turquie	11 mai 2005	10 mai 2008	6.662.040	4.996.530
Uruguay	8 juin 2005	7 juin 2008	766.250	502.660
Total			9.599.404	7.414.624
Accords élargis de crédit				
Albanie	1 ^{er} févr. 2006	31 janv. 2009	8.523	7.305
Total			8.523	7.305
Accords FRPC				
Afghanistan, Rép. islamique d'	26 juin 2006	25 juin 2009	81.000	81.000
Albanie	1 ^{er} févr. 2006	31 janv. 2009	8.523	7.305
Arménie	25 mai 2005	24 mai 2008	23.000	13.160
Bangladesh	20 juin 2003	31 déc. 2006	400.330	117.270
Bénin	5 août 2005	4 août 2008	6.190	5.310
Burkina Faso	11 juin 2003	30 sept. 2006	24.080	3.440
Burundi	23 janv. 2004	22 janv. 2007	69.300	28.600
Cameroun	24 oct. 2005	23 oct. 2008	18.570	13.270
Congo, Rép. du	6 déc. 2004	5 déc. 2007	54.990	39.270
Dominique	29 déc. 2003	28 déc. 2006	7.688	2.322
Géorgie	4 juin 2004	3 juin 2007	98.000	42.000
Ghana	9 mai 2003	31 oct. 2006	184.500	26.400
Grenade	17 avr. 2006	16 avr. 2009	10.530	8.970
Guyana	20 sept. 2002	12 sept. 2006	54.550	9.250
Honduras	27 févr. 2004	26 févr. 2007	71.200	30.516
Kenya	21 nov. 2003	20 nov. 2006	225.000	150.000
Malawi	5 août 2005	4 août 2008	38.170	27.827
Mali	23 juin 2004	22 juin 2007	9.330	4.007
Moldova	5 mai 2006	4 mai 2009	80.080	68.640
Mozambique	6 juill. 2004	5 juill. 2007	11.360	3.260
Népal	19 nov. 2003	18 nov. 2006	49.910	35.650
Nicaragua	13 déc. 2002	12 déc. 2006	97.500	27.850
Niger	31 janv. 2005	30 janv. 2008	26.320	8.695
République kirghize	15 mars 2005	14 mars 2008	8.880	5.080
Rwanda	12 juin 2006	11 juin 2009	8.010	6.870
São Tomé-et-Príncipe	1 ^{er} août 2005	31 juill. 2008	2.960	2.114
Sierra Leone	10 mai 2006	9 mai 2009	31.110	26.400
Tanzanie	16 août 2003	15 août 2006	19.600	2.800
Tchad	16 févr. 2005	15 févr. 2008	25.200	21.000
Zambie	16 juin 2004	15 juin 2007	220.095	33.014
Total			1.965.976	851.289

FRPC = facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance.

Les chiffres étant arrondis, les totaux ne correspondent pas nécessairement à la somme des composantes.

Source : Département financier du FMI.

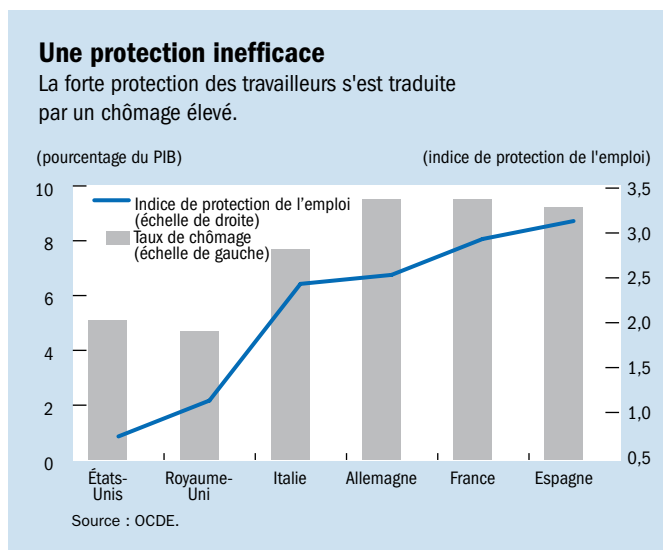
Marché du travail en France : une réforme partielle ou globale?

En raison du chômage élevé et de l'atonie de la création d'emplois, biens des pays d'Europe ont lancé des réformes du marché du travail. La France bénéficiera-t-elle d'une stratégie de réforme partielle? Luc Everaert et Jianping Zhou (FMI, Département Europe) analysent les avantages et les inconvénients d'une réforme partielle et notent qu'elle facilite la création d'emplois à court terme, mais a peu de chances de réduire le chômage à long terme. Cependant, une réforme partielle peut constituer une avancée s'il existe la volonté politique d'en faire un tremplin pour des réformes plus vastes.

Comme la plupart des pays industrialisés, la France protège les employés contre le licenciement avec une panoplie de règles juridiques et administratives et d'amendes imposées aux employeurs. Une certaine protection est justifiée afin de s'assurer que les entreprises assument une partie du coût social de leurs décisions de licenciement. Imaginons le cas d'une entreprise qui connaît des pointes d'activité trimestrielles et qui procède à des licenciements temporaires chaque trimestre, obligeant le contribuable à la subventionner en payant des prestations de chômage aux employés mis à pied. Mais une protection excessive a également des inconvénients. Elle accroît les coûts potentiels de l'embauche et peut donc aggraver le chômage, même si elle protège ceux qui ont un emploi. En effet, les pays protégeant strictement l'emploi sont enclins à un chômage relativement élevé (voir graphique).

Débat sur le changement

Pour réduire le chômage et stimuler la création d'emplois, la France, comme les autres pays d'Europe, envisage de



Restrictions des contrats à durée déterminée et indéterminée

Malgré la récente réforme partielle du marché du travail, la France conserve deux grands types de contrats d'emploi : à durée déterminée et indéterminée.

Les contrats à durée indéterminée sont conçus pour des emplois à vie. Le licenciement est coûteux, pas parce que les indemnités sont élevées, mais parce que le processus est soumis à de longues formalités administratives et à des restrictions juridiques. Par exemple, les entreprises peuvent licencier des employés pour se restructurer et préserver leur compétitivité, mais pas pour améliorer leurs résultats et leurs bénéfices.

Les contrats à durée déterminée ne peuvent être utilisés que quand les entreprises font face à une hausse temporaire de la production ou ont besoin de remplacer des employés en congé. Ils peuvent durer jusqu'à neuf mois et sont renouvelables une seule fois. En pratique, leur durée moyenne est inférieure à trois mois. La rémunération étant exigible pour toute la période si les employés sont licenciés avant terme, il se peut que les employeurs hésitent à utiliser ce type de contrat sur une plus longue période.

libéraliser son marché du travail. D'ordinaire, il existe en France deux types d'emplois : les emplois à durée indéterminée et ceux à durée déterminée. Les contrats à durée indéterminée sont rigoureusement protégés et les contrats à durée déterminée font l'objet de restrictions considérables (voir encadré).

Afin d'assouplir le système, les autorités ont lancé un débat avec large consultation des partenaires sociaux et examen de multiples options. D'aucuns ont suggéré une réforme partielle consistant notamment à relâcher les restrictions juridiques sur l'utilisation des contrats à durée déterminée et à éliminer les clauses antilicenciement de ces contrats. D'autres ont préconisé une refonte complète du système. Il s'agirait de fusionner les deux types de contrats en un seul, en simplifiant les procédures juridiques et administratives; en calculant les indemnités de départ selon la durée de l'emploi; en créant un système de cotisations de chômage fondées sur les antécédents (les entreprises habituées aux licenciements massifs devant contribuer davantage au régime d'assurance-chômage).

En fin de compte, le gouvernement a opté pour une réforme partielle, laissant intacte la protection des contrats à durée indéterminée. En août 2005, il a introduit le «contrat nouvelle embauche» permettant aux PME de moins de vingt employés de recruter pour deux ans au

maximum sans restriction en matière d'embauche et de licenciement.

Avantages et inconvénients

Une réforme partielle favorise-t-elle la création d'emplois? À court terme, la flexibilité stimule l'emploi. En effet, les PME ont signé un demi-million de nouveaux contrats d'emploi entre août 2005 et mai 2006. Mais la plupart de ces emplois auraient été créés, indépendamment des nouveaux contrats. Les estimations récentes font état d'un gain de 30.000 emplois seulement. De plus, les nouveaux contrats ayant une durée de deux ans, il est trop tôt pour savoir s'ils deviendront permanents.

L'étude suggère qu'une réforme partielle a peu de chances de réduire le chômage à long terme et peut avoir un impact négatif sur le bien-être et la productivité des travailleurs. L'allègement des restrictions sur l'emploi temporaire ou à durée déterminée favorise tant la création que la destruction d'emplois, mais une législation protégeant strictement l'emploi décourage les deux. Par conséquent, l'impact global de la réforme (partielle ou globale) sur l'emploi semble ambigu.

Toutefois, en faisant des simulations sur des modèles intégrant les paramètres du marché du travail français, on constate qu'avec une réforme partielle, la destruction d'emplois prédomine à long terme. L'on estime en effet que la réforme partielle survenue en France pourrait relever le taux de chômage d'un point de pourcentage environ (voir tableau, scénario 1). L'effet majeur de la réforme partielle est donc une forte hausse des contrats temporaires ou à durée déterminée, mais sans baisse proportionnelle de la période de chômage.

En revanche, une réforme qui réduit simultanément la restriction des licenciements dans tous les contrats abaisserait le taux de chômage d'environ un point de pourcentage (scénario 2). Mieux, en cas de fusion des deux types de contrats et de libéralisation des licenciements, le chômage chuterait de deux points (scénario 3). Évidemment, comme dans toute simulation modélisée, la prudence est de mise en ce qui concerne l'interprétation des estimations. En particulier, si les salaires minimums élevés occultent les coûts d'embauche élevés, et si l'inefficacité des services d'emploi freine l'appariement entre les postes vacants et les chômeurs, les gains d'une réforme totale ne seront pas forcément aussi importants que prévu.

Néanmoins, l'orientation des résultats de l'étude est bien établie et validée par l'expérience d'autres pays tels que l'Espagne. Quand l'Espagne a généralisé les contrats à durée déterminée dans les années 80, ils ont connu un essor exponentiel, réduisant initialement le chômage. Après quelques années, le chômage a repris sa hausse, dépassant le niveau d'avant la réforme. Les autorités ont alors lancé des réformes globales libéralisant les contrats à durée indéterminée, et le chômage est en baisse depuis lors.

L'impact éventuel des réformes

L'amplification des réformes pourrait réduire les taux de chômage.

		(variation en points de pourcentage)
Scénario 1.	Réduire de 50 % les restrictions au licenciement dans les contrats à durée déterminée.	0,9
Scénario 2.	Réduire de 50 % les restrictions au licenciement dans les contrats à durée indéterminée.	-0,9
Scénario 3.	Fusionner les deux types de contrats en un seul et réduire de 50 % les restrictions au licenciement.	-1,8

Des simulations récentes de Pierre Cahuc et Stéphane Carcillo (2006) sur l'éventuel impact à long terme du nouveau contrat unique suggèrent que les réformes menées en France réduiront le chômage de 0,3 point de pourcentage.

Étapes suivantes

Selon les tenants d'une réforme partielle, une telle démarche aurait le mérite d'accroître graduellement l'appui aux réformes et d'être une étape vers la réforme totale. Telle était l'intention des autorités françaises, qui ont proposé, au début de l'année 2006, un autre nouveau contrat première embauche (CPE), cette fois pour les jeunes (de 26 ans et moins), afin de réduire le taux de chômage qui est très élevé dans ce groupe d'âge. Mais il y a péril en la demeure : si la réforme partielle ne produit pas de résultats tangibles en termes d'emplois et n'obtient pas la faveur du public, cela confortera les adversaires de la réforme. C'est ce qui semble s'être produit en France : après des semaines de protestations estudiantines et syndicales, le projet de loi relatif au CPE a été retiré.

Que doit faire la France maintenant? Du point de vue économique, une réforme globale est nécessaire. Si les autorités parviennent à réduire la protection de l'emploi, surtout en substituant aux règles juridiques et administratives des incitations financières directes (indemnités de départ et cotisations d'assurance-chômage fondées sur les antécédents), le chômage diminuera. Du point de vue de l'économie politique, la France peut tirer parti du succès du contrat nouvelle embauche pour étendre la réforme, quitte à mieux informer le public sur les avantages et la nécessité de celle-ci. ■

Luc Everaert et Jianping Zhou
FMI, Département Europe

Pour plus de renseignements, voir le document de travail n° 06/108, «Reforming Employment Protection Legislation in France», de Jianping Zhou. Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 224. Le texte intégral peut également être consulté sur le site du FMI (www.imf.org).

Seigneuriage : les banques centrales en font-elles un bon usage?

La faiblesse de l'inflation et le niveau élevé des réserves internationales ont exercé des pressions accrues sur de nombreuses banques centrales, ravivant les préoccupations concernant leur efficacité et leur gouvernance. Dans un nouveau document de travail du FMI, Alain Ize affirme que les banques centrales confrontées à de sérieux problèmes de gouvernance sont les moins indépendantes. Il y a également lieu de penser que plusieurs banques centrales, indépendantes ou non, pourraient améliorer leur gouvernance en s'efforçant notamment de promouvoir la transparence de l'information financière, l'examen périodique des dépenses et une action plus systématique pour s'assurer que leurs services soient bien calibrés et bien rémunérés.

En raison de leur droit exclusif d'émettre la monnaie, les banques centrales ont un accès privilégié au seigneuriage — la différence entre la valeur de l'argent et son coût de production dans une économie. Auparavant, l'absorption du seigneuriage par l'État posait les problèmes familiers de la prédominance de la politique budgétaire (qui «prend en otage» la politique monétaire) et du financement inflationniste. Ces dernières années, bien des pays ont pris des mesures fondamentales pour briser ces liens et accroître l'autonomie des banques centrales en réformant leurs chartes, en interdisant le financement direct de l'État et en éliminant les dépenses quasi budgétaires. Il n'empêche que le maintien du seigneuriage à la banque centrale met en évidence des problèmes d'efficacité et de gouvernance. Le seigneuriage est-il utilisé à bon escient? Les banques centrales disposent-elles de normes et de sauvegardes adéquates?

Le maintien du seigneuriage à la banque centrale met en évidence des problèmes d'efficacité et de gouvernance.

Ces préoccupations ont pris de l'ampleur en raison de la dégradation de la position financière de nombreuses banques centrales. D'une part, le seigneuriage suit une courbe descendante due à la baisse de l'inflation et de la demande de monnaie (graphique ci-dessous, à gauche). D'autre part, le coût de détention des réserves tend à s'accroître, reflétant le regain d'accumulation des réserves (voir graphique ci-dessous, à droite). Ces tendances ont entraîné des pertes systématiques et une capitalisation négative dans bien des banques centrales, suscitant de vifs débats techniques et politiques sur la nécessité (ainsi que la portée et les modalités) d'une recapitalisation des banques centrales.

La production et l'affectation du seigneuriage

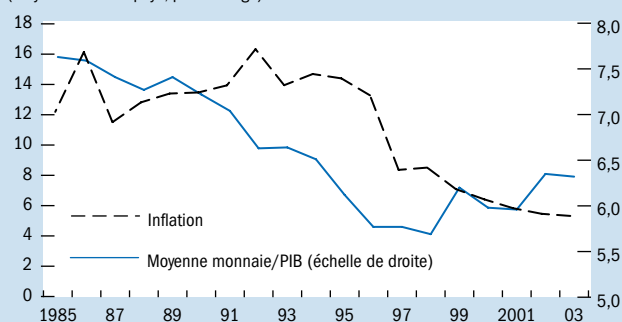
Une analyse empirique des états financiers vérifiés de plus de cent banques centrales pour 2003 révèle des différences très nettes entre les banques centrales «fortes» (ayant des bénéfices structurels positifs — par exemple, les bénéfices corrigés des gains de valeur et autres recettes et dépenses exceptionnelles) et les banques centrales «faibles» (ayant des bénéfices structurels négatifs).

Bien qu'elles produisent un seigneuriage plus élevé en appliquant une politique monétaire plus laxiste (inflation plus élevée), les banques centrales faibles se sont retrouvées dans une situation financière plus précaire en raison du net accroissement des dépenses d'exploitation et des prêts improductifs. En outre, malgré leur rentabilité et leur capitalisation négatives, elles transfèrent en moyenne autant de dividendes que les banques centrales fortes; elles accumulent davantage d'actifs

Seigneuriage en baisse

En raison du recul de l'inflation et de la demande de monnaie depuis bientôt deux décennies, le seigneuriage affiche clairement une tendance à la baisse.

(moyenne de 100 pays, pourcentage)

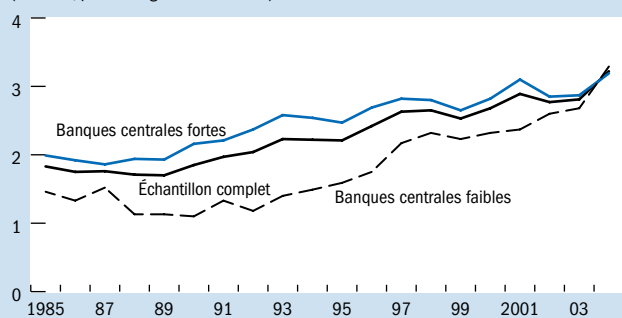


Source : FMI, *Statistiques financières internationales*.

Réserves en hausse, coûts exponentiels

Alors que le seigneuriage est en baisse, le coût de détention des réserves est en hausse, reflétant la forte progression des réserves.

(réserves, pourcentage de la monnaie)



Source : FMI, *Statistiques financières internationales*.

extérieurs; elles accordent plus de crédits à l'État. À cause de ces contraintes — et contrairement aux banques centrales fortes — elles perdent du capital.

En somme, ces résultats montrent que les problèmes d'indépendance et de gouvernance sont vitaux pour bien des banques centrales. Face à des contraintes budgétaires globalement mineures (les recettes du seigneurage étant importantes et extensibles), et malgré leurs propres efforts visant à limiter de nouveaux concours explicites à l'État, plusieurs banques centrales semblent être encore des sources résiduelles de ressources abordables pour l'État. Curieusement, ces mêmes institutions ont des dépenses d'exploitation excessives. Il semble donc que le manque d'indépendance et le manque de gouvernance vont de pair.

Déterminants des dépenses d'exploitation

Une analyse empirique des dépenses d'exploitation des banques centrales — ajustées selon la taille du pays, le PIB par habitant, l'émission de monnaie et la prestation de tous les services de contrôle bancaire — reflète de façon prévisible l'impact majeur de la taille et de la richesse des pays. Ainsi, les banques centrales des petits pays pauvres ont évidemment plus de mal à financer leurs coûts fixes. Après correction de ces différences structurelles, l'analyse révèle toujours une grande disparité au sein de l'échantillon. L'institution la plus performante dépense moins du tiers de la moyenne du groupe, tandis que la moins performante dépense cinq fois plus (voir graphique ci-dessous).

Le fait que la performance des banques centrales faibles soit moins bonne en matière de dépenses confirme l'hypothèse qu'elles ont de sérieux problèmes de gouvernance. Mais les banques centrales fortes ne sont pas en reste. Leurs dépenses d'exploitation varient largement, sont très liées à la rentabilité, et ne semblent pas avoir de corrélation nette avec les grands

indicateurs de résultats macrofinanciers. L'analyse suggère aussi que l'activité de nombreuses banques centrales n'est guère axée sur le bien-être public. Elles s'efforcent de répondre le mieux possible à la demande de services, sans se demander si les ressources marginales consacrées à cet effort seraient plus utiles ailleurs dans le secteur public.

Améliorer la gouvernance des banques centrales

Le fait que les banques centrales les moins indépendantes aient plus de problèmes de gouvernance semble conforter la thèse de l'indépendance et devrait dissiper la crainte que le renforcement de cette indépendance revienne à leur donner carte blanche pour accroître leurs dépenses. En effet, il est particulièrement crucial d'autoriser les banques centrales à gérer librement leur budget et à fixer leur échelle salariale à un moment où plusieurs d'entre elles ont besoin d'évoluer vers une conception moderne de leur mandat — fonctionner avec des effectifs limités, mais hautement qualifiés.

Toutefois, l'indépendance doit aller de pair avec l'obligation de rendre compte, dont la transparence est une condition *sine qua non*. En facilitant la comparaison, la transparence donne aux banques centrales une idée plus claire de leur position par rapport à leurs homologues et leur permet de prendre des mesures correctives au besoin. Les banques centrales qui publient leurs états financiers ont la possibilité de s'améliorer en les rendant plus accessibles et intelligibles. Pour celles qui ne les publient pas, il est grand temps de le faire.

Il serait également souhaitable que les autorités examinent périodiquement les dépenses des banques centrales, y compris les coûts d'accumulation des réserves. Cela permettrait de s'assurer que les critères de comparaison de la prestation de biens publics soient assez uniformes dans tout le secteur public. Le dispositif établi récemment en Nouvelle-Zélande stipule que les recettes du seigneurage appartiennent à l'État, mais que la banque centrale en conserve une portion (qui est renégociée tous les cinq ans). Il s'agit là d'un exemple intéressant de bilan systématique dont pourraient s'inspirer les autres banques centrales.

Enfin, les banques centrales doivent prendre des mesures supplémentaires pour s'assurer que leurs services ont un juste prix qui est payé par les utilisateurs. En effet, le coût de détention élevé des vastes réserves internationales devrait amener les banques centrales — du moins en principe et dans la mesure du raisonnable — à envisager des normes de réserves non rémunérées ou l'utilisation d'autres mécanismes payants. ■

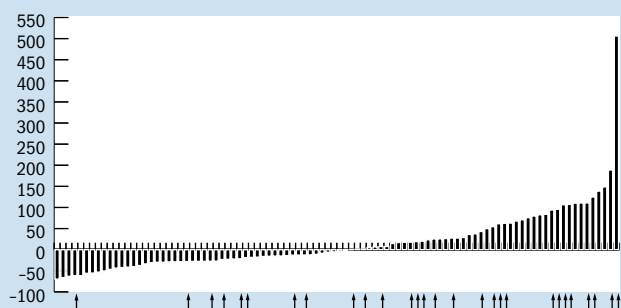
Alain Ize

FMI, Département des systèmes monétaires et financiers

De fortes disparités

L'institution la plus performante dépense moins du tiers de la moyenne du groupe, tandis que la moins performante dépense cinq fois plus.

(indice de performance)



↑ = Banques centrales faibles.

Sources : comptes financiers vérifiés des banques centrales.

Le document de travail n° 06/58, «Spending Seigniorage: Do Central Banks Have a Governance Problem?» d'Alain Ize, est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 224. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site du FMI (www.imf.org).

L'impact de l'inflation chinoise sur les États-Unis et le Japon

Au début de la décennie, les faibles tensions inflationnistes dans nombre de pays émergents ou industriels ont amené certains à soutenir que ces pays faisaient baisser les prix dans le reste du monde en exportant leurs marchandises à bon marché dans des économies plus matures. Les tensions inflationnistes ayant commencé à se généraliser, d'aucuns défendent depuis peu l'argument inverse, affirmant que la demande chinoise fait maintenant grimper les prix dans le reste du monde. Qu'en est-il? Dans un récent document de travail, le FMI examine les faits et découvre l'existence de certaines relations inattendues et intéressantes.

Comment un pays exporte-t-il son inflation ou sa déflation? L'inflation n'est-elle pas un phénomène monétaire imputable aux politiques appliquées? On peut brièvement répondre que, comme on a pu le constater, il est théoriquement possible d'importer ou d'exporter l'inflation ou la déflation. En réalité, lorsque les taux de change étaient fixes, il n'était pas rare d'observer des périodes synchronisées de déflation dans de nombreux pays, la baisse des prix dans celui de la monnaie de réserve se propageant dans les autres. De façon plus générale, l'inflation dans une économie ouverte assez petite dotée d'un taux de change fixe est d'ordinaire largement déterminée par celle de ses partenaires commerciaux.

Si elle est grande, une économie appliquant un régime de change souple peut aussi exporter son inflation ou sa déflation. Par exemple, les tensions déflationnistes pourraient être exportées directement lorsque les exportations de biens finis dont les prix en monnaie de l'exportateur diminuent font baisser directement les prix à l'importation dans d'autres pays. La déflation pourrait aussi être exportée indirectement lorsque des biens finis meilleur marché abaissent les prix dans d'autres pays en perturbant leur demande de biens étrangers. Par ailleurs, les exportations à bon prix dans des pays tiers pourraient modifier le barème des coûts des entreprises de ces pays, en leur permettant de réduire les prix de leurs exportations. De même, l'inflation causée par les pressions de la demande dans un pays risque d'entraîner une augmentation de ses importations, réduisant ainsi l'offre nationale et faisant monter les prix dans les pays exportateurs.

Plusieurs de ces arguments ont été utilisés pour affirmer que la Chine a exporté sa déflation ou son inflation. Pendant le cycle d'expansion et de ralentissement du début des années 90, ce pays a, selon certains, constitué de vastes capacités manufacturières excédentaires qui ont ultérieurement fait baisser les prix des biens manufacturés et provoqué une déflation. Sa part dans le commerce mondial augmentant rapide-

ment, la Chine a propagé sa déflation dans le reste du monde par ses exportations à bon marché. Comme la déflation a pris fin en 2003 et que les importations de divers biens ont bondi en Chine, les arguments ont quelque peu changé. Plusieurs experts ont alors soutenu que la Chine exportait son inflation, car elle aspirait des biens à un rythme tellement soutenu qu'il faisait monter les prix dans les autres pays.

Ce que montrent les données

Pour examiner le bien-fondé de ces affirmations, les auteurs du document cherchent à connaître les faits à l'aide de modèles économétriques d'une complexité croissante. En premier lieu, un modèle autorégressif simple est utilisé pour procéder à un test de causalité de Granger. Pour ce modèle et le test, on utilise des hypothèses économiques minimales qui permettent éventuellement de saisir les effets directs et indirects de l'inflation d'un pays sur celle d'un autre pays.

Les résultats obtenus sont intéressants : rien n'indique vraiment que la Chine ait exporté son inflation au Japon et aux États-Unis alors que, selon certains indices, l'inverse s'est produit, ce qui n'est guère surprenant, même si les médias n'en font pas mention. Les exportations des États-Unis en Chine progressent fortement depuis plus de dix ans. En outre, cette constatation confirme la notion que, lorsque la

souplesse du taux de change est limitée, l'inflation tend à se propager du pays de la monnaie de réserve (les États-Unis) aux autres (la Chine, par exemple).

Un modèle plus perfectionné est ensuite utilisé pour broser un tableau plus large de ces économies et expliquer comment l'inflation se propage. Plus précisément, les liens entre la hausse des prix à la consommation, les prix des marchandises et des importations, le taux de change et la croissance de la production sont estimés ensemble dans un modèle d'autorégression vectorielle, qui permet de répercuter simultanément sur l'inflation aux États-Unis, par les prix des importations, les chocs sur l'offre et la demande chinoises. Pour neutraliser une faiblesse caractéristique de ce type de modèles (l'ordre des variables modifie les résultats), deux modèles distincts sont estimés, l'un recherchant a priori un effet positif de l'inflation chinoise sur celle des autres pays.

Ce modèle confirme les premiers résultats. L'impact de l'inflation chinoise sur celle des États-Unis et du Japon n'est pas significatif. Aux États-Unis en fait, s'il existe une relation positive entre l'inflation et le renchérissement des importations et la croissance de la production et entre les prix des importations et la hausse des cours mondiaux des marchandises, les prix des importations ne sont pas sensibles à l'inflation

Rien n'indique vraiment que la Chine ait exporté son inflation au Japon et aux États-Unis alors que, selon certains indices, l'inverse s'est produit.

chinoise, qui tient à hauteur de 5 % environ à la variation des prix des importations et à la consommation aux États-Unis.

En revanche, il y a lieu de penser que l'activité des États-Unis a un impact en Chine : on constate que les chocs subis par la production aux États-Unis ont des effets sur l'inflation chinoise et la décomposition des variances laisse supposer que plus de 10 % des variations de cette inflation s'explique par celles de la croissance de la production aux États-Unis. Les résultats pour le Japon sont sensiblement analogues.

Cependant, ces modèles ont un défaut éventuellement grave. Ils peuvent sous-estimer l'impact actuel de l'inflation chinoise sur celle des États-Unis et du Japon, car les données s'étalent sur deux décennies, y compris la période pendant laquelle les échanges entre la Chine et ces deux pays étaient assez faibles. Pour corriger ce défaut, un modèle à coefficient variable est utilisé : le coefficient qui saisit les effets de l'inflation chinoise sur les autres pays varie en fonction du volume des échanges. Ce coefficient devrait s'élever à mesure que ce volume augmente, ce qui reflète un renforcement des liens entre les taux d'inflation de ces pays.

Contrairement aux anticipations toutefois, la prise en compte du développement du commerce extérieur de la Chine ne modifie pas les conclusions des modèles simples. L'inflation chinoise n'a des effets statistiquement significatifs sur les États-Unis et le Japon que dans quelques cas de courte durée (voir graphique). Là encore, l'inflation aux États-Unis semble avoir plus d'impact sur celle de la Chine.

La situation aujourd'hui

Pourquoi ne semble-t-il guère y avoir de relation croissante entre les taux d'inflation à mesure que se développe le com-

merce extérieur de Chine? Il se peut que les effets des divers éléments de cette relation s'annulent mutuellement. En 2003 et 2004 par exemple, les prix des appareils ménagers ont diminué en Chine, ce qui a sans doute fait baisser les prix mondiaux de ces biens, alors que ceux des denrées alimentaires, qui ont subi l'impact de la sécheresse et de certaines mesures intérieures, ont augmenté.

Pour vérifier cette hypothèse, un modèle à coefficients stochastiques reprenant les composantes de l'IPC a été utilisé. L'une des composantes examinées est représentée par les denrées alimentaires et l'autre l'ameublement (appareils électroménagers inclus), dont la place dans les exportations chinoises est importante. Les résultats semblent indiquer que les variations des prix de ces composantes expliquent bel et bien en partie l'évolution des prix correspondants aux États-Unis. Ils sont moins probants dans le cas de l'ameublement, sans doute parce que la période d'échantillonnage est plus courte.

Néanmoins, ils font ressortir une intensification de la relation entre les variations des prix dans les deux pays. Ils confirment dans une certaine mesure l'hypothèse que les composantes de l'IPC s'annulent mutuellement. En 2003 plus précisément, les prix des denrées alimentaires et de l'ameublement ont exercé sur l'IPC des pressions respectivement à la hausse et à la baisse. Là encore, les résultats pour le Japon sont sensiblement analogues.

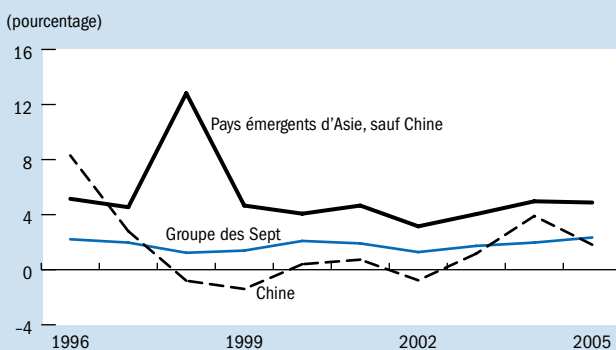
En résumé, on ne dispose, au niveau des agrégats, que de données limitées pour montrer que l'inflation chinoise a fait varier les prix aux États-Unis et au Japon. Il y a lieu de penser que l'inflation aux États-Unis a eu un impact sur celle de la Chine, conformément à la notion que l'inflation se propage du pays à monnaie de réserve aux autres économies. Dans les deux cas, l'impact a été bref. À un niveau désagrégé cependant, il semble bien y avoir dans certains secteurs des liens plus forts et sans doute croissants entre les prix en Chine et ceux aux États-Unis et au Japon.

De façon plus générale toutefois, ce sont d'autres facteurs, notamment les chocs mondiaux communs (les cours du pétrole par exemple) et le comportement analogue des banques centrales (en particulier, l'engagement de maintenir l'inflation à un niveau faible), qui offrent l'explication la plus vraisemblable de l'évolution similaire de l'inflation dans les grandes économies mondiales. ■

Tarhan Feyzioğlu
FMI, Département Asie et Pacifique

L'impact de l'inflation chinoise

Il ne semble guère établi que l'inflation chinoise ait un impact sur celle des autres pays.



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

Le document de travail n° 06/36, «Does Inflation in China Affect the United States and Japan?» de Tarhan Feyzioğlu, est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 224. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site du FMI (www.imf.org).

La Chine cherche à améliorer ses opérations monétaires

La politique monétaire de la Chine et les avantages éventuels d'un assouplissement du taux de change — émanation d'une véritable indépendance des autorités monétaires — font l'objet d'une attention considérable. Mais le débat ne devrait pas occulter les améliorations considérables déjà apportées aux opérations de la Banque populaire de Chine (BPC). Un atelier organisé récemment par la BPC a examiné les mesures que l'institution pourrait prendre pour formaliser son cadre de politique monétaire et améliorer ses opérations, en s'inspirant de l'expertise des banques centrales du monde entier.

Depuis qu'elle a commencé à jouer le rôle de banque centrale en 1984, la BPC a adopté graduellement une stratégie ancrée sur des cibles monétaires intermédiaires. Elle s'efforce de minimiser l'inflation et de maximiser la croissance, et elle annonce des cibles de croissance des agrégats monétaires au sens étroit et au sens large (M1 et M2) conformes à ces objectifs. La BPC s'est également dotée d'instruments de politique monétaire semblables à ceux des banques centrales les plus avancées. En particulier, elle recourt aux réserves obligatoires et aux opérations d'*open-market*, notamment pour stériliser les entrées de devises. Ces opérations sont devenues possibles grâce au développement du marché monétaire et du marché des changes à l'échelle nationale.

Le cadrage de la politique monétaire en Chine semble largement approprié au stade actuel de son développement économique et financier; mais à la longue, son efficacité pourrait diminuer à mesure que l'économie deviendra sophistiquée. Face à cette réalité, la BPC a demandé au FMI d'organiser un atelier dans le cadre du Programme de formation conjoint Chine-FMI. Intitulé «Détermination de l'objectif intermédiaire de la politique monétaire : questions pratiques», l'atelier avait pour but de cerner les pratiques optimales et d'en évaluer la pertinence pour la Chine. Ainsi, des experts des banques centrales d'Israël et du Chili et de la Banque centrale européenne (BCE) ont passé en revue les fondements d'une politique monétaire solide dans une économie en transition, et des spécialistes du FMI et de la BPC ont analysé la prise de décision et les enjeux de la politique monétaire en Chine.

Une perspective internationale

Lors d'un exposé sur la gestion monétaire dans un pays ayant libéralisé son compte de capital et bénéficiant d'un afflux massif de capitaux, Barry Topf (Banque d'Israël) a indiqué que des efforts visant à la fois une politique monétaire autonome, un taux de change fixe et la libre circulation des capitaux ont peu de chances de réussir. En effet, l'afflux massif de capitaux peut entraver sérieusement la politique monétaire ou l'arrimage du taux de change. Si la priorité est donnée à l'arrimage, la stabilité des prix peut en pâtir; et si l'on favorise l'appréciation du taux de change, cela a un impact sur la compétitivité et



Les conférenciers (de gauche à droite) : Barry Topf (Banque centrale d'Israël), Bernard J. Laurens (FMI), Yan Wei (Banque populaire de Chine), Rodolfo Maino (FMI), Klaus Masuch (BCE) et Igal Magendzo (Banque centrale du Chili).

l'activité économique. Face à ce dilemme, la plupart des pays adoptent généralement un dosage de mesures prévoyant l'assouplissement du taux de change.

L'intervention officielle sur le marché des changes favorise-t-elle la transition vers un régime de change plus flexible? Selon M. Topf, l'intervention peut viser plusieurs objectifs : ajuster le niveau des réserves; influencer sur le niveau ou la volatilité du taux de change; remédier au désordre sur le marché. Les deux derniers objectifs sont essentiels à la gestion monétaire et au rôle de la banque centrale dans la politique monétaire. Les pays avancés et certains pays émergents ont tendance à intervenir moins. Cependant, l'intervention est devenue un outil important pour de nombreux pays en développement qui utilisent encore le taux de change comme cible intermédiaire, et le contrôle des changes en accroît l'efficacité. En Israël, l'intervention est devenue de moins en moins efficace et de plus en plus coûteuse. En fin de compte, la flexibilité du taux de change et une politique monétaire crédible avec un ancrage nominal différent (une cible d'inflation) a rendu l'intervention inutile. La prévention de l'aléa moral et l'affectation optimale du risque ont été des éléments cruciaux de l'abandon du taux de change arrimé, mais elles ne peuvent survenir que si les marchés se sont déjà assurés de l'engagement des autorités.

Igal Magendzo (Banque centrale du Chili) a souligné la nécessité de la communication et de la transparence pour accroître la responsabilisation et la perception de légitimité des banques centrales indépendantes et pour rehausser leur efficacité opérationnelle en étayant la compréhension et les attentes des agents économiques en matière de politique monétaire, surtout quand celle-ci repose sur les opérations d'*open-market*. Une bonne communication permet à la banque centrale de préciser ses objectifs, d'informer le public sur les modalités de prise des décisions et de diffuser les informations.

En décrivant l'importance que la BCE attache à l'analyse monétaire, Klaus Masuch (BCE) a fait remarquer que la croissance monétaire et l'inflation sont étroitement liées à moyen et à long terme. Compte tenu de ce lien, la politique monétaire a besoin d'un ancrage nominal distinct des variables servant à construire les prévisions d'inflation à court terme. Ainsi, l'analyse monétaire sous-tend l'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE en tant que «deuxième pilier» de son architecture, même si aucune cible quantitative n'est affectée aux agrégats monétaires. Les autres indicateurs envisagés dans l'analyse économique (y compris les projections) sont : de multiples indicateurs de prix et de coûts; la demande globale et ses composantes; la situation du marché du travail; l'évolution budgétaire; la situation du marché financier; les attentes du secteur privé sur la base des prix et des enquêtes sur le marché financier.

Il faudrait aussi tenir compte des prix des actifs, qui déterminent la stabilité des prix à moyen terme, selon M. Masuch. Ainsi, une politique monétaire trop expansionniste pourrait d'abord se manifester par un vif essor de la monnaie et du crédit et par l'inflation des prix des actifs — et non par une flambée des prix des produits et services. C'est une autre raison pour laquelle une analyse monétaire approfondie est cruciale. En adoptant une orientation à moyen terme et en mettant l'accent sur les agrégats de la monnaie et du crédit, la banque centrale peut réagir à l'évolution du prix des actifs de façon à promouvoir le mieux la stabilité des prix à long terme.

Options

Dans l'expérience chinoise, ont déclaré les experts de la BPC, la corrélation de M1 et M2 avec la croissance économique et l'inflation n'a pas été stable au fil du temps, et les objectifs de croissance des agrégats monétaires ont souvent été manqués (voir tableau). Selon les experts du FMI, l'expérience internationale montre également que l'ancrage de la politique monétaire sur des cibles monétaires a souvent perdu de son attrait en raison de la libéralisation du système financier national et international.

Il est difficile, ont souligné les experts de la BPC, de déterminer la vitesse à laquelle la Chine doit faire des taux d'intérêt une cible intermédiaire ou opérationnelle de la politique monétaire. Les discussions ont mis en évidence l'impact négatif de l'excès de liquidités et de la segmentation du marché monétaire sur le développement d'une bonne courbe de rendement de référence. Étant donné que les banques ont une marge de manœuvre limitée pour mener leurs opérations à des fins purement commerciales, cela a miné l'efficacité du taux d'intérêt en tant qu'instrument de la politique monétaire. En conséquence, les activités monétaires axées sur le marché ont actuellement peu d'impact sur le coût des fonds, et la BPC a dû recourir davantage aux réserves obligatoires que les autres grandes banques centrales. Elle a également usé de pressions morales pour encadrer la croissance et la répartition

Objectifs manqués

Les objectifs de croissance des agrégats monétaires ont souvent été manqués.

Année	Croissance M1 ¹ (pourcentage)		Croissance M2 ¹ (pourcentage)	
	Cible	Effectif	Cible	Effectif
1994	21	26,2	24	34,5
1995	21-23	16,8	23-25	29,5
1996	18	18,9	25	25,3
1997	18	16,5	23	17,3
1998	17	11,9	16-18	15,3
1999	14	17,7	14-15	14,7
2000	15-17	16,0	14-15	12,3
2001	13-14	12,7	15-16	14,4
2002	13	16,8	13	16,8
2003	16	18,7	16	19,6
2004	17	13,6	17	14,6

¹Mesures de la masse monétaire : M1 = monnaie et comptes-chèques; M2 = M1 plus dépôts d'épargne, certificats de dépôt et fonds du marché monétaire.

Source : Michael Geiger, 2006, «Monetary Policy in China (1994-2004)», Targets, Instruments and Their Effectiveness», Wurzburg Economic Papers n° 68.

sectorielle du crédit, une pratique qui n'a plus cours dans les grandes banques centrales.

Les experts du FMI ont souligné que, dans un climat de faible inflation, bien des banques centrales renoncent au ciblage monétaire. À mesure que les pressions inflationnistes diminuent, le rôle d'information que jouent les agrégats monétaires diminue aussi, même quand ceux-ci ont manifestement un lien à long terme avec l'inflation. Cette expérience milite pour une stratégie de ciblage monétaire qui n'est pas trop rigide et qui suit les indicateurs macroéconomiques afin de déterminer s'il y a lieu de corriger un écart par rapport aux hypothèses initiales. En même temps, il y a de bonnes raisons de suivre les agrégats de la monnaie et du crédit, sans pour autant leur donner le statut de cibles intermédiaires.

Enfin, s'agissant de l'exécution de la politique monétaire, les experts du FMI ont convenu que pour fixer un taux d'intérêt directeur comme cible intermédiaire ou opérationnelle, la Chine devra réduire l'excédent de réserves dans le système bancaire. Le but serait d'inciter les banques à emprunter sur le marché interbancaire et d'utiliser ensuite un taux d'intérêt à court terme de la BPC comme signal de politique monétaire. L'utilisation accrue des taux d'intérêt aura pour effet non seulement de renforcer l'efficacité de la politique monétaire chinoise, mais aussi d'assurer une affectation plus efficace des ressources financières et de l'épargne, tout en évitant l'accumulation des risques dans le secteur financier. ■

Bernard Laurens et Rodolfo Maino

FMI, Département des systèmes monétaires et financiers

Le présent article s'inspire du document de travail du FMI, «China: Developing Effective Strategic and Operational Monetary Frameworks», (à paraître).

Pays riverains du Mékong : l'intégration régionale, clé d'un développement accéléré

Comment remédier aux disparités du développement des pays d'Asie du Sud-Est est l'un des thèmes de discussion majeurs des récentes rencontres des dirigeants de l'Association des nations d'Asie du Sud-Est (ASEAN) et la finalité de plusieurs initiatives régionales. Si le Cambodge, la République démocratique populaire lao et le Vietnam — les trois riverains du Mékong — ont réalisé des progrès remarquables depuis le lancement de leurs programmes de réforme économique dans les années 80 et au début des années 90, il faut faire plus pour que les économies les moins avancées se portent au niveau de leurs voisins les plus performants. Les avis concordent sur l'importance de ce rattrapage, tant pour les riverains du Mékong que pour les efforts qui visent à accélérer l'intégration économique régionale. Selon Cham Prasidh, Ministre cambodgien du commerce, «Nous sommes comme des wagons accrochés à un train à grande vitesse ... Si nos roues ne sont pas au calibre de celles de l'ASEAN-6, nous ne ferons que rebondir sur les rails — si nous ne déraillons pas. Et si nous déraillons, nous entraînerons aussi la motrice dans notre chute».

L'intégration régionale peut-elle contribuer à accélérer le développement des pays du Mékong? Tel fut le thème d'une conférence de haut niveau tenue au Cambodge les 26 et 27 juin, sous l'égide du Secrétariat de l'ASEAN, du FMI et du gouvernement du Royaume du Cambodge, qui a rassemblé des responsables gouvernementaux des trois pays riverains du Mékong, leurs voisins et leurs partenaires de développement, ainsi que des représentants des institutions financières multilatérales, des milieux d'affaires et universitaires.

Samdech Hun Sen, Premier Ministre du Cambodge, a donné le ton en soulignant les bénéfices potentiels du développement

régional intégré et le rôle crucial de la coopération. «Nos expériences passées nous ont enseigné que le manque de coopération entre nations riveraines du Mékong rendait la région vulnérable aux chocs externes et nous enfonçait dans la pauvreté». La leçon à retenir, a-t-il ajouté, est celle de la force de l'intégration et du surcroît de résistance que nous pouvons tirer du développement régional. Dans leurs propos liminaires, Takatoshi Kato, Directeur général adjoint du FMI, et Ong Keng Yong, Secrétaire général de l'ASEAN, ont exprimé le même sentiment.

La recette du progrès

D'après Suiwah Leung, professeur à l'École nationale d'économie et d'administration publique de l'Université nationale d'Australie, pour que les pays du Mékong réalisent leur potentiel, ils doivent achever leur transformation en économies de marché plus efficaces. Cette orientation est aussi déterminante pour leur permettre de soutenir la concurrence dans un environnement économique mondial de plus en plus intégré.

Comment doivent-ils procéder? Selon Suiwah Leung, les réformes clés sont : l'amélioration du cadre légal et réglementaire, le renforcement des secteurs bancaire et financier, et la réduction de l'intervention de l'État dans l'économie. Suiwah Leung a aussi souligné l'importance de réduire les coûts afférents à des services comme les télécommunications, le transport et l'électricité, pour que les pays du Mékong attirent davantage d'investissement direct étranger et participent aux réseaux de production d'Asie de l'Est et du Sud-Est. Bien que la plupart des participants aient souscrit à cette thèse, plusieurs ont précisé que des investissements de grande envergure s'imposent dans l'infrastructure et la mise en valeur des ressources humaines, surtout en ce qui concerne l'éducation et la santé. Ces investissements, indispensables dans tous les pays, le sont plus particulièrement dans les pays riverains du Mékong, qui sortent de plusieurs années de guerre et de conflit. Les avis ont concordé sur le fait que la corruption sous toutes ses formes doit aussi être combattue pour que ces économies attirent l'investissement privé à quelque échelle que ce soit.

Martin Stuart-Fox, professeur émérite d'histoire à l'université du Queensland (Australie), a présenté une étude sur l'influence de la culture politique sur le rythme du développement d'un pays. Il considère que le développement économique peut se heurter à plus d'obstacles dans les cultures où le clientélisme et le souci de la hiérarchie sont plus profondément ancrés — comme le Cambodge et la RPD lao — parce qu'elles présentent un plus grand risque intrinsèque de résistance aux politiques et programmes qui sont



La communauté internationale a joué un rôle important dans le développement de la région du Mékong. Le Japon finance la construction de ce pont à Ha Long, Vietnam.

bénéfiques à l'état-nation, mais qui menacent l'hégémonie du parti au pouvoir.

La thèse de M. Stuart-Fox a soulevé un vif débat, certains participants contestant vigoureusement l'affirmation selon laquelle certaines cultures seraient plus propices au clientélisme politique ou moins propices au développement économique. L'auteur a admis que cette conclusion ne repose sur aucune idée préconçue. Il a cité l'exemple de la Thaïlande, pays dont le substrat culturel est semblable à celui du Cambodge et de la RPD lao, mais qui a réussi un développement encourageant. Il n'empêche, a-t-il ajouté, que la première condition pour surmonter les obstacles au développement est de reconnaître les problèmes potentiels que peuvent poser des antécédents liés à une culture de clientélisme politique.



HOANG DINH NAM/AFP

Une école élémentaire à Phnom Penh, Cambodge. En plus des réformes fondamentales, la région bénéficierait d'investissements considérables pour la mise en valeur des ressources humaines, y compris l'éducation.

L'intégration et ses avantages

Le rôle de l'intégration et de la coopération régionales dans les progrès des réformes et du développement des pays du Mékong a été l'un des principaux thèmes de discussion. Fukunari Kimura, professeur d'économie à l'université Keio du Japon, a mis en relief les avantages que les pays moins avancés peuvent tirer de l'intégration régionale. Ses travaux soulignent les fortes retombées potentielles pour les «derniers arrivants au sein de l'ASEAN», les procédés de production dans le secteur manufacturier pouvant être efficacement répartis en divers segments, ceux à forte intensité de main-d'œuvre allant aux pays dont la main d'œuvre est la moins coûteuse et qui offrent de faibles coûts de «services logistiques» qui facilitent l'intégration transfrontalière avec d'autres segments de production. Mise en œuvre efficacement, l'intégration régionale peut accroître fortement la capacité des économies du Mékong à entrer dans les circuits de production régionaux qui caractérisent de plus en plus l'économie de l'Asie de l'Est.

Le rôle des accords commerciaux bilatéraux et régionaux est un autre aspect important de l'intégration. Les participants ont eu un échange de vues animé sur la question, les avis étant partagés sur la question de savoir si les avantages dépassent les risques quant à l'apport de ces accords au développement de la région. Certains participants, comme M. Kimura, ont estimé que les risques liés à la prolifération des accords régionaux sont faibles, surtout parce que l'essentiel du commerce régional s'effectue déjà à des niveaux tarifaires très bas. Il a aussi écarté les dangers du phénomène du «bol de nouilles», où la superposition de plusieurs accords aboutit à des régimes commerciaux trop complexes et opaques.

D'autres participants se sont montrés plus prudents. Fred Burke, associé-gérant du cabinet Baker & McKenzie de Ho Chi Minh-ville, estime que la prolifération de ces accords impose des coûts non négligeables au secteur privé. Patrizia Tumbarello, économiste au FMI, a aussi mis en garde contre le risque que cette prolifération entraîne un détournement indésirable du commerce, à moins que les «pays d'Asie ne continuent

à compléter l'intégration régionale par une libéralisation des échanges fondée sur la clause de la nation la plus favorisée».

Partenaires régionaux et mondiaux

Le seul point qui a fait l'unanimité est celui de l'importance de l'évolution des pays de l'ASEAN ces dernières années — en particulier l'implication accrue de ses pays membres et les liens étroits qui se tissent avec la Chine, la Corée et le Japon. Chal-longphob Sussangkarn, Président de l'Institut thaïlandais de la recherche pour le développement, a souligné combien il importe d'accélérer l'intégration économique au sein de l'ASEAN. À son avis, sans nouveaux progrès, «chacune des économies de l'ASEAN sera confrontée à un danger réel de marginalisation au sein d'une Asie dominée par la taille de la Chine et de l'Inde, et par le niveau technologique du Japon et de la Corée du Sud». Bien des participants de la région ont partagé ce point de vue.

Les avis ont largement concordé également sur le fait que la communauté internationale a un rôle essentiel à jouer en épaulant le développement de la région du Mékong. Le maintien d'une assistance financière et technique aux investissements qui font cruellement défaut dans l'éducation, les soins de santé et l'infrastructure restera à l'évidence une priorité. Un meilleur accès aux marchés, aux technologies et au savoir sera tout aussi crucial, ainsi que le renforcement des capacités, pour aider les pays riverains du Mékong à être effectivement intégrés en Asie. Un appel a néanmoins été lancé par les participants, pour une coordination accrue des interventions des donateurs sur la vaste gamme d'initiatives qui apparaissent dans la région du Mékong. ■

Benedict Bingham
FMI, Département Asie et Pacifique

Pour en savoir plus sur la conférence, voir le communiqué de presse n° 06/145 sur le site du FMI (www.imf.org).

Comment relever les défis du surcroît d'aide?

En promettant, en juin 2005, d'accroître leur aide (à l'Afrique notamment), les dirigeants du G-8 ont stimulé les efforts déployés par la communauté internationale pour accélérer la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement. Mais la perspective d'un surcroît d'aide engage les bailleurs de fonds et les pays bénéficiaires à faire preuve d'efficacité dans la distribution et l'utilisation des ressources. Le FMI et la *Royal African Society* du Royaume-Uni ont organisé une conférence sur ce thème le 4 juillet à Londres. Parmi les intervenants figuraient Tony Venables (Département britannique du développement international), Elliott Harris (FMI) et Christopher Eads (*Economist Intelligence Unit*).

Tony Venables a ouvert le débat en notant que l'aide peut se révéler particulièrement efficace dans les États ayant un faible revenu par habitant et une politique économique avisée, ainsi que dans les pays sortant d'un conflit. Toutefois, alors que de nombreux pays reçoivent une aide inférieure à ce qu'ils peuvent utiliser efficacement, d'autres bénéficient d'une assistance excessive. L'aide permet de financer non seulement les programmes de réduction de la pauvreté et les investissements dans l'infrastructure économique, mais aussi le développement des capacités (à condition de consolider l'administration et les institutions publiques) et le renforcement de la transparence dans la gestion des ressources publiques. De l'avis de M. Venables, une gestion macroéconomique prudente s'impose en période d'accroissement de l'aide pour notamment réduire les risques de syndrome hollandais et éviter une trop grande dépendance vis-à-vis de l'aide.

Selon Elliott Harris, les pays sont confrontés à quatre défis clés dans la gestion de l'aide additionnelle : l'absorber et la dépenser efficacement; remédier à la volatilité et à l'imprévisibilité des flux; assurer la viabilité budgétaire des dépenses supplémentaires financées par l'aide, surtout lorsque les flux s'amenuisent; et utiliser sagement la latitude d'emprunt créée par l'allègement, pour ne pas retomber dans le surendettement. La démarche à adopter consiste à coordonner soigneusement la politique budgétaire, la politique monétaire et la politique de change, démarche souvent compliquée par

le caractère volatil et imprévisible des décaissements de l'aide internationale.

Dans tous ces domaines, a déclaré M. Harris, le FMI offre des conseils de politique économique et de l'assistance technique. Il aide aussi les pays à établir divers scénarios macroéconomiques pour préserver la stabilité et la croissance en cas d'augmentation de l'aide.

Les dangers de l'assistance budgétaire

Christopher Eads a indiqué que les donateurs ont de plus en plus tendance à offrir un soutien budgétaire général — plutôt que le financement de projets ou une aide destinée à des fins particulières. Ce soutien a des coûts de transactions moindres et s'aligne plus aisément sur les priorités des bénéficiaires en matière de réduction de la pauvreté. Toutefois, les donateurs accordent aussi plus d'attention à la situation politique des pays : ainsi, une dégradation est plus susceptible de causer une interruption de l'appui budgétaire et de compliquer les relations

entre donateurs et bénéficiaires. Les parties concernées doivent donc s'entendre sur les conditions auxquelles les bailleurs de fonds pourraient revoir leur assistance budgétaire générale.

L'impératif de responsabilisation

Les conférenciers ont mis en garde les donateurs contre la pratique consistant à accroître l'aide comme à l'habitude, au risque de répéter les erreurs passées. Si les pays bénéficiaires n'améliorent ni leur politique économique, ni leurs institutions, tout surcroît d'aide risque d'être gaspillé ou d'accentuer la fuite des capitaux. Les relations entre donateurs et bénéficiaires doivent être régies par des règles précises et reposer sur la responsabilisation des uns et des autres. Les bailleurs de fonds doivent être davantage à l'écoute des pays qu'ils souhaitent aider. Surtout, ils doivent mettre l'accent sur les résultats pour que leur aide ait l'impact escompté au plan local — condition nécessaire à la réalisation des objectifs de développement et de réduction de la pauvreté à l'échelle nationale. ■

Elliott Harris

FMI, Département de l'élaboration
et de l'examen des politiques



L'aide est importante pour financer l'éducation et appuyer ainsi le développement du capital humain.

Emmanuel Kwittemy/REUTERS



Laura Wallace
Rédactrice en chef

Sheila Meehan
Rédactrice principale

Christine Ebrahim-zadeh
Directrice de production

Elisa Diehl
Ina Kota
Rédactrices

Maureen Burke
Lijun Li

Assistantes de rédaction

Kelley McCollum
Assistante de production

Julio Prego
Graphiste

Graham Hacche
Conseiller principal

Édition française
Division française
Services linguistiques

Alfred Detchou
Traduction

Anne Rousseau
Correction & PAO

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

Aux 22 numéros qui paraissent chaque année s'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.