

Allocution au Council on Foreign Relations . . .

M. Camdessus présente le programme du FMI à l'aube du vingt et unième siècle

Michel Camdessus, Directeur général du FMI, s'est adressé au Council on Foreign Relations le 1^{er} février à New York. Il a insisté sur la flexibilité du FMI et sa capacité d'adaptation aux nouveaux défis d'une économie mondiale en évolution permanente — dans sa réaction aux besoins des pays membres et aux besoins systémiques de l'économie mondiale. M. Camdessus a souligné que les responsabilités du FMI vis-à-vis des pays membres vont au-delà de la prévention des crises, c'est-à-dire de sa fonction de surveillance, pour englober les domaines plus larges de la réduction de la pauvreté et de la gestion des crises. Les appels à la réforme de l'architecture financière internationale impliquent une coordination plus étroite entre les pays et avec les institutions internationales afin de préserver la stabilité mondiale et de réduire le nombre et la gravité des crises financières.

Voici des extraits de l'allocution de M. Camdessus. Le texte intégral (en anglais) est disponible sur le site Web du FMI (www.imf.org).

Le FMI est une institution qui ne cesse de se réformer. Nous pouvons prévoir non seulement que l'intégration des marchés et des flux massifs de capitaux privés internationaux se poursuivra et s'intensifiera, mais aussi que nous aurons de grands défis à relever : ceux que l'on connaît, comme la pauvreté, et d'autres plus nouveaux, tels que le vieillissement de la population dans nombre de pays et la montée éventuelle de l'extrémisme et de la violence si nous ne sommes pas en mesure d'inverser la hausse des inégalités entre les pays pauvres et les pays riches.

Le FMI offre cinq avantages bien établis à ses pays membres :

- l'universalité et la responsabilité de coopérer avec les pays membres à leur politique économique;
- une mission bien définie et mise à l'épreuve, telle qu'elle figure parmi ses objectifs originaux et qui reste remarquablement cohérente aujourd'hui;
- la flexibilité, c'est-à-dire la capacité de s'adapter rapidement aux nouvelles

(voir page suivante)

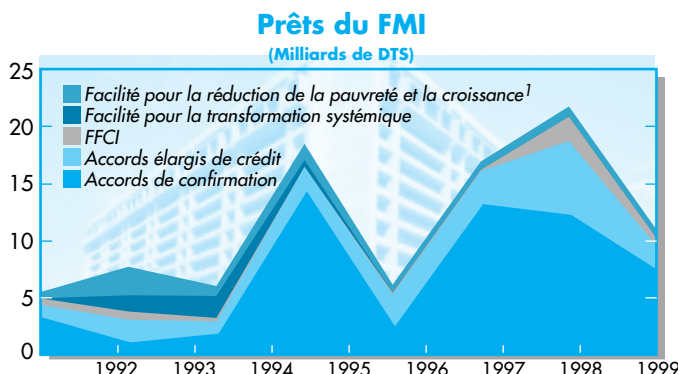
Conséquence de la reprise de l'activité . . .

Le FMI a accordé moins de prêts en 1999

Les ressources du FMI utilisées par les pays membres sont tombées de 21,5 milliards de DTS (29,3 milliards de dollars) en 1998 à 10,8 milliards de DTS (environ 14,7 milliards de dollars) en 1999, à mesure que plusieurs d'entre eux se relevaient des crises graves qui ont secoué plusieurs régions en 1998. Toutefois, malgré cette baisse générale de la demande d'aide, plusieurs pays membres ont reçu des décaissements de gros montant. Figurent en tête de liste le Brésil au titre de la facilité de réserve supplémentaire (3,6 milliards de DTS ou 4,9 milliards de dollars) — il a aussi reçu 814,1 millions de DTS ou 1,1 milliard de dollars dans le cadre d'un accord de confirmation —, le Mexique au titre d'un accord de confirmation (1,04 milliard de DTS ou 1,4 milliard de dollars), l'Indonésie au titre du mécanisme élargi de crédit (MEDC) (1,0 milliard de DTS ou 1,4 milliard de dollars) et le Nicaragua au titre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC) (78,3 millions de DTS ou 106,7 millions de dollars).

En avril, le FMI a établi des lignes de crédit préventives pour une période de deux ans, afin d'aider à court terme les pays membres à combler

(suite à la page 39)



¹Ex-FASR — Facilité d'ajustement structurel renforcée.

Source : FMI, Département de la trésorerie

Dans ce numéro

- 33**
Le FMI à l'aube du 21^e siècle
- 33**
Le FMI a accordé moins de prêts en 1999
- 37**
Ciblage de l'inflation
- 38**
Assistance technique du FMI
- 40**
Nominations de cadres de direction
- 41**
Investissements de portefeuille internationaux
- 42**
L'Estonie et l'adhésion à l'UE
- 45**
Flux de capitaux vers les marchés émergents
- 46**
Nature des crises monétaires
- 48**
Investissement direct étranger en Asie
- Lire aussi**
- 36**
Sur le site Internet
- 39**
Utilisation des ressources du FMI
- 40**
Publications récentes
- 48**
Principaux taux du FMI

Pour être efficace et crédible, l'exécution de la politique économique doit s'appuyer sur des institutions économiques solides, la transparence et la bonne gestion publique.

(suite de la première page) demandes d'une économie mondiale en évolution permanente;

- le fait qu'il ait été conçu comme le «mécanisme» de promotion de la coopération multilatérale pour traiter les questions économiques internationales;

- des services réputés pour leur professionnalisme et leur expérience unique dans la surveillance, l'assistance technique et la gestion des crises.

Comment peut-on le mieux déployer et développer ces points forts dans le contexte actuel de rapide innovation, dans un monde où nous devons toujours nous attendre à l'inattendu? En essayant d'être compatible à tous les pays membres quelle que soit leur taille ou leur situation et en assumant les responsabilités du FMI envers l'ensemble du système monétaire et financier international.

Les responsabilités du FMI vis-à-vis des pays membres

Il faut que tous les pays puissent toujours compter sur le FMI pour les aider à poursuivre leurs objectifs de stabilité et de croissance de qualité. Notre programme de travail est donc chargé et vaste. Je me concentrerai sur trois domaines où nos activités évoluent.

Prévention des crises. Le monde a besoin d'une institution qui aide à prévenir les crises. Mais c'est le strict minimum. En temps normal, le FMI doit analyser la politique économique de ses pays membres et établir un dialogue avec chacun d'entre eux, des États-Unis à la plus petite île du Pacifique : c'est ce que nous appelons la surveillance. Bien sûr, celle-ci est axée sur les principaux domaines de compétence du FMI : la politique et la gestion macroéconomiques. Mais nous avons appris que pour être efficace et crédible, l'exécution de la politique économique doit s'appuyer sur des institutions économiques solides, la transparence et la bonne gestion publique, avec tout ce que cela implique pour la solidité du secteur financier, les réformes structurelles, l'application des normes, ainsi que les politiques sociales et de l'emploi. C'est pourquoi nous adaptons rapidement notre surveillance :

- en insistant davantage sur les implications internationales des politiques économiques intérieures;
- en développant les dimensions régionales de la surveillance;
- en y intégrant des évaluations techniques des vulnérabilités et des risques dans le secteur financier;
- en diffusant des normes et des codes acceptés universellement.

Lutte contre la pauvreté. La détresse des pays les plus pauvres, et des plus démunis parmi leur population, est bien le «risque suprême pour le système». Nous devons essayer de tirer les conclusions logiques de cette prise de conscience. Malgré tous les efforts de ces cinquante dernières années, les progrès ont été trop lents : le revenu par habitant dans nombre des pays les plus

pauvres a baissé, la dette a augmenté et la pauvreté reste généralisée. La communauté internationale a donc décidé récemment d'engager un nouvel effort pour s'attaquer simultanément à la pauvreté et à l'endettement en réaménageant l'Initiative en faveur des PPTE, qui fournira un allègement de la dette à grande échelle aux pays dont la politique économique favorable à la croissance prévoit une stratégie explicite et ciblée de lutte contre la pauvreté, établie à la suite d'un processus impliquant largement la société civile.

Dans le cadre de sa contribution à l'effort mondial de lutte contre la pauvreté, le FMI a remplacé sa facilité concessionnelle par une facilité mieux ciblée, la facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC). Pourquoi le FMI doit-il participer à cette nouvelle approche? Parce que, de l'avis général, la stabilité macroéconomique et les réformes structurelles, d'une part, et la croissance et la réduction de la pauvreté et des inégalités, d'autre part, se renforcent mutuellement.

Cependant, faire de la réduction de la pauvreté un objectif explicite des programmes appuyés par le FMI ne signifie pas que notre institution va complètement réorienter ses opérations. Nous allons plutôt faire appel à la Banque mondiale et aux banques régionales de développement pour accorder les prêts qui appuieront les politiques de lutte contre la pauvreté prévues dans les programmes économiques que nous soutenons. Le but du FMI est d'assurer que la réduction de la pauvreté est un objectif intrinsèque et explicite lors de l'élaboration de la politique économique et de vérifier que les pays disposent des moyens et de l'appui nécessaires pour mener à bien leur politique.

Gestion des crises. C'est l'activité du FMI dont on parle le plus et elle doit, bien sûr, demeurer essentielle. Mais, pour faire face à l'éventail des situations nationales, le FMI doit varier son approche.

- D'un côté, nous avons les situations d'urgence où des crises intérieures ont des implications systémiques dans des pays brusquement victimes d'une crise de liquidités à grande échelle. Le FMI est maintenant mieux équipé pour aider ces pays grâce à la facilité de réserve supplémentaire, conçue pour réagir rapidement à des crises majeures, et aux lignes de crédit préventives, qui visent à éviter les effets de la contagion sur des pays qui appliquent une politique économique vertueuse.

- De l'autre côté, nous avons un grand nombre de pays pauvres où le revenu baisse et la misère est endémique. Ces pays ont besoin de conseils, de coopération technique et d'un large appui financier (quoique modeste à l'échelle mondiale), généralement sur plusieurs années.

- Entre ces deux extrêmes se trouvent les nombreux pays, chacun relativement modeste à l'échelle mon-

diale, qui continueront de solliciter l'attention et l'appui du FMI. Inadmissibles à l'aide concessionnelle, encore incapables d'attirer des flux massifs de capitaux privés et parfois même confrontés aux défis de profondes réformes structurelles, ces pays devront avoir recours aux sources d'aide officielles de temps en temps. Ces pays devraient être assurés de pouvoir utiliser, le cas échéant, les facilités existantes du FMI.

Les responsabilités systémiques du FMI

Il y a un an, presque toutes les conférences internationales portaient sur la réforme de l'architecture financière internationale. Au cours de l'année écoulée, des progrès ont été accomplis dans la transparence — la règle d'or — ainsi que dans la stabilité du secteur financier et les normes universelles. Mais le débat reste ouvert dans trois domaines importants.

- Premièrement, étant donné le rôle croissant des flux de capitaux privés et leur potentiel d'expansion à long terme, le rôle du secteur privé sur les marchés financiers est une question fondamentale. Il semble particulièrement utile de déterminer comment renforcer la contribution du secteur privé, d'accroître la capacité des investisseurs à évaluer le risque et, de manière générale, d'assurer que le FMI est en mesure d'interagir avec le secteur privé.

- Deuxièmement, pour mettre en place les conditions propices à un rôle constructif du secteur privé, il est essentiel de promouvoir la libéralisation des mouvements de capitaux. Peu nombreux sont maintenant ceux qui contestent les avantages d'une libéralisation appuyée par une politique économique appropriée. Cependant, les situations nationales étant très variables, chaque pays doit ajuster sa méthode de libéralisation en conséquence.

- Troisièmement, le débat sur les régimes de change est loin d'être clos. En théorie, une préférence se dégage pour un régime se situant à l'un ou l'autre extrême — rattachement strict ou caisse d'émission d'un côté et flottement libre de l'autre. Dans la pratique, les régimes ne sont pas aussi nettement polarisés aujourd'hui et nous aurons sans doute un mélange de régimes pendant un certain temps. À long terme, il y aura moins de monnaies. Mais l'exemple de l'euro montre que ce processus se mesurera en décennies et non en mois ou en années.

Ce sont là quelques questions qui se posent à l'heure où nous cherchons à stabiliser l'économie mondiale. Mais imaginons que se produise un effondrement pire que celui observé en 1997 et 1998. Le monde serait-il en mesure de réagir? Et quel serait le rôle du FMI?

Cela nous amène à nous demander s'il est nécessaire de disposer d'un prêteur de dernier ressort et si le FMI peut jouer ce rôle. Dans le système financier international, le FMI est ce qui se rapproche le plus d'un prêteur de dernier ressort. C'est une fonction que nous avons assumée et adaptée pendant plus de cinquante

ans et il ne serait pas inutile de le reconnaître pour confirmer le FMI dans ce rôle et l'inviter à continuer d'offrir à la communauté internationale cette garantie vitale, avec assez de jugement pour éviter tout risque d'abus. Dans une crise véritablement systémique, les ressources du FMI, aussi substantielles soient-elles, pourraient être insuffisantes, il faut en convenir. Cependant, il y a un rôle à jouer pour une institution capable de créer temporairement des liquidités supplémentaires. Le FMI pourrait être autorisé à injecter des liquidités — et à les retirer quand le besoin ne se fait plus sentir — un peu comme une banque centrale, en créant des DTS et en les allouant de manière sélective.

Enfin, permettez-moi de me pencher maintenant sur la question du système monétaire international et de la gouvernance du FMI, dans le cadre de la gouvernance de l'ensemble de l'économie mondiale. Il ne s'agit pas d'établir une sorte de gouvernement mondial, mais bien de satisfaire une ambition plus limitée : trouver une réponse mondiale à des problèmes mondiaux inévitables. Il faut trouver des mécanismes de gestion de l'économie mondiale qui ne compromettent pas la souveraineté des États, qui favorisent le bon fonctionnement des marchés, qui améliorent les chances des pauvres et qui assurent la stabilité financière internationale, mais qui offrent aussi des solutions à des problèmes qui transcendent actuellement les frontières de l'État nation. Je mentionnerai deux de ces problèmes : la cohérence des décisions économiques au niveau international et la responsabilité politique.

Le problème créé par le manque de cohérence du processus décisionnel au niveau mondial est illustré par l'incapacité de lancer le cycle 2000 des négociations commerciales à Seattle. Notez l'incohérence entre la décision des ministres des finances, dans le cadre des institutions de Bretton Woods, de réduire de moitié environ la dette de trente-cinq ou quarante pays pauvres très endettés et l'incapacité de ces mêmes autorités, dans le cadre de l'OMC, à éliminer les obstacles aux exportations de ces pays.

La question de la responsabilité politique des institutions internationales est tout aussi urgente. Trop souvent, elles sont considérées comme des technocraties n'ayant à répondre devant personne. Mais le FMI est comptable de son action aux autorités de ses pays membres. Chaque prêt que nous accordons, y compris ceux controversés en Asie et en Russie, a reçu l'appui des autorités de nos pays membres.

Le problème n'est pas que nous ne soyons pas comptables, mais bien que nous ne soyons pas considérés comme étant comptables et que certains pays membres jugent commode de temps en temps de ne pas exprimer publiquement leur appui à des actions



M. Camdessus : le FMI est comptable de son action aux autorités de ses pays membres. Chaque prêt que nous accordons, y compris ceux controversés en Asie et en Russie, a reçu l'appui des autorités de nos pays membres.

Rappelons-nous que la période de répit que nous avons payée très cher sera peut-être de courte durée : il faut donc chercher activement à réformer et à renforcer nos institutions.

qu'ils ont soutenues au Conseil d'administration. Le problème vient en partie du fait que jusqu'il y a peu les pays membres ont été réticents à publier leurs accords avec le FMI et nos rapports de consultation au titre de l'article IV sur leur économie, accentuant le sentiment que nous ne sommes pas comptables. Comme vous le savez, j'ai appuyé vivement l'idée d'une plus grande transparence du FMI et, à l'heure de mon départ, je suis très heureux de constater combien nous sommes devenus plus ouverts. Une plus grande ouverture assurera notre légitimité et nous permettra d'améliorer la qualité des débats de fond et de la participation démocratique dans les pays membres, et dans le même temps, elle contribuera à une meilleure efficacité des marchés internationaux de capitaux.

Mais il importe aussi de veiller à montrer beaucoup plus clairement que le FMI dispose de l'appui politique légitime de ses actionnaires. Une réforme que j'ai récemment soutenue résoudrait ce problème. Elle consisterait à transformer le comité ministériel consultatif du FMI — appelé jusqu'il y a peu Comité intérimaire et rebaptisé Comité monétaire et financier international en septembre 1999 — en un conseil qui pourrait décider des grandes orientations stratégiques de l'économie mondiale. Bien loin de mener à

une politisation excessive du FMI, cette réforme si-tuerait, aux yeux du public, la responsabilité exactement où elle se trouve déjà.

On pourrait aussi alterner le Sommet du G-7 et une réunion des chefs d'État et de gouvernement des pays qui ont un administrateur au Conseil du FMI ou de la Banque mondiale. L'ensemble des 182 pays membres seraient ainsi représentés équitablement et légitimement. Comme cette réunion inclurait les responsables de ces deux organisations, de l'Organisation internationale du travail et de l'Organisation mondiale du commerce, ainsi que le Secrétaire général des Nations Unies, elle permettrait d'établir un lien visible et solide entre ces institutions et de former un groupe représentatif des dirigeants mondiaux disposant de la plus grande légitimité possible.

Le programme de réforme que je viens de décrire n'est pas particulièrement radical; pourtant, il progresse de façon inégale. Puissent les dirigeants qui ont exprimé récemment leur intérêt pour la réforme du FMI et des autres institutions financières internationales, ainsi que nos 182 pays membres se rappeler que la période de répit que nous avons payée très cher sera peut-être de courte durée : il faut donc chercher activement à réformer et à renforcer nos institutions. ■

Sur le site Internet (www.imf.org)

Communiqué de presse

00/3 : le FMI nomme M. Horiguchi Directeur du Département Asie et Pacifique, 28 janvier

Conférences de presse

Transcription d'une conférence de presse de Michel Camdessus avant la conférence des chefs d'État africains, 20 janvier

Transcription de la vidéoconférence de Michel Camdessus avec des journalistes d'Afrique francophone (Bénin, Cameroun, Sénégal), 21 janvier

Notes d'information

00/5 : le FMI achève la revue et approuve une tranche de crédit de 8,1 millions de dollars en faveur de la Mongolie, 24 janvier

00/6 : le FMI achève la revue et approuve une tranche de crédit de 18 millions de dollars en faveur du Tadjikistan, 28 janvier

00/7 : le FMI charge M. Ahmed de la coordination des stratégies de lutte contre la pauvreté, 28 janvier

00/8 : le FMI publie l'enquête sur les investissements de portefeuille internationaux, 31 janvier

Notes d'information au public (NIP)

00/3 : conclusions des consultations au titre de l'article IV avec la Jamaïque et rapport des services du FMI pour les consultations de 1999 au titre de l'article IV, 27 janvier

00/4 : conclusions des consultations au titre de l'article IV avec la Croatie et rapport des services du FMI pour les consultations de 1999 au titre de l'article IV, 30 janvier

Discours

«Réduction de la pauvreté et croissance : un agenda pour l'Afrique à l'aube du troisième millénaire» — Michel Camdessus au sommet des chefs d'État africains, Libreville, 18 janvier

«Programme du FMI à l'aube du vingt et unième siècle» — Michel Camdessus au Council on Foreign Relations, New York, 1^{er} février (voir page 33)

«The Unfinished Reform Agenda in Asia» — Hubert Neiss au séminaire du FMI pour les médias, 25 janvier
Presentation to the International Financial Institution Advisory Committee — Stanley Fischer, 2 février

Lettres d'intention et mémorandums de politique économique et financière

Albanie, 21 janvier
Indonésie, 27 janvier
Tadjikistan, 1^{er} février

Divers

Rate of Remuneration, Rate of Charge, and Burden-Sharing Adjustments, 19 janvier

Redraft of Manual on Monetary and Financial Statistics, pour commentaires, 27 janvier

Developing a Revised Manual for the PPI, 2 février

Notes d'information au public (NIP). Elles présentent l'évaluation faite par le Conseil d'administration des perspectives et politiques économiques des pays membres. Ces notes, qui comprennent aussi des renseignements généraux sur l'économie du pays membre, sont diffusées — avec le consentement du pays en question — à la suite des consultations au titre de l'article IV et des débats du Conseil d'administration, sur décision de celui-ci.

Lettres d'intention et mémorandums de politique économique. Établis par les pays membres, ces documents décrivent les politiques qu'ils ont l'intention d'appliquer dans le cadre du programme pour lequel ils demandent une aide financière au FMI.

Il faut définir avec soin les marges de fluctuation pour éviter de semer la confusion sur les marchés

Certains pays industrialisés comme le Royaume-Uni ont déjà cherché à atteindre et à maintenir un bas taux d'inflation en optant pour un cadre de politique monétaire fondé sur le ciblage de l'inflation. Il s'agit pour les autorités d'annoncer explicitement le taux qu'ils visent. Cette méthode suscite de l'intérêt dans les économies de marché émergentes comme les Philippines et la Pologne, où l'inflation dépasse de loin le taux visé à plus long terme.

Marges de tolérance

Le document de synthèse du FMI n° 99/8, *Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?*, par Eric V. Clifton, de l'Institut du FMI, explore un aspect de la conception d'un cadre de ciblage de l'inflation pour les économies de marché émergentes : le sens à donner à la limite inférieure d'une bande cible, lorsqu'elle s'écarte largement de l'objectif ultime des autorités. Comme il est généralement admis qu'un objectif ponctuel a toutes les chances d'être raté, ce qui risque de nuire à la crédibilité du cadre d'action général, l'étude part du principe que les autorités définiront une marge de tolérance à l'intérieur de laquelle le taux d'inflation pourra osciller. La plupart des pays qui ont opté pour le ciblage de l'inflation ont prévu des marges de tolérance qui «permettent à la banque centrale de donner aux marchés une indication de la variabilité prévisible de l'inflation».

La poursuite d'un objectif d'inflation trop précis risque de conduire à une volatilité excessive des taux d'intérêt. Un pays qui établit une marge de fluctuation étroite devra modifier plus souvent ses taux d'intérêt pour maintenir l'inflation dans les limites prescrites, risquant ainsi de déstabiliser les marchés financiers, même si l'objectif d'inflation est atteint.

Une fois la cible établie, il reste à déterminer le type de marge : dérogations, plafonds ou bandes de fluctuation plus ou moins étroites. Par souci de transparence, il convient d'officialiser et de rendre publiques ces marges. Les autorités qui précisent les circonstances dans lesquelles il devient acceptable de rater une cible d'inflation ponctuelle autorisent une sorte de dérogation. Toutefois, utilisée seule, cette méthode ne procure une marge de tolérance que dans les conditions précises définies par les autorités. Une autre approche consiste à définir un plafond sous lequel il faudra ramener le taux d'inflation avant une date donnée, ce qui autorise une large marge de tolérance vers le bas sans qu'il soit nécessaire de satisfaire à des conditions. L'établissement d'un plafond légèrement

supérieur à l'objectif ultime des autorités permet de ménager une certaine marge de manœuvre vers le haut. Dans la troisième option, l'objectif d'inflation devient une tendance centrale élargie (par exemple, 2–3 %) plutôt qu'une bande de fluctuation précise. Ainsi, si le taux moyen d'inflation tombe à l'intérieur des limites fixées pour une période définie, le régime est jugé adéquat.

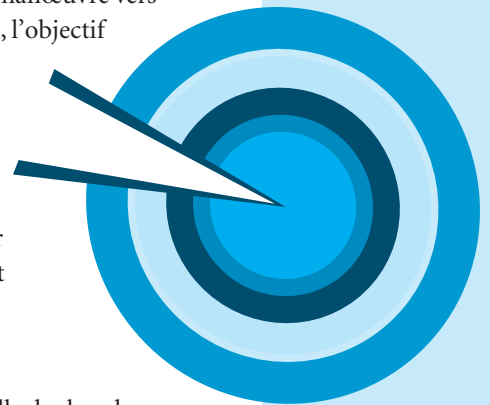
Bandes cibles

La méthode la plus populaire, celle des bandes cibles, constitue le sujet du document de synthèse. La limite supérieure de la bande est le taux plafond. La limite inférieure est un concept nouveau, d'où la question de savoir ce qui se passe lorsque l'inflation plonge sous ce plancher.

La limite inférieure peut se prêter à deux interprétations fondamentales. Selon la première, il s'agit d'un simple repère, qui traduit l'incapacité des autorités monétaires à atteindre un point particulier — habituellement le milieu — de la fourchette-objectif. Par exemple, si les autorités décident que 5 % constitue le taux d'inflation optimal à atteindre avant une date donnée et qu'une marge de tolérance de plus ou moins 2 % est nécessaire, elles établissent une bande cible de 3–7 %. La limite inférieure sert uniquement à orienter les attentes du marché vers le milieu de la bande. Dans ce cas, aucune mesure corrective n'est jugée nécessaire si l'inflation tombe sous le taux plancher et les opérateurs des marchés ne doivent pas nécessairement s'attendre à un assouplissement de la politique monétaire.

Dans la seconde interprétation, la limite inférieure de la bande devient significative — un spécialiste la compare à une «barrière électrifiée». Elle «peut renseigner les opérateurs des marchés sur ce que les autorités considèrent comme le taux optimal d'inflation ou le rythme le plus approprié de désinflation», note M. Clifton. Elle indique aussi aux opérateurs que les autorités relâcheront peut-être la politique monétaire si le taux d'inflation prévu plonge sous le plancher avant la date cible.

Le document de synthèse ne se prononce pas sur la valeur relative de ces deux interprétations; il s'attache plutôt à démontrer qu'il importe, par souci de transparence et de crédibilité, que les autorités indiquent le plus clairement possible aux opérateurs des marchés la politique qu'ils mènent ou les cir-





constances dans lesquelles ils permettront à l'inflation de s'écarter de la bande cible. Si le taux plancher n'est pas déterminé avec soin, il peut induire les marchés en erreur quant à la réaction des autorités en cas de baisse de l'inflation.

Études de cas

Le document de synthèse passe brièvement en revue les travaux sur le ciblage de l'inflation et le taux d'inflation optimal; il présente trois études de cas — Canada, Israël et Nouvelle-Zélande — où le taux plancher sert soit de point de repère, soit de «barrière électrifiée». Ces études visent à illustrer les problèmes posés par la définition des bandes cibles dans un contexte de ciblage de l'inflation.

Canada. En février 1991, la Banque du Canada s'est engagée à stabiliser les prix et a adopté un cadre de ciblage de l'inflation. À l'époque, le taux d'inflation avoisinait 6 %, contre un objectif de moins de 2 %. La stratégie a consisté à réduire graduellement les bandes cibles, de 2–4 % fin 1992 à 1–3 % fin 1995. Toutefois, pendant les premières années, les autorités n'ont pas vraiment insisté sur les bandes cibles et ne les ont décrites qu'en termes de points médians.

En 1991, la Banque du Canada a annoncé que si l'inflation débordait de la bande cible, elle agirait

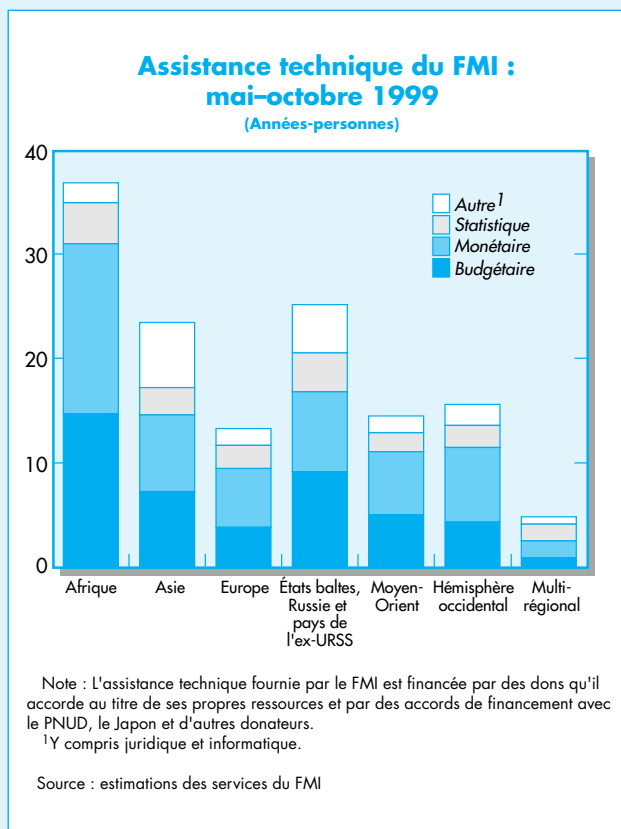
pour la ramener au point médian de la bande. Toutefois, selon certains représentants de la Banque du Canada, le risque de dépasser le taux plafond les préoccupait davantage que celui de plonger sous le taux plancher. Comme il était difficile de prévoir le rythme de désinflation, il était peut-être naturel que les autorités ne s'en tiennent pas strictement à la limite inférieure de la bande de fluctuation tandis qu'elles s'employaient toujours à réduire l'inflation. Ce comportement montre bien que si les autorités ne fournissent pas aux marchés des informations précises sur leur interprétation de la limite inférieure, les marchés auront du mal à anticiper la réaction des autorités si l'inflation tombe sous ce plancher.

Israël. Au milieu des années 80, la politique monétaire israélienne, pourtant fondée officiellement sur un ancrage du taux de change, utilisait officiellement un ciblage implicite de l'inflation. En décembre 1991, Israël a adopté officiellement le ciblage de l'inflation dans le but de maintenir le taux de change du sheqel vis-à-vis d'un panier de monnaies à l'intérieur d'une bande de fluctuation de plus ou moins 5 %. Cette bande se déprécierait au fil du temps conformément à l'écart d'inflation prévu entre Israël et ses partenaires commerciaux. Le ciblage explicite de l'inflation n'a pas été utilisé pour sa valeur intrinsèque, mais bien comme une exigence technique afin d'ajuster le régime de change. En conséquence, les taux cibles ont peu retenu l'attention jusqu'à ce que le gouvernement en prenne acte officiellement en septembre 1994. La politique monétaire de la Banque d'Israël a pour principal objectif de stabiliser les prix, alors que le gouvernement s'attache plutôt à stimuler l'activité économique et à réduire le chômage.

Les autorités ont généralement utilisé des bandes cibles en guise de marges de tolérance, justifiant leur choix par la difficulté d'atteindre une cible fixe. Toutefois, elles n'ont pas précisé comment elles réagiraient si l'inflation plongeait sous le taux plancher. On ignore donc si elles considèrent la limite inférieure comme un point de repère ou une «barrière électrifiée».

En 1998, lorsque l'inflation a atteint un niveau bien inférieur à la bande cible en vigueur, les autorités n'ont pas tenté de la ramener à l'intérieur de la bande et ont plutôt profité de l'occasion pour renforcer le processus de désinflation. La Banque d'Israël a abaissé ses taux prêteurs officiels dans l'intention, à terme, de stabiliser les prix. Toutefois, pendant un certain temps, les opérateurs des marchés ne savaient pas si la banque centrale assouplirait sa politique

L'assistance technique accordée par le FMI reste élevée



monétaire ou tirerait parti de la baisse inattendue de l'inflation pour chercher à atteindre les objectifs d'inflation à long terme des autorités.

Nouvelle-Zélande. La Nouvelle-Zélande a commencé à cibler l'inflation avec le premier «accord sur les objectifs de la politique économique», en mars 1990. Après plusieurs années de croissance faible et d'inflation élevée, le pays a entrepris de réformer le processus d'élaboration de sa politique économique. Dans le cadre d'action initial, la stabilité des prix a été assimilée à un taux d'inflation de 0 à 2 % et, comme l'inflation était au départ supérieure à 5 %, une série d'objectifs intermédiaires ont été fixés. Même si la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande avait fait de l'indice général des prix à la consommation son objectif officiel, elle orientait son action en fonction de l'inflation sous-jacente, qui éliminait les effets de certaines variables temporaires (par exemple, de fortes variations des tarifs du secteur public). En outre, elle a établi des marges de tolérance spécifiques sous la forme de bandes cibles.

Les autorités ont clairement défini la limite inférieure de la bande, l'assimilant à une «barrière électrifiée». En septembre 1991, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation, a chuté à 2,2 % et on prévoyait qu'elle serait inférieure à 2 % avant la fin de l'année. L'inflation sous-jacente prévue pour décembre 1991 était de 2 % environ, c'est-à-dire sous la bande cible fixée pour cette date. Preuve du prix qu'elle attachait à la limite inférieure de sa bande cible pour décembre 1991, la banque centrale a assoupli sa politique monétaire en septembre. Elle n'a pas profité de l'occasion pour accélérer la désinflation par rapport au rythme prévu par les autorités.

Conclusion

Ces études de cas ne sauraient être assimilées à des analyses complètes de l'expérience de ces pays en matière de ciblage de l'inflation, une approche qui a permis à ces trois pays de réduire les pressions inflationnistes. Elles illustrent plutôt combien il est difficile de définir des bandes cibles. Les pays qui optent pour le ciblage de l'inflation doivent se demander si l'établissement de leur cadre de politique monétaire renforce leur crédibilité et leur transparence. Les bandes cibles peuvent paraître simples à utiliser, mais si elles ne sont pas conçues avec soin, elles risquent de semer la confusion chez les opérateurs des marchés quant aux intentions des autorités. ■

Le document de synthèse n° 99/8 du FMI, *Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?*, par Eric V. Clifton, est en vente au Service des publications du FMI au prix de 7 dollars. Pour le commander, voir page 40.

Le FMI a accordé moins de prêts en 1999

(suite de la première page) les besoins de financement exceptionnels de balance des paiements qui peuvent découler d'une perte soudaine de la confiance du marché en cas de contagion financière internationale. Fin 1999, aucun pays n'y avait eu recours.

Le 24 septembre, le FMI a mis sur pied une facilité temporaire de l'an 2000 lui permettant d'aider à court terme les pays aux prises avec des difficultés de balance des paiements découlant d'une perte de confiance ou d'autres problèmes liés à des pannes informatiques réelles ou potentielles dues au bogue de l'an 2000. Toutefois, comme les difficultés anticipées ne se sont pas matérialisées, aucun pays ne s'est prévalu de cette facilité.

En décembre, le Conseil d'administration du FMI a décidé que le FMI contribuerait à l'Initiative renforcée en faveur des PPTE et à la FRPC (ex-FASR).

La Russie a reçu un crédit de 471,4 millions de DTS (642,6 millions de dollars) dans le cadre d'un accord de confirmation. L'Ukraine a bénéficié d'un décaissement de 466,6 millions de DTS (636,1 millions de dollars) au titre du MEDC. Les principaux bénéficiaires de la facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus (FFCI) ont été le Pakistan (352,7 millions de DTS ou 480,8 millions de dollars) et l'Algérie (223,5 millions de DTS ou 304,7 millions de dollars). Le Honduras (76 millions de DTS ou 103,6 millions de dollars) et le Yémen (62 millions de DTS ou 84,5 millions de dollars) ont reçu de gros décaissements au titre de la FRPC.

Fin 1999, 58 pays appliquaient des programmes macroéconomiques et structurels appuyés par le FMI (voir le *Bulletin du FMI*, 31 janvier, page 30). Les engagements du FMI totalisaient 57,6 milliards de DTS (78,5 milliards de dollars) à la fin de l'année, dont 23,5 milliards de DTS (32,0 milliards de dollars) n'avaient pas été tirés. ■

Utilisation des ressources du FMI (Millions de DTS)

	1997	1998	1999
Compte des ressources générales	16.112,86	20.586,19	10.010,09
Accords de confirmation	13.255,39	12.098,01	7.480,40
FRS	4.100,00	8.726,31	3.636,09
Accords élargis	2.749,87	6.331,63	1.849,30
FRS	0,00	675,02	0,00
FFCI	107,60	2.156,55	680,40
FRPC	730,59	895,96	736,78
Total	16.843,45	21.482,15	10.746,87

FFCI = facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus

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

FRS = facilité de réserve supplémentaire

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

M. Horiguchi dirigera le Département Asie et Pacifique et M. Ahmed coordonnera l'aide aux pays pauvres



Yusuke Horiguchi

Le 28 janvier, le FMI a annoncé la nomination de Yusuke Horiguchi comme Directeur du Département Asie et Pacifique et de Masood Ahmed comme Directeur adjoint du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques. Les textes du communiqué de presse n° 00/3 et de la note d'information n° 00/7 sont disponibles sur le site Web du FMI (www.imf.org).

La nomination de M. Horiguchi, ressortissant japonais, prend effet le 1^{er} février 2000. Actuellement Directeur associé du département, M. Horiguchi succède à Hubert Neiss, qui a pris sa retraite après trente-trois années de service.

M. Horiguchi est entré au FMI en 1978 et a occupé divers postes, notamment celui de Directeur adjoint du Département Europe II, qui recouvre les pays baltes et les pays issus de l'ex-URSS, et du Département Europe I, qui englobe les pays de l'Union européenne et les pays en transition d'Europe de l'Est. Il a été nommé Directeur associé du Département Asie et Pacifique en décembre 1998. Il a étudié à l'université Keio et possède un doctorat en économie de l'université Rice.

Le Département Asie et Pacifique couvre un large éventail de pays de la région, y compris le Japon, la Chine et l'Inde, ainsi que l'Indonésie, la Corée, la Thaïlande et les Philippines, qui appliquent des programmes appuyés par le FMI.

Masood Ahmed, qui travaille à la Banque mondiale depuis vingt et un ans, est Vice-Président du Département de la lutte contre la pauvreté et de la gestion économique depuis 1997. Il coordonnera les efforts que le FMI déploie pour aider ses pays membres les plus

pauvres par le biais de la facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC), qui vient de remplacer la facilité d'ajustement structurel renforcée. Il sera impliqué aussi dans d'autres aspects du travail du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques.

«M. Ahmed s'occupera essentiellement de la FRPC», a déclaré M. Camdessus, Directeur général du FMI, «mais aussi des interactions du FMI avec les autres institutions et organismes, en particulier dans le cadre de la FRPC.» M. Camdessus a noté que M. Ahmed a collaboré étroitement avec des cadres du FMI pour élaborer avec la Banque mondiale une stratégie coordonnée d'allègement de la dette et un effort concerté de réduction de la pauvreté. «Nous nous réjouissons de le voir contribuer à ce processus», a ajouté M. Camdessus.

Lors d'une conférence de presse le 28 janvier, Thomas Dawson, Directeur du Département des relations extérieures, a dit qu'il était prévu que M. Ahmed entre en fonctions fin mai ou début juin.

Avant d'être nommé Vice-Président à la Banque mondiale, M. Ahmed, ressortissant pakistanais, a été Directeur du Département de l'économie internationale de la Banque et Chef de la Division des flux de capitaux internationaux et de la dette de ce département. Pendant les années 80, il a contribué à formuler la réaction de la Banque mondiale à la crise de l'énergie et, entre 1987 et 1991, il a participé à la gestion des activités de prêt et de conseil de la Banque dans les pays du Maghreb.

Il possède une licence et une maîtrise en économie de la London School of Economics. ■



Masood Ahmed

Publications récentes

Études économiques et financières (36 dollars; enseignants des universités et étudiants : 25 dollars)
Perspectives de l'économie mondiale, octobre 1999, en français

Études spéciales (18 dollars; enseignants des universités et étudiants : 15 dollars)

186 : *Anticipating Balance of Payments Crises—The Role of Early Warning Systems*, Andrew Berg, Eduardo Borensztein, Gian Maria Milesi-Ferretti et Catherine Pattillo

188 : *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, Carl-Johan Lindgren, Tomas J.T. Balino, Charles Enoch, Anne-Marie Gulde, Marc Qunityn et Leslie Teo

Documents de travail (7 dollars)

00/5 : *Product Variety and Economic Growth—Empirical Evidence for the OECD Countries*, Michael Funke

00/6 : *The "Soaring Eagle"—Anatomy of the Polish Take-Off in the 1990s*, Mark De Broeck et Vincent R. Koen

00/7 : *The Japanese Banking Crisis of the 1990s: Sources and Lessons*, Akihiro Kanaya et David Woo

00/8 : *The Role of Human Capital in Economic Growth—The Case of Spain*, Enric Fernandez et Paolo Mauro

Autres publications

Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey (27,50 dollars)

Vous pouvez vous procurer ces publications en vous adressant à : IMF Publication Services, Box X2000, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : publications@imf.org.

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

Le FMI publie la première enquête détaillée sur les investissements de portefeuille internationaux

Le 31 janvier, le FMI a annoncé la publication de l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille. Cette enquête menée par le FMI est la première grande initiative internationale qui vise à estimer les créances de portefeuille des principaux pays investisseurs sur les pays individuels.

L'enquête, qui examine les investissements extérieurs de 29 pays en 1997, indique que les avoirs en titres de participation et en titres de créance à long terme atteignaient près de 5,2 billions de dollars à la fin de 1997.

Les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon étaient les plus gros investisseurs, avec près de 68 % de ces avoirs. Les parts des Pays-Bas, de l'Italie et de la France se situaient entre 4 et 6 %.

Aperçu de la composition des portefeuilles

L'enquête a permis d'identifier des investissements de portefeuille jusque-là non couverts à hauteur de 750 milliards de dollars. Ces «nouveaux» avoirs sont essentiellement imputables à des investisseurs européens et nord-américains et proviennent de nouvelles collectes de données (Canada, Espagne, Irlande et Italie) et d'une enquête mise à jour aux États-Unis. Les Bermudes, seul centre financier offshore participant à l'enquête, représentaient 133 milliards de dollars. L'enquête a permis aussi d'identifier des engagements jusque-là non mesurés à hauteur de quelque 500 milliards de dollars, principalement liés à des centres offshore (45 % environ) et aux pays à marché émergent (36 % environ). L'encours des engagements au titre des investissements de portefeuille (titres de participation et titres de créance à long terme) a été estimé à 9,4 billions de dollars à la fin de 1997 et l'encours des avoirs au titre des investissements de portefeuille à 7,7 billions de dollars.

En principe, les avoirs devraient être égaux aux engagements. Mais malgré l'élargissement du champ couvert par les données, il subsiste un écart de 1,7 billion de dollars, soit environ 18 % des engagements, qui s'explique dans une large mesure par la hausse considérable des investissements de portefeuille passant par les centres offshore ne participant pas à l'enquête.

En indiquant où les avoirs en portefeuille sont détenus et en établissant une référence pour les comparaisons internationales, l'enquête contribue à approfondir l'analyse des vulnérabilités potentielles dans les pays qui dépendent largement des flux d'investissements de portefeuille pour soutenir leur croissance. Au fil des enquêtes, il devrait être possible aussi d'évaluer l'impact de l'évolution des choix de portefeuille des principaux pays investisseurs.

L'enquête inclut des tableaux généraux qui montrent comment les pays participants ont réparti leurs inves-

tissements de portefeuille parmi leurs principaux pays partenaires, des tableaux par pays qui contiennent toutes les données de l'enquête collectées au niveau national et les principales caractéristiques de la conduite de l'enquête dans chaque pays.

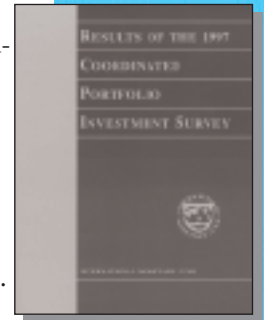
«Pour la majorité des pays participants, c'était la première fois que ces données étaient collectées conformément aux définitions et méthodes normalisées», a déclaré Carol Carson, Directrice du Département des statistiques du FMI, qui a mené l'enquête. «Cette approche a amélioré la qualité et la comparabilité des données. Deux tiers seulement de ces pays établissaient déjà un relevé de la position extérieure globale, pour la plupart sans détails géographiques.» Pour satisfaire aux exigences de l'enquête, la majorité des statisticiens, même ceux qui rassemblaient déjà des données de stock ventilées géographiquement, ont apporté des modifications majeures ou ont affiné leurs données. L'enquête englobe des investissements de portefeuille effectués par plus de 4.000 banques, 8.000 institutions financières non bancaires et 13.000 entreprises non financières.

Le FMI a organisé cette enquête en réaction aux asymétries des données de balance des paiements qui lui étaient communiquées, en particulier des flux d'investissements de portefeuille. Ces asymétries ont été recensées et analysées en 1992 dans le *Rapport du FMI sur la mesure des flux internationaux de capitaux*, qui recommandait aux pays de prendre des mesures pour améliorer la couverture et l'application des normes internationales pour les statistiques du compte d'opérations financières de la balance des paiements, affecter des ressources appropriées aux activités statistiques et leur fournir un cadre juridique, collecter régulièrement des données de stock et engager un effort pour entreprendre une enquête coordonnée sur les avoirs et engagements de portefeuille internationaux, avec une ventilation par pays partenaire.

Analyse des déséquilibres

L'objectif de l'enquête était de veiller à ce que tous les principaux pays investisseurs mènent simultanément une enquête sur les avoirs de portefeuille, à ce que les pays participants suivent les mêmes définitions et classifications, à ce qu'ils ventilent leurs avoirs de portefeuille par pays de résidence de l'émetteur non résident et à ce qu'on utilise le plus possible des pratiques optimales pour la conception et la conduite de l'enquête.

Ces données seront analysées dans un document distinct à paraître au printemps 2000, qui complètera les résultats de l'enquête. En particulier, les déséquilibres dans les avoirs et les engagements au titre des investissements de portefeuille seront examinés à la lumière des



données de l'enquête et d'autres sources. Les données fournies par huit pays qui ont collecté des détails géographiques sur leurs engagements au titre des investissements de portefeuille seront comparées aux avoirs correspondants qui ont été communiqués par leurs partenaires participant à l'enquête.

«L'écart entre les avoirs et les engagements au titre des investissements de portefeuille demeure substantiel», a commenté M^{me} Carson. Cela pourrait s'expliquer par le manque de sources de données pour les centres offshore et certains pays, pour lesquels aucune estimation n'a pu être faite, et par l'insuffisance de la couverture des avoirs des ménages au titre des investissements de portefeuille. «Ces éléments soulignent la nécessité d'une plus large participation des principaux pays investisseurs et des centres offshore aux enquêtes futures, ce qui permettrait de s'attaquer aux autres sources de la communication insuffisante des avoirs au titre des investissements de portefeuille et donnerait une indication de la fiabilité des données sur les engagements au titre des investissements de portefeuille», a-t-elle poursuivi.

Effort coordonné pour obtenir des données cohérentes

L'enquête a mis en évidence l'ampleur de l'écart entre les positions des investissements de portefeuille, mais elle a montré aussi qu'un grand nombre de pays pourraient engager un effort coordonné sur la portée, la

couverture, la périodicité, les définitions et les concepts utilisés dans l'établissement des données. Elle constitue aussi un instrument efficace pour établir et diffuser de bonnes normes méthodologiques et facilite une meilleure compréhension des pratiques nationales en ce qui concerne la conception des enquêtes et les méthodes de collecte des données.

M^{me} Carson a noté aussi que l'enquête a permis de sensibiliser davantage les pays au *Manuel de la balance des paiements* du FMI et les a encouragés à l'appliquer. «Si un plus grand nombre de pays établit chaque année une position extérieure globale, il en résultera probablement une meilleure communication des données sur les stocks et les flux des investissements de portefeuille et une réduction des écarts entre celles-ci».

Une enquête de suivi, qui inclura des positions des investissements de portefeuille à court terme, est prévue pour fin décembre 2001. On cherche aussi à assurer une plus large participation des pays et des centres offshore. ■

Le texte de la note d'information n° 00/8 est disponible sur le site du FMI (www.imf.org). Le document *Results of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey* est en vente au Service des publications du FMI au prix de 27,50 dollars. Pour le commander, voir page 40.

L'Estonie et l'adhésion à l'Union européenne . . .

L'intégration nécessite des ajustements économiques dans les pays qui cherchent à rejoindre l'UE

L'Estonie, une des trois économies baltes en transition, juge prioritaire l'adhésion rapide à l'Union européenne (UE) et la participation à l'Union économique et monétaire (UEM). Pour y arriver, elle a fait de gros progrès vers la mise sur pied d'une économie de marché. Dans un document de travail du FMI, René Weber, du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques, et Günther Taube, du Département Europe II, analysent l'impact de l'adhésion à l'UE et de l'adoption possible de l'euro sur la situation et la politique économiques de l'Estonie. Ils nous font part ci-dessous de leurs conclusions.



L'Estonie a présenté sa demande d'adhésion à l'UE en 1995 et, deux ans plus tard, le Conseil européen l'incluait dans le premier groupe de pays invités à entamer les négociations. Qu'est-ce qui justifie cet empressement?

M. TAUBE : L'Estonie fait partie du premier groupe de candidats à l'adhésion, avec quatre autres pays en tran-

sition — Hongrie, Pologne, République tchèque et Slovaquie — parce que ses solides politiques macroéconomique et structurelles lui ont permis de faire des progrès considérables en matière de désinflation, de stabilité externe et de croissance. Dotée d'une caisse d'émission (la couronne estonienne est entièrement convertible et est rattachée depuis 1992 au mark selon un rapport de 8 à 1), l'Estonie a généralement appliqué une politique budgétaire prudente. Elle a fait des pas de géant dans la libéralisation et la déréglementation de l'économie intérieure, privatisé la plupart des entreprises publiques, accueilli les investisseurs étrangers et libéralisé le commerce extérieur. En incluant le plus petit et le plus nordique des pays baltes dans la «première vague» des candidats à l'adhésion, l'UE a rendu hommage aux efforts fructueux que l'Estonie a déployés pour devenir une économie de marché, atteindre la stabilité macroéconomique et créer un cadre réglementaire compatible avec celui de l'UE.

L'entrée dans le marché commun européen présente des avantages, mais comporte aussi des coûts. Com-

ment les deux sont-ils mis en balance dans le cas de l'Estonie et quel rôle le commerce joue-t-il à cet égard?

M. WEBER : Soulignons d'abord que toute évaluation des coûts et avantages de l'adhésion à l'UE est subjective. Dans le cas de l'Estonie, c'est encore plus compliqué, parce que l'intégration économique à l'Europe occidentale est déjà bien engagée et devrait encore s'accélérer au cours de la période de pré-adhésion. L'adhésion à l'UE et la participation à l'UEM sont deux étapes additionnelles d'un processus évolutif. Par ailleurs, les cadres d'action de l'UE et de l'UEM sont appelés à subir d'importants changements au cours des prochaines années. L'examen de la situation des pays qui ont adhéré à l'UE avant les années 90 peut donner une idée des effets de l'adhésion. Soulignons, par exemple, la croissance élevée de pays comme le Portugal, l'Espagne et, en particulier, l'Irlande. Il est donc prévisible qu'à long terme, les avantages économiques de l'adhésion au marché commun compensent largement les coûts d'ajustement supportés pendant la période de transition.

Pour ce qui est du commerce, l'Estonie devra probablement modifier les mesures très limitées de protection qu'elle applique aux pays non membres de l'UE et adopter des restrictions à l'importation — par exemple en vertu de la politique agricole commune. La perte de prospérité résultant de la réorientation des courants d'échange devrait rester faible puisque les principaux partenaires commerciaux de l'Estonie font déjà partie du réseau étendu d'accords commerciaux de l'UE. Un accès plus facile des produits agricoles et d'autres biens et services aux marchés de l'UE compensera probablement toute perte de prospérité découlant des restrictions à l'importation. Enfin, le renforcement de la concurrence étrangère sur le marché estonien pourrait conduire à une intégration dynamique et à des gains de prospérité.

Quel sera l'effet de l'adhésion à l'UE sur le secteur financier estonien? Quelles mesures sont à prendre?

M. WEBER : L'accès relativement aisé de l'Estonie aux marchés internationaux des capitaux a intensifié la concurrence dans le secteur financier intérieur et contribué à la consolidation du secteur bancaire. Compte tenu du climat favorable qui existe déjà, l'Estonie deviendra encore plus attrayante pour les investisseurs puisqu'elle est en voie d'adopter intégralement les directives du secteur financier de l'UE ainsi que les normes minimales de réglementation et de contrôle bancaires. L'emprunt à l'étranger et le financement par émission d'actions devraient devenir plus faciles et moins coûteux, tant pour les grandes entreprises que pour celles de taille moyenne.

Le montant des transferts entre l'Estonie et l'UE devrait influencer directement sur l'activité économique du pays. Les recettes nettes au titre de ces transferts pour-

raient atteindre environ 2 % du PIB par an à moyen terme. Par ailleurs, les créanciers réviseront leur évaluation du risque souverain et du risque de change, ce qui réduira la prime de risque sur les taux d'intérêt intérieurs. Une baisse du coût du crédit devrait favoriser l'offre et la demande de crédit en Estonie, stimulant ainsi l'investissement intérieur et la croissance. Au cours de la période précédant l'UEM, cette tendance devrait encore s'accélérer.

Quels problèmes l'adhésion à l'UE pose-t-elle pour la politique budgétaire de l'Estonie et dans quelle mesure le pays est-il prêt à répondre aux exigences qui en découlent? Quels changements faudra-t-il apporter, par exemple au système fiscal et aux dépenses, et quels effets auront-ils sur les résultats budgétaires?

M. TAUBE : Il faudra notamment poursuivre l'harmonisation du système fiscal avec celui de l'UE et renforcer la formulation du budget et la gestion des dépenses. Une réorganisation de la fonction publique s'impose également. Au plan fiscal, l'Estonie se trouve en position favorable par rapport aux membres actuels et futurs de l'UE grâce à la transparence, à la simplicité et à l'efficacité de son système (par exemple, l'impôt sur le revenu est perçu à un taux unique de 26 %). Il suffira donc de quelques ajustements supplémentaires pour réaliser l'harmonisation voulue.

Du côté des dépenses, l'adhésion à l'UE créera probablement de fortes pressions supplémentaires, surtout parce qu'il sera nécessaire d'accroître les investissements publics dans les infrastructures et la protection de l'environnement. Les dépenses courantes devraient augmenter parce qu'il faudra satisfaire aux normes de l'UE et établir le cadre juridique et institutionnel nécessaire en vue de l'adhésion. Toutefois, les gains d'efficacité et le redéploiement du personnel devraient aider à limiter la hausse de ces dépenses.

La hausse des dépenses devrait être financée en grande partie par divers fonds de l'UE, y compris l'Instrument structurel de pré-adhésion, le PHARE et l'aide à l'agri-



René Weber (à gauche) et Günther Taube.

Photographies : Denio Zara, Padraic Hughes et Pedro Marquez (FMI), pages 35, 40, 43; Rickey Rogers (Reuters), pages 46 et 47.

culture offerte pendant la période de pré-adhésion pour faciliter l'application de la politique agricole commune. Comme il s'agira surtout de dons, le déficit budgétaire et la dette publique n'en souffriront pas beaucoup.

Quelles sont les exigences juridiques et institutionnelles de l'UEM et dans quelle mesure l'Estonie y répond-elle actuellement? Quelles sont les conséquences d'une intégration dans la zone euro du point de vue de la politique monétaire, des écarts de taux d'intérêt et de l'attrait de l'Estonie sur les marchés des capitaux?

M. WEBER : Les candidats à l'adhésion à l'UE doivent se préparer à participer à l'UEM, mais, au moment de leur adhésion, ils ne sont pas tenus de satisfaire aux critères de convergence macroéconomique de Maastricht.

Même si l'Estonie a démontré qu'elle pouvait appliquer une politique macroéconomique prudente, elle devra encore s'efforcer d'aligner son taux d'inflation et ses taux d'intérêt sur ceux de la zone euro. Pour participer à l'UEM, un pays doit également se conformer à une série d'exigences juridiques et institutionnelles, notamment la libéralisation totale des mouvements de capitaux et l'indépendance de la banque centrale, dont la mission explicite doit être d'assurer la stabilité des prix. L'Estonie se trouve à cet égard dans le peloton de tête des candidats à l'adhésion. Le rôle et les fonctions de sa banque centrale sont définis comme il se doit et, comme nous l'avons dit plus haut, les flux de capitaux ont été libéralisés au début de la transition, ce qui devrait faciliter l'intégration du système intérieur de paiements au réseau des systèmes de règlements transfrontaliers de la zone euro.

Comme la couronne estonienne est arrimée au mark, la politique monétaire de l'Estonie est déjà largement alignée sur celle de la zone euro. Le passage à l'euro devrait donc s'inscrire dans la continuité. Cependant, l'harmonisation des taux d'intérêt à court terme avec ceux du reste de la zone euro stimulera certainement l'activité économique intérieure. Pendant la période de pré-adhésion à l'UEM, l'Estonie abaissera ses taux à court terme au plus bas niveau observé dans la zone euro. Quant aux taux à long terme, la convergence complète n'est ni requise, ni probable. En tout état de cause, la crédibilité que le pays gagnera du fait de sa participation à l'UEM améliorera sa cotation et sa réputation sur les marchés financiers.

Votre document de travail laisse entendre que les effets bénéfiques du resserrement des liens avec l'économie européenne sur la croissance, à moyen et à long terme, pourraient exacerber les déséquilibres macroéconomiques. Quels sont ces déséquilibres et comment les expliquez-vous? Croissance et équilibre extérieur sont-ils des objectifs incompatibles?

M. TAUBE : L'augmentation des dépenses d'investissement public liées à l'UE et la baisse de la prime de

risque sur les taux d'intérêt entraîneront des impulsions budgétaires et monétaires, qui, en plus de stimuler l'activité économique, renforceront la demande d'importations et la dépendance à l'égard du financement extérieur. Le déficit du compte des transactions courantes pourrait ainsi se creuser sous l'effet direct d'une hausse des importations de biens de consommation et d'investissement liés aux crédits de l'UE et sous l'effet indirect d'une hausse du PIB et de la demande d'importations.

Pour mettre en balance l'accélération de la croissance et l'aggravation des déséquilibres du secteur extérieur, nous avons procédé à des simulations avec le modèle économétrique multirégional du FMI. En présumant d'un effet combiné à terme d'une hausse des dépenses d'investissement public et d'une baisse des taux d'intérêt, ces simulations montrent que le déficit du compte des transactions courantes pourrait en effet se creuser plus ou moins en phase avec la progression du PIB réel. Si ces résultats dépendent étroitement des hypothèses de départ du modèle, elles n'en soulignent pas moins la nécessité de s'attacher au plus tôt aux facteurs de tension macroéconomiques liés au processus d'adhésion à l'UE.

Il paraît donc clair que, pour l'Estonie, les avantages de l'adhésion à l'UE l'emporteront sur les coûts. Quelles mesures recommandez-vous pour réduire au minimum les coûts et tirer pleinement profit des avantages?

M. WEBER : Compte tenu du nombre limité d'instruments de politique macroéconomique permettant de relever les défis de l'adhésion à l'UE, un programme budgétaire et structurel énergétique est nécessaire. Faute de pouvoir influencer sur le taux de change, il faudra intervenir dans le secteur réel de l'économie en ajustant les prix intérieurs, les salaires et l'emploi. Les autorités devront atténuer les pressions de la demande intérieure et promouvoir l'épargne. Elles contribueront ainsi à mieux faire correspondre la position extérieure du pays avec un cadre de politique macroéconomique axé sur la stabilité. Compte tenu de la hausse prévue des entrées de capitaux, il semble essentiel aussi d'utiliser les fonds de manière efficiente aux fins de l'investissement public. Il est à noter que l'Estonie exerce sur ses politiques budgétaire et structurelles un contrôle très strict qui lui permettra d'opérer sans heurt l'ajustement lié à son adhésion à l'UE et de tirer parti des avantages économiques de ce processus. ■

Le document de travail du FMI n° 99/156, *On the Fast Track to EU Accession: Macroeconomic Effects and Policy Challenges for Estonia*, par René Weber et Günther Taube, est en vente au Service des publications du FMI au prix de 7 dollars. Pour le commander, voir page 40.

L'IFI prévoit une reprise des flux nets de capitaux privés vers les marchés émergents en 2000

Tandis que les effets des crises financières asiatique, russe et brésilienne s'estompent, les créanciers et investisseurs internationaux semblent reprendre confiance dans les marchés émergents, selon un rapport intitulé *Capital Flows to Emerging Market Economies*, publié le 24 janvier par l'Institut de finance internationale (IFI). L'IFI prévoit que les flux nets de capitaux privés vers les vingt-neuf principales économies de marché émergentes passeront de 150 milliards de dollars en 1998 et en 1999 à 190 milliards de dollars en 2000.

L'investissement direct étranger (IDE), qui constituait l'essentiel des flux de capitaux privés vers les économies de marché émergentes en 1997-98, est passé de 120 milliards de dollars en 1998 à 140 milliards de dollars en 1999 et devrait rester solide en 2000. Les investissements de portefeuille se sont redressés après deux ans de baisse et passeront de 17 milliards de dollars en 1999 à 34 milliards de dollars en 2000. Le total de l'IDE et des investissements de portefeuille égalera cette année le chiffre record de 155 milliards de dollars atteint en 1999.

Asie et Amérique latine

Les flux nets de capitaux privés vers l'Asie (Chine, Corée, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande) et vers l'Amérique latine (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Équateur, Mexique, Pérou, Uruguay et Venezuela) se redressent le plus rapidement. Ceux vers l'Asie atteindront 60 milliards de dollars en 2000, contre 40 en 1999 et seulement 6 en 1998. Les économies le plus durement touchées en 1997-98, qui ont enregistré des sorties massives de capitaux privés, afficheront de modestes entrées nettes cette année. Les flux de capitaux privés vers la Chine progresseront sensiblement en 2000 et ceux vers la Corée continueront probablement de remonter.

Les flux de capitaux privés vers l'Amérique latine augmenteront pour atteindre 90 milliards de dollars en 2000, contre 69 milliards de dollars en 1999. Les flux nets de crédits privés passeront de 8 milliards de dollars seulement en 1999 à 35 milliards de dollars. Les flux nets de capitaux privés vers le Brésil, principal bénéficiaire de cette remontée, atteindront près de 40 milliards de dollars cette année, contre moins de 20 milliards de dollars en 1999, le pays ayant effectué des remboursements nets substantiels à ses créanciers étrangers à l'époque de la crise monétaire. Les flux nets de capitaux privés vers l'Argentine demeureront élevés (environ 14 milliards de dollars cette année) et ceux vers le Mexique se stabiliseront autour de 19 milliards de dollars.

Europe, Afrique et Moyen-Orient

Les flux de capitaux privés vers les économies de marché émergentes européennes (Bulgarie, Hongrie, Pologne,

République slovaque, République tchèque, Roumanie, Russie et Turquie) resteront stables en 2000, s'établissant à un peu plus de 30 milliards de dollars, dont 60 % sont des investissements de portefeuille. La Russie pourrait enregistrer des sorties nettes cette année parce qu'elle effectuera des remboursements nets à certains de ses créanciers. Les flux privés vers l'Afrique et le Moyen-Orient (Afrique du Sud, Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie) augmenteront modérément en 2000, essentiellement sous l'effet de la hausse des flux vers l'Afrique du Sud, due à l'amélioration de l'opinion des marchés.

Perspectives

En dépit de ces perspectives favorables, l'IFI avertit que le redressement demeure incertain pour plusieurs raisons.

Flux vers les économies de marché émergentes, par région (Milliards de dollars)

	1996	1997	1998	1999 ¹	2000 ²
Flux de capitaux privés, net	327,9	265,7	147,8	148,7	193,1
Amérique latine	97,3	107,7	97,5	68,8	89,6
Europe	50,4	74,5	35,1	31,9	32,5
Afrique/Moyen-Orient	3,8	15,7	9,4	8,7	11,6
Asie/Pacifique	176,3	67,9	5,8	39,3	59,4
Cinq économies asiatiques ³	108,1	-0,2	-36,4	-3,7	7,8
Flux de capitaux officiels, net	7,6	38,9	52,8	11,9	9,1
Amérique latine	-10,5	-2,6	15,7	5,5	-1,9
Europe	11,2	6,1	8,1	3,0	4,4
Afrique/Moyen-Orient	1,8	-1,3	-2,2	-1,0	-1,7
Asie/Pacifique	5,0	36,7	31,2	4,3	8,3
Cinq économies asiatiques ³	-1,6	29,9	26,9	1,4	6,3

¹Estimations.

²Prévisions de l'IFI.

³Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

Source : IFI, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 2000

Premièrement, l'évolution des marchés financiers dans les pays industrialisés (en particulier, un net relèvement des taux d'intérêt américains et une forte correction boursière) pourrait peser sur les flux de capitaux vers les économies de marché émergentes. Deuxièmement, plusieurs de ces économies organisent des élections cette année : face à cette pression, leurs autorités pourront-elles encore mener une politique macroéconomique prudente et poursuivre les réformes structurelles? Troisièmement, il y a l'inquiétude des investisseurs et créanciers privés à l'idée que l'action du secteur officiel dans ces pays puisse nuire à leurs intérêts. Aucune économie de marché émergente ne devrait faire face à une crise financière grave en 2000, mais ce risque ne peut être exclu. ■

Le texte du rapport intitulé *Capital Flows to Emerging Market Economies* est disponible sur le site Web de l'IFI (www.iif.com).

14 février 2000

45

La nature des crises monétaires a peut-être changé dans les années 90

La fréquence des crises monétaires dans les années 90 a donné lieu à la recherche de leurs causes, mais, et cela est surprenant, on ne s'est guère demandé si leur nature avait changé. Dans leur étude, *Has the Nature of Crises Changed*, Nada Choueiri et Graciela Kaminsky examinent le cas de l'Argentine, qui a traversé sept graves crises monétaires ces 25 dernières années. Elles concluent que les crises argentines des années 70 et 80 tiennent surtout aux politiques monétaires et budgétaires intérieures et extérieures, mais que la contagion venue d'autres pays y a joué un rôle dans les années 90.

Chronologie des crises

Chaque fois, ou presque, que de graves troubles financiers internationaux se sont produits ces 25 dernières années, ils ont eu des répercussions sur l'Argentine, qui a traversé en outre plusieurs crises internes. L'expérience de ce pays en fait le sujet de choix d'une étude de cas. Se fondant sur les données de cette période et sur un modèle macroéconomique incorporant les deux principaux régimes de change de l'Argentine, les auteurs examinent sept plans de stabilisation — Gelbard (1973–75); Tablita (1978–81); Alemann (1981–82); Austral (1985–87); Primavera (1988–89); BB (1989–90); et Convertibilité (1991 à ce jour) — et les crises qui, à l'exception du dernier plan, les ont tous réduits à néant.

Souffrant d'une inflation chronique depuis la Seconde guerre mondiale, l'Argentine a alterné entre un régime de taux de change fixe unifié avec totale convertibilité à la fois pour les transactions courantes et les flux de capitaux, et un régime de taux de change double, avec un taux fixe pour les transactions courantes et un taux flottant pour les flux de capitaux. Le modèle tient compte des caractéristiques simplifiées des deux régimes. Dans le régime unifié, les autorités définissent à l'avance un objectif de crédit intérieur et abandonnent le taux fixe s'il va à l'encontre de la politique monétaire discrétionnaire. Conscients d'un risque de conflit entre ces deux objectifs, les investisseurs s'attendent à l'abandon de la parité fixe une fois les réserves épuisées.

L'épuisement des réserves peut être dû à toutes sortes de chocs. Le modèle tient compte des chocs monétaires (à la fois sur la demande et sur l'offre de monnaie) et des chocs externes (taux d'intérêt mondiaux et effets de contagion). Pour que le régime de taux de change double y soit représenté, les auteurs y incorporent une prime de taux sur le marché financier (baromètre de la crédibilité de la politique). Cette prime s'accroît lorsque la politique monétaire du pays est expansionniste, que les taux d'intérêt mondiaux augmentent et qu'il y a effet de contagion dans toute la région, et elle diminue

lorsque les réserves baissent et que des chocs positifs se font sentir sur la demande de monnaie.

Nature des crises

Les chocs monétaires ont été au cœur de bien des crises argentines. Ils ont contribué pour 73 % à l'échec du plan Gelbard, et pour 45 % à celui du plan Tablita et à l'hyperinflation de la fin des années 80.

Généralement, les chocs monétaires négatifs en Argentine ont eu pour origine une expansion excessive de la masse monétaire, nourrie par des tensions budgétaires, ou par la fragilité du secteur financier, ou par les deux à la fois. C'est le déficit budgétaire qui a été au cœur de l'expansion monétaire sous le plan Gelbard. Le crédit intérieur (en dollars) a plus que doublé entre septembre 1973 et février 1975, le déficit budgétaire passant de 5,3 % du PIB en 1972 à 7,8 % en 1974. Les tensions budgétaires ont elles aussi contribué à la forte expansion monétaire qui a précipité l'échec du plan Tablita en 1981, mais les renflouements massifs face à la crise bancaire ont eu un effet encore plus déstabilisateur. À la fin de la décennie, l'Argentine, coupée des marchés financiers mondiaux, a essayé de financer un autre déficit public par une énorme expansion du crédit intérieur et a rapidement déclenché une autre crise.

Les chocs négatifs sur la demande de monnaie ont eux aussi joué un rôle crucial. Face à l'accélération de l'inflation au milieu des années 80, les ménages et les entreprises ont commencé à abandonner la monnaie nationale pour les monnaies étrangères, d'où le cercle vicieux : déficits élevés-forte inflation-dollarisation-inflation encore plus forte.

Deux autres facteurs ont poussé les ménages à détenir des dollars : la fragilité du secteur bancaire et la confiscation des dépôts au début des années 80 et en janvier 1990. Les brusques revirements dans l'effort de libéralisation du secteur bancaire ont effrité davantage la confiance du public. Les chocs sur la demande de monnaie contribuent pour 40 à 60 % à la gravité des crises de 1981–82, 1989–90 et 1995 à leur début. Ils sont pour 96 % à l'origine de la baisse des réserves de change sous le plan Austral.

Le plan Tablita s'est effondré parmi les incertitudes financières et les ruées sur les banques qui ont suivi la faillite d'une grande banque. Les chocs négatifs sur la demande de monnaie au début des années 80 tiennent en outre à la crainte de la réinstitution de restrictions et d'impôts frappant les flux de capitaux. Ces craintes se sont accentuées après l'éclatement du conflit avec le Royaume-Uni au début de 1982, et la fuite des capitaux s'est fort intensifiée. Les autorités ont bel et bien appli-

qué un contrôle des changes rigoureux en avril et institué un double marché des changes en juillet. L'inflation galopante et l'établissement d'un système visant à réduire fortement la valeur des prêts et dépôts bancaires existants ont porté le coup de grâce à la monnaie. La dollarisation s'est accélérée, avec une circulation fiduciaire estimée à 5 milliards de dollars au milieu des années 80. Le plan Austral a brièvement stabilisé le système financier, mais la demande de monnaie a baissé peu après son lancement, car l'ajustement budgétaire a marqué le pas et les craintes d'inflation se sont rallumées.

L'accélération de la dollarisation et l'instabilité financière ont contribué à l'échec des plans Primavera et BB en 1989-90, les chocs sur la demande de monnaie entrant pour un tiers dans le relèvement de la prime. En janvier 1990, un dispositif visant à réduire la valeur de la dette (conversion de la plupart des dépôts bancaires à terme en monnaie nationale en obligations à dix ans en dollars, ou Bonex), a provoqué tout de suite des turbulences lorsque ces obligations ont perdu 70 % de leur valeur nominale. En mars 1990, M3 (monnaie fiduciaire et ensemble des dépôts en monnaie nationale) était tombé à 3,1 % du PIB et la part des avoirs en dollars (monnaie et dépôts) dans le total des actifs était montée à 80 %.

Après dix ans de confiscation et de répression financière, les Argentins ont rapidement répondu au premier signe de tension dans le secteur financier. Lorsque la fragilité de ce secteur s'est accentuée en 1994 et 1995, les ménages ont vite retiré leurs dépôts. Au premier trimestre de 1995, les banques commerciales ont perdu près de 20 % de leurs dépôts. Les efforts de la banque centrale ont fait douter de l'attachement des autorités au régime de caisse d'émission en place depuis avril 1991 et suscité une préférence marquée pour les instruments en dollars. Les chocs sur la demande de monnaie entrent pour 47 % dans la baisse inattendue des réserves de change entre janvier 1994 et février 1995.

Lorsque l'Argentine a emprunté sur les marchés des capitaux, des facteurs externes, dont la sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt mondiaux, ont eux aussi joué un rôle essentiel dans le déclenchement des crises. Les fortes augmentations des taux d'intérêt aux États-Unis ont contribué pour 45 % au recul des réserves de change de l'Argentine entre la fin de 1979 et le milieu de 1982. La crise de 1995 a été en partie déclenchée par le resserrement monétaire aux États-Unis; une hausse de 3,5 points du taux des fonds fédéraux américains a été pour plus de 60 % à l'origine de la baisse totale des réserves de l'Argentine entre janvier 1994 et février 1995 et, partant, de l'erreur de prévision qui en a résulté.

Toutefois, dans les années 90, les chocs externes ne se sont pas limités aux variations des taux d'intérêt mondiaux. La contagion venue d'autres pays de la région a multiplié les pertes provoquées par le resserrement aux États-Unis. Et cette contagion serait le résultat des liens financiers. Au début des années 90, les fonds communs

de placement sur les marchés émergents ont investi au moins 5, 13 et 8 % de leurs capitaux en Argentine, au Brésil et au Mexique, respectivement. Mais des pertes dans un pays émergent pourraient déclencher la vente d'actifs dans d'autres. Comme prévu, l'Argentine et le Brésil, dotés des marchés boursiers les plus liquides, ont souffert le plus pendant la crise Tequila. Le recul des réserves de l'Argentine entre janvier 1994 et février 1995 est dû pour à peu près un tiers à la contagion.

Conclusions

- *Le resserrement monétaire dans les pays industrialisés a joué un rôle dans le revirement des flux de capitaux observé au début des années 80 et au milieu des années 90. L'échec du plan Alemann et les attaques contre le peso en 1994-95 ont été dans une large mesure précipités par le tour restrictif donné à la politique américaine.*

- *L'incohérence des politiques monétaire et de change est à l'origine de maintes attaques violentes contre le peso. En outre, l'accélération de la création de monnaie a abouti à une dollarisation totale. La démonétisation s'est intensifiée après l'hyperinflation de la fin des années 80 et du début des années 90 : le ratio M1/production (mesurée par la production industrielle) est tombé en février 1990 à un cinquième de sa valeur de février 1987.*

- *Les volte-face répétées dans l'effort de libéralisation, les restrictions aux flux de capitaux et le contrôle des taux d'intérêt et du crédit ont favorisé la fuite des capitaux et exercé des pressions à la baisse sur la demande de monnaie.*

- *La réduction délibérée de la valeur réelle de la dette interne, privée ou publique, a davantage ébranlé la confiance du public dans le système financier et accéléré la dollarisation.*

- *Les années 90 offrent un tableau quelque peu différent. Les retombées des crises d'autres pays d'Amérique latine semblent avoir été à l'origine des tensions financières en Argentine et contribuent pour environ 30 % à la gravité des attaques spéculatives de 1995.*

Ces résultats offrent aussi un vaste champ d'étude pour l'avenir. Afin de mieux connaître la nature des attaques spéculatives, il faut mesurer de façon plus précise l'impact du contrôle des flux de capitaux et des taux d'intérêt en vue de quantifier les effets sur la demande de monnaie de l'alternance entre libéralisation et brusques contre-ordres. Face à des marchés financiers mondiaux en évolution rapide, il y a lieu de chercher à mieux comprendre la nature de leurs mécanismes pour que des stratégies plus efficaces puissent être élaborées afin de prévenir les crises et de parer à la contagion. ■

Le document de travail n° 99/152, *Has the Nature of Crises Changed? A Quarter Century of Currency Crises in Argentina*, par Nada Choueiri et Graciela Kaminsky, est en vente au prix de 7 dollars au Service des publications. Pour le commander, voir page 40.



Ian S. McDonald

Rédacteur en chef

Sara Kane · Sheila Meehan

Elisa Diehl

Rédactrices

Philip Torsani

Maquettiste/Graphiste

Édition française

Division française

Bureau des services linguistiques

Marc Servais

Traduction

Anne Rousseau

Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est publié également en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 23 numéros qui paraissent chaque année s'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, de même que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (sixième édition). Les articles du *Bulletin* peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à imfsurvey@imf.org. Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars E.U. pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2000, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : publications@imf.org.

Étude de la CNUCED . . .

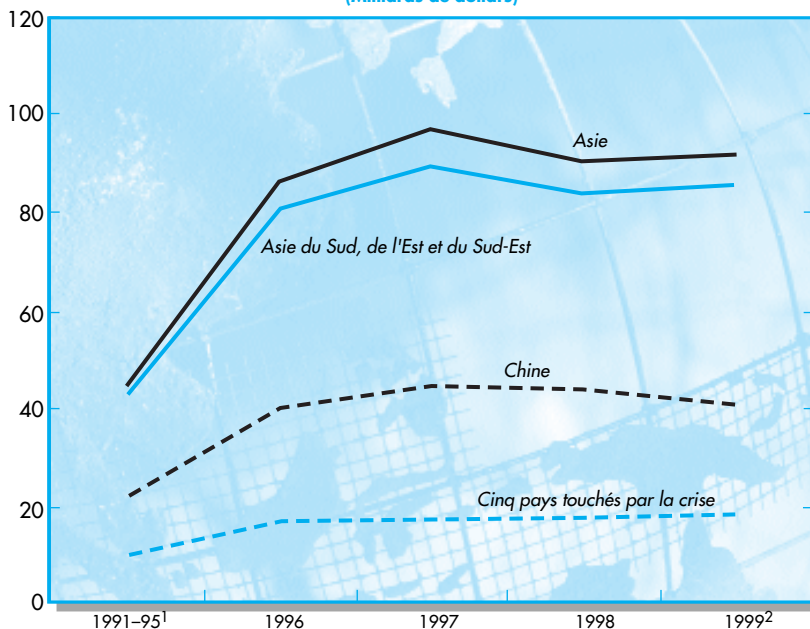
L'investissement direct étranger en Asie se stabilise, mais la situation varie d'un pays à l'autre

La baisse attendue des flux d'investissement direct étranger (IDE) vers l'Asie au lendemain de la crise financière de 1997-98 ne s'est pas matérialisée, selon un communiqué de presse de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) publié le 25 janvier. D'après les estimations préliminaires de celle-ci pour 1999, les flux d'IDE vers l'Asie ont en fait progressé de 1 % en 1999 par rapport à 1998, pour atteindre 91 milliards de dollars.

Cependant, cette hausse globale masque de nettes variations d'un pays à l'autre. Les flux vers la Chine, principal bénéficiaire asiatique de l'IDE pendant la dernière décennie, ont diminué de près de 8 % en 1999, pour totaliser un peu plus de 40 milliards de dollars. Par contre, les flux vers la Corée, un des cinq pays le plus durement touchés par la crise financière, ont augmenté de près de 55 %, pour s'établir à 8,5 milliards de dollars. Singapour vient en deuxième place des progressions, avec une hausse de 20 % (8,7 milliards de dollars). Parmi les autres pays touchés par la crise, les flux d'IDE ont baissé en Indonésie, aux Philippines et en Thaïlande, et ont stagné en Malaisie. La diminution des flux d'IDE vers la Thaïlande (-15 % environ, à 5,8 milliards de dollars) s'explique en partie par le

Entrées d'IDE en Asie

(Milliards de dollars)



¹Moyenne annuelle.

²Pour 1999, estimations préliminaires de la CNUCED.

Source : CNUCED

ralentissement des recapitalisations dans le secteur bancaire, qui ont atteint un niveau exceptionnel en 1998. Néanmoins, les flux vers la Thaïlande ont dépassé le record atteint en 1997.

Parmi les autres évolutions notables des flux d'IDE vers l'Asie en 1999 :

- les fusions et acquisitions transfrontalières ont continué de stimuler les flux d'IDE vers les cinq pays touchés par la crise ;
- les pays dont les principales sources d'IDE sont les autres pays de la région ont continué de subir les effets négatifs de la crise — c'est le cas du Vietnam, des pays les moins développés et, dans une certaine mesure, de la Chine.

Les perspectives d'investissement demeurent favorables, étant donné la qualité des déterminants économiques des flux d'IDE, le redressement de l'économie régionale, les efforts soutenus et généralisés de libéralisation et de restructuration, et l'accession possible de la Chine à l'OMC dans un avenir proche. ■

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
31 janvier	4,03	4,03	4,58
7 février	4,08	4,08	4,64

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des cinq pays dont les monnaies composent le panier de calcul du DTS : au 1^{er} mai 1999, les pondérations étaient comme suit : dollar E.U., 41,3 % ; euro (Allemagne), 19 % ; euro (France), 10,3 % ; yen, 17 % ; et livre sterling, 12,4 %. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS (113,7 % actuellement) et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI : www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdr.htm.

Source : FMI, Département de la trésorerie

La version anglaise du présent communiqué de presse, ainsi que d'autres informations, sont disponibles sur le site Web de la CNUCED (www.unctad.org).