

**37**  
Nouvelles normes  
de fonds propres

**37**  
M. El-Erian : pays à  
marché émergent

**42**  
M. Schinasi : marchés  
des dérivés hors cote

**44**  
M. Corden : régimes  
de change

**46**  
Hommage à  
Sir Alan Whittome

**47**  
M. Fischer : mondia-  
lisation et Afrique

**49**  
Assistance technique

**51**  
Conférence  
Brookings-Wharton

Lire aussi . . .

**48**  
Principaux taux  
du FMI

**49**  
Publications récentes

**50**  
Sur le site Web

Pour remplacer l'accord de 1988 . . .

## Le Comité de Bâle propose de nouvelles normes de fonds propres pour les banques

Traditionnellement, les banques s'exposaient à un risque de crédit en accordant des prêts ordinaires ou des prêts d'initiés. Il était relativement facile de fixer des normes de fonds propres pour ce type de risque de crédit sur la base de l'accord de 1988 sur les normes de fonds propres, établi par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Mais les grands changements intervenus sur les marchés financiers depuis 1988, notamment le développement de marchés secondaires où le risque de crédit peut être négocié, ont mis à mal le système de mesure du risque de crédit qui détermine les normes de fonds propres des

PHOTO NOT  
AVAILABLE

William J. McDonough, Président  
du Comité de Bâle sur le contrôle  
bancaire.

banques. Les progrès dans la compréhension et la modélisation du risque de crédit ont facilité la conception de nouveaux instruments financiers et de nouvelles techniques d'évaluation qui ont stimulé le développement de marchés secondaires.

C'est pourquoi le Comité, sous la présidence de William J. McDonough, Président de la Banque fédérale de réserve de New York, a publié une série de nouvelles propositions sur les fonds propres des banques. La période de consultation se termine le 31 mai 2001 et une version finale des nouvelles normes est attendue vers la fin de l'année, pour entrer en vigueur en 2004. (voir page suivante)

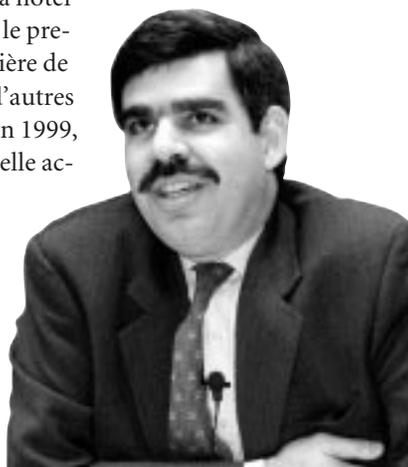
Séminaire animé par Mohamed El-Erian . . .

## 2001 sera moins brillant que 2000 pour les pays à marché émergent, mais reste prometteur

Lors d'un séminaire organisé par l'Institut du FMI pour les membres du personnel le 19 janvier, Mohamed A. El-Erian, Directeur général de la Pacific International Management Company (PIMCO) et ancien membre des services du FMI, a examiné l'évolution des marchés de capitaux dans les pays à marché émergent. Il a souligné leurs solides performances en 2000, malgré la fluidité de l'environnement international. Pour 2001, il prévoit que la santé foncière de l'économie américaine et des pays à marché émergent seront les principaux déterminants des résultats.

M. El-Erian a noté que l'écart moyen entre les obligations des marchés émergents et les titres du Trésor américain n'a guère évolué entre le début et la fin de 2000, avoisinant 750 points de base, ce qui contraste fortement avec la volatilité élevée de cet écart en 1998 et sa nette contraction en 1999, poussant à la hausse le rendement des titres des marchés

émergents. En 1999-2000, la dette des marchés émergents a surclassé tous les autres types d'actifs à revenu fixe. Il est à noter qu'elle partageait le premier rang en matière de rendement avec d'autres «actifs à risque» en 1999, alors qu'en 2000, elle accompagnait les obligations (par exemple, les bons du Trésor américain) à l'autre extrémité du spectre du risque. M. El-Erian a aussi (suite à la page 40)



Mohamed El-Erian

## Contexte

L'accord de 1988 fixait pour les banques à vocation internationale des normes de fonds propres qui étaient fondées sur un nombre limité de catégories de risque. Il avait deux objectifs : premièrement, promouvoir des conditions de concurrence loyale d'un pays à l'autre pour les banques à vocation internationale et, deuxièmement, renforcer l'assise financière de ces banques. Plus de cent pays ont fini par adopter cet accord, qui, bien que conçu au départ pour les banques à vocation internationale, a été appliqué à toutes les banques dans le monde entier.

Aujourd'hui, les banques titrisent régulièrement leurs portefeuilles de prêts en vendant le risque de crédit sur le marché secondaire plutôt que de le conserver sous la forme de prêts dans leur bilan. Les dérivés de crédit (contrats spécialisés qui autorisent un tiers à négocier un risque de contrepartie) permettent aux banques d'ajuster les risques de crédit qu'ils décident finalement de conserver. Le développement de ces types d'instruments et de marchés — imprévu en 1988 — est peut-être le changement le plus important qui a poussé à réviser l'accord.

Par ailleurs, l'évolution des marchés depuis 1988 a montré qu'il était peut-être malavisé d'axer le contrôle exclusivement sur les règles de fonds propres. Avec le développement des marchés de dérivés, des possibilités de financement international pour les clients des banques et des relations croisées entre les banques et les entreprises, il est devenu de plus en plus difficile de surveiller les banques en utilisant uniquement des normes rigides de fonds propres. L'interaction entre le système limité actuel de classification des risques de crédit et la capacité accrue de négocier le risque de crédit sur les marchés secondaires a incité les banques à vendre leurs risques de crédit de qualité supérieure. Il se peut donc que les banques conservent des risques de crédit qui, isolément, pourraient conduire à une sous-capitalisation selon les directives existantes. En conséquence, la valeur prudentielle de la norme de fonds propres de 1988 s'est érodée dans les pays où les marchés de capitaux sont développés. Par ailleurs, les crises de la fin des années 90 ont montré que la valeur indicative de cette norme était fort illusoire dans les pays touchés. Principalement parce que leurs provisions pour pertes sur prêts étaient insuffisantes, nombre de banques dans ces pays affichaient des fonds propres largement supérieurs à la norme peu avant le début de la crise.

## Nouvelles propositions

Les nouvelles propositions, regroupées autour de trois «piliers», constituent une avancée majeure par rapport à l'accord de 1988. Le pilier I vise à lier plus étroitement les normes de fonds propres au risque effectif; le pilier II renforce le processus de contrôle;

et le pilier III cherche à rendre la discipline du marché plus efficace en uniformisant l'information financière des banques. Les piliers II et III officialisent ce que les organes de contrôle bancaire ont toujours prétendu : la réglementation des fonds propres des banques n'est qu'un élément d'un système bien conçu de contrôle prudentiel. Si les propositions sont appelées accord sur les normes de fonds propres, leur portée est bien plus large que celle de simples normes.

**Pilier I.** La grille des normes de fonds propres a été affinée pour tenir compte de différents types de risques. En fonction du développement de leur système d'évaluation et de gestion du risque, les banques ont le choix entre la méthode standardisée, où un tiers évalue le risque de crédit, et la méthode fondée sur la notation interne, qui leur permet d'utiliser leur propre système de gestion du risque (après approbation des organes de contrôle) pour évaluer le risque de crédit de leurs contreparties.

Dans la méthode standardisée, les banques doivent appliquer des coefficients de pondération du risque prédéterminés selon le type de contrepartie (entreprises, emprunteurs souverains, autres banques) sur la base d'évaluations extérieures, telles que celles des agences de notation. Plus ces coefficients sont élevés, plus les fonds propres doivent être élevés. L'éventail de normes à appliquer à différents types de risques a été élargi et le système de classification des contreparties a été affiné.

Le nouvel accord modifie notablement le niveau des fonds propres et le système de classification des crédits aux entreprises. Par exemple, alors que l'accord de 1988 prévoyait une norme de fonds propres maximale de 8 % pour le risque de crédit (coefficient de 100 %), la norme pourrait atteindre jusqu'à 12 % pour une contrepartie dont la cote de crédit est médiocre (coefficient de 150 %). Par contre, pour les crédits aux entreprises dont la cote de crédit est excellente, le coefficient est plus faible et la norme peut tomber de 8 à 1,6 %.

Le nouvel accord offre aux banques moins développées un système uniformisé de plus large portée pour la classification des crédits bancaires et permet aux banques dont le système de gestion du risque est plus solide d'utiliser leur système de notation interne pour classer les crédits bancaires et établir les normes de fonds propres. Cette option offre une plus grande souplesse, avec une version de base et une version avancée. Une banque qui, selon l'organe de contrôle, dispose d'outils de gestion du risque relativement développés aura plus d'autonomie pour fixer ses propres normes de fonds propres. Par exemple, dans la version avancée, on s'appuie davantage sur les estimations du risque de crédit effectuées par la banque elle-même. L'organe de contrôle devra valider le système de gestion du risque d'une banque pour que celle-ci soit admise à utiliser la méthode fondée sur la notation interne.

Le nouvel accord aura peut-être des conséquences importantes pour certains emprunteurs souverains, car il abandonne la distinction entre les pays membres et non membres de l'OCDE comme base de pondération du risque souverain et lie les normes de fonds propres aux notations externes du risque souverain. Les engagements sur des pays non membres de l'OCDE dont la cote de crédit est excellente pourraient donc être soumis à une norme de 0 % au lieu des 8 % requis par le système actuel. À l'inverse, la norme serait plus élevée pour les engagements sur des pays de l'OCDE dont la cote de crédit est médiocre.

Le système de classification des engagements sur les banques sera modifié aussi. Alors que l'ancien système était fondé sur l'appartenance ou non du pays d'origine à l'OCDE, le nouveau sera fondé sur des notations externes du crédit. La pondération du risque pourra aussi être liée à la cotation du risque souverain du pays de la banque ou à la cote de crédit de la banque elle-même. Ce nouveau système pourrait modifier les normes de fonds propres pour les engagements sur les banques dans de nombreux cas. Il prend aussi en considération des techniques modernes de gestion du risque de crédit qui n'étaient pas monnaie courante à l'époque de l'accord original et prévoit des mesures visant à saisir les effets des garanties, de la titrisation des prêts et des dérivés de crédit.

En affinant la classification des risques et en tenant compte des progrès accomplis dans la gestion du risque de crédit, le pilier I devrait modifier l'équilibre de la réglementation et encourager les banques à maintenir des risques de crédit de meilleure qualité. Plutôt que d'établir assez mécaniquement les normes de fonds propres, il incite les banques à évaluer plus précisément le risque. En modifiant le traitement du risque de crédit souverain et bancaire, il tient compte des informations obtenues auprès des agences de notation et des organes de crédit à l'exportation. Cette approche est plus sensible au risque que le système actuel.

Il est admis que les organes de contrôle ne sont pas les seuls à essayer d'évaluer la qualité des risques de crédit des banques. Les agences internationales de notation du crédit et les banques elles-mêmes s'intéressent depuis longtemps à l'analyse du risque de crédit, mais leurs efforts n'avaient encore jamais été pris en compte dans l'établissement des normes de fonds propres. Il est clair que le recours aux notations externes et aux systèmes internes des banques introduit de nouvelles sources de risque et d'incertitude dans le processus de surveillance. L'évaluation du risque de crédit est une «science» récente qui n'a pas encore été testée sur un cycle complet de crédit, et les incitations des banques restent par nature différentes de celles des déposants et des organes de contrôle bancaire. Il faudra évaluer soigneusement les systèmes internes des banques.

Le nouvel accord soulève des problèmes pour les banques qui n'ont pas atteint un certain stade de développement. Les banques qui ont du mal à observer les normes existantes, par exemple celles figurant dans les principes fondamentaux du Comité de Bâle pour un contrôle bancaire efficace, auront besoin de temps pour acquérir les compétences nécessaires. Ces banques pourront-elles réaliser les économies d'échelle nécessaires pour investir dans des systèmes complexes de gestion du risque ou est-il préférable de s'attacher à corriger des lacunes plus fondamentales? Pour les banques qui ont besoin de plus de temps, il est prévu une période d'application progressive de trois ans à compter de 2004; après quoi, les nouvelles normes sont censées être appliquées.

**Pilier II.** Les organes de contrôle examineront de plus près la qualité de l'évaluation par les banques de leurs besoins en fonds propres et ne se contenteront pas d'examiner certaines normes quantitatives simples. Ils devront connaître parfaitement les techniques de gestion du risque utilisées par les banques.

Leur travail s'organisera autour de quatre grands principes. Premièrement, les banques doivent être capables d'établir un rapport entre leurs besoins en fonds propres et leur profil de risque et avoir une stratégie visant à maintenir ceux-ci à un niveau approprié. Deuxièmement, les organes de contrôle doivent examiner ces mécanismes et prendre des mesures s'ils y notent des faiblesses. Troisièmement, les banques doivent maintenir leurs fonds propres au-dessus du minimum requis et les organes de contrôle doivent être en mesure de l'exiger. Quatrièmement, ces derniers doivent intervenir avant que les fonds propres tombent sous le minimum.

**Pilier III.** Ce pilier renforce la discipline du marché en précisant quelles informations les

### Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, créé en 1974, est composé de cadres de direction des organes de contrôle bancaire des pays du Groupe des Dix, plus le Luxembourg et la Suisse, et collabore étroitement avec les organes de contrôle d'autres régions du monde. Il inclut des représentants d'autres pays dans les consultations sur les nouvelles propositions de normes de fonds propres. Il espère que le nouvel accord sur les normes de fonds propres sera appliqué dans le monde entier, à l'image de celui de 1988.

Le Comité de Bâle, qui dispose d'un secrétariat permanent à la Banque des règlements internationaux (BRI), est présidé par William J. McDonough, Président de la Banque fédérale de réserve de New York.

banques doivent communiquer. Si les conditions de financement d'une banque reflètent la solidité de sa gestion, une obligation d'information encouragera de bonnes pratiques de gestion du risque et un contrôle plus efficace. Le Comité demande au secteur financier de lui fournir des renseignements supplémentaires sur les informations à communiquer. Il s'agirait par exemple d'informations détaillées sur les entités qui contrôlent un groupe bancaire, le montant du capital entièrement versé, les réserves publiées, les participations minoritaires, les provisions pour pertes sur prêts et la composition du capital, mais aussi sur les risques de crédit, y compris des ventilations géographiques et sectorielles, le volume des prêts risqués par région et par secteur, les techniques de gestion du risque de crédit et des actifs risqués, les stratégies de réduction du risque de crédit et la gestion du risque de marché.

### Conséquences pour le FMI

Les organes de contrôle devront évaluer la qualité des notations internes et externes. L'efficacité du système proposé dépendra fortement des compétences de la direction des banques et des organes de contrôle : c'est donc une sérieuse incitation à améliorer la gestion et le contrôle des banques. Le nouveau système promet aussi de renforcer notablement la transparence des opérations bancaires et de stabiliser les banques et les autres institutions

qui l'adoptent. Pour être en mesure d'appliquer ces propositions, nombre de pays devront investir des ressources considérables dans le personnel, la formation et les systèmes de technologies de l'information. Ils demanderont probablement au FMI de les aider à comprendre et à appliquer le nouvel accord, puisqu'ils sont encore nombreux à avoir du mal à satisfaire les exigences beaucoup plus simples de l'accord existant et des principes fondamentaux.

La réglementation et la surveillance doivent s'adapter à l'évolution des banques et des opérateurs des marchés de capitaux. Les opérateurs recourant à des évaluations du risque plus quantitatives et plus complexes, les organes de contrôle doivent faire de même. Dans nombre de pays, les organes de contrôle et les banques devront évoluer pour améliorer la qualité de l'intermédiation financière nationale et internationale et assurer la stabilité financière. Ces processus exigeront beaucoup de temps et d'effort, et le FMI devra être prêt à aider ses pays membres. L'année 2004 n'est pas très loin et certains pays jugeront peut-être bon de commencer à appliquer le nouvel accord bien avant. ■

Jan van der Vossen  
FMI, Département de la monnaie et des changes

Pour des informations plus détaillées sur les propositions, voir le site Web du Comité de Bâle à l'adresse [www.bis.org/publ/index.htm](http://www.bis.org/publ/index.htm).

## Les perspectives des marchés émergents

(suite de la première page) souligné que tous les marchés émergents ont suivi la même tendance à la hausse en 2000, à l'exception des Philippines et de la Turquie.

### Marchés émergents en 2000

Selon M. El-Erian, rien de singulier n'a caractérisé l'évolution des titres des marchés émergents en 2000. Leurs bonnes performances s'expliquent par une amélioration de la politique économique de nombreux pays, appuyée par une meilleure gestion du passif, un environnement extérieur généralement favorable et l'aide d'urgence rapide et massive du FMI à l'Argentine et à la Turquie (*Bulletin du FMI*, 27 novembre 2000, page 372; 18 décembre 2000, page 385).

Un nombre croissant de pays, Brésil et Mexique en tête, ont bien géré leur passif en 2000, d'où une hausse de leur valeur actuelle nette, une amélioration de leur échéancier et la stabilisation de facto de leurs courbes de rendement. Le rachat par le Mexique de ses obligations Brady est remarquable à cet égard : il a permis d'abaisser le coût de l'emprunt et de réaliser des économies budgétaires considé-

rables. M. El-Erian prévoit que ce type de gestion du passif va devenir un instrument de politique économique de plus en plus important et que les missions du FMI soulèveront plus souvent la question auprès des autorités nationales lors des consultations et des négociations de programmes. Il convient toutefois d'éviter tout recours excessif à l'échange de créances, car des opérations mal structurées risquent dans certains cas de nuire à la solvabilité, averti M. El-Erian.

M. El-Erian a aussi noté l'impact positif de l'environnement économique international. La forte croissance de l'économie américaine a stimulé les exportations des pays à marché émergent, dont bon nombre sont aussi devenus plus attrayants pour les investisseurs à mesure que l'acceptation du modèle de la «nouvelle économie» conduisait ces derniers à anticiper une croissance plus rapide de la productivité et des exportations. En outre, les évaluations positives d'agences de notation comme Moody's et Standard & Poor's l'ont emporté sur les cotes négatives dans une proportion de quatre contre un pour l'ensemble des pays à marché émergent.

En stabilisant le marché et en limitant les risques de contagion, l'intervention rapide et énergique du FMI en Argentine et en Turquie a soutenu le rendement des actifs des pays à marché émergent. Elle a montré aux marchés financiers que les programmes d'ajustement en cours dans ces pays étaient appropriés. Étant donné les besoins de financement élevés de ces pays, elle a aussi réduit leur vulnérabilité aux caprices des marchés des capitaux. Le processus n'est toutefois pas terminé et les investisseurs suivront de près l'exécution de la politique économique et le comportement des marchés financiers locaux.

### Perspectives pour 2001

Pour 2001, M. El-Erian prédit du bon et du mauvais. Côté positif, la santé foncière de nombre de ces pays continuera de s'améliorer, quoique plus lentement qu'en 1999 et 2000. Ils seront probablement plus nombreux aussi à gérer leur passif. Par ailleurs, le renforcement de l'infrastructure du marché financier se poursuivra, favorisant entre autres une meilleure circulation de l'information. Des capitaux considérables restent à allouer et les investisseurs pourraient se laisser tenter par les obligations des pays à marché émergent.

Côté négatif, l'environnement économique international paraît aujourd'hui plus incertain. Si les marchés financiers anticipent en général un «atterrissage en douceur» de l'économie américaine, M. El-Erian entrevoit la possibilité d'un choc plus vigoureux et s'inquiète de la disparité des résultats parmi les différents secteurs économiques. Les autorités de certains pays à marché émergent pourraient aussi être poussées davantage à soutenir des entreprises privées. Par ailleurs, le rétrécissement sensible de l'écart d'intérêt sur les titres des marchés émergents en 2000, par comparaison avec les obligations à haut risque, les a rendus moins attrayants. Il conviendra de surveiller le comportement de ces pays dans ce contexte difficile. Les investisseurs étrangers, détenant souvent des titres de ces pays et étant peu disposés à liquider leurs positions non rentables, pourraient vendre les obligations et les actions de pays affichant un haut rendement afin de maintenir leur niveau de liquidités. Ainsi, la contagion pourrait, à court terme, toucher des pays à marché émergent qui n'entretiennent même pas de relations économiques établies. Dans l'ensemble, l'année 2001, quoique semée d'embûches, reste prometteuse, les investisseurs continuant à établir des distinctions entre les différents secteurs et pays.

### Tendances à plus long terme

Au-delà de 2001, M. El-Erian prévoit l'intensification de diverses tendances, outre un recours plus fréquent à la gestion du passif : premièrement, l'importance croissante des droits des créanciers,

les détenteurs d'obligations réagissant à la volonté de l'Équateur d'instituer un défaut de paiement sélectif, voulant se faire mieux entendre; deuxièmement, un renforcement des marchés financiers intérieurs afin d'établir des courbes de rendement multi-devises plus robustes et, troisièmement, une sélection plus stricte sur les marchés financiers, les investisseurs évaluant de plus en plus chaque pays séparément et non comme un élément du large groupe des pays à marché émergent.

Selon M. El-Erian, les prévisions à long terme justifient que les pays à marché émergent reçoivent une part substantielle des investissements. Cependant, étant donné la fluidité de la situation internationale et le risque d'événements de crédit particuliers, les investisseurs devront faire preuve de discernement et privilégier les placements dans les pays «de qualité», qui se caractérisent par une politique macroéconomique solide, la stabilité politique, des réserves de change suffisantes pour résister à un choc externe et un bon échéancier de la dette (ce qui leur permet de survivre à un rejet temporaire de leurs titres par les marchés). On a constaté qu'il est possible de réaliser de solides bénéfices sur plusieurs années en évitant les «gros accidents», comme les pertes occasionnées par le défaut de paiement de la Russie en 1998.

S'agissant des régimes de change, M. El-Erian a rappelé que les marchés financiers préfèrent en général les régimes flottants, à cause de leur mécanisme de correction intégré qui n'exige pas de gros ajustements budgétaires, difficiles à opérer d'un point de vue politique. Cependant, les marchés peuvent s'accommoder de l'utilisation du taux de change comme point d'ancrage nominal pour la stabilisation des prix dans les pays à inflation élevée, dans la mesure où un mécanisme de sortie ordonné est prévu. Donc, un régime de change intermédiaire (par exemple, une parité fixe mais ajustable) ne paraît attrayant que pour une période limitée.

En ce qui concerne la participation du secteur privé à la résolution des crises, les marchés ne mettent plus l'accent sur la garantie d'un résultat, mais bien sur l'amélioration du processus de renégociation de la dette, le cas échéant. À cet égard, l'expérience de l'Équateur est préoccupante, parce que les créanciers n'ont pas été consultés et que le pays a tenté de modifier les garanties juridiques, a noté M. El-Erian. ■

Joshua Greene  
Institut du FMI

Photographies : Mark Baker (Reuters), page 37; Denio Zara, Padraic Hughes et Pedro Marquez (FMI), pages 37, 43-44, 46-47 et 51; Banque mondiale, pages 51-52.

## Les dérivés hors cote sont un marché porteur, non exempt de risques systémiques

**D**ans une nouvelle étude spéciale, une équipe du Département des études du FMI souligne la nécessité de continuer de réformer le fonctionnement et la réglementation des marchés de gré à gré de produits dérivés, bien que les problèmes apparus lors du quasi-effondrement du fonds Long-Term Capital Management (LTCM) à l'automne 1998 et des turbulences ultérieures aient été corrigés en partie. Garry Schinasi, chef de la Division des marchés des capitaux et des études financières du Département des études, qui a dirigé l'équipe de rédaction, explique pourquoi à Jeremy Clift, du Département des relations extérieures.

**M. CLIFT :** Que sont exactement les dérivés de gré à gré et quelle est la taille du marché des dérivés?

**M. SCHINASI :** Les dérivés sont des contrats financiers dont la valeur dépend d'instruments sous-jacents, tels que des obligations, des actions ou d'autres actifs, mais aussi des indices de prix. Ils peuvent être négociés en bourse ou bilatéralement («de gré à gré» ou «hors cote»). Les dérivés négociés en bourse sont des produits standardisés qui exigent généralement un dépôt de bonne foi («marge») lors de l'achat ou de la vente d'un contrat. Les dérivés hors cote, tels que les échanges de devises ou de taux d'intérêt, sont des accords bilatéraux négociés en dehors des bourses organisées. Les risques liés aux contrats sur dérivés hors cote sont gérés individuellement par chaque contrepartie, et non collectivement par les membres d'une bourse.

Le marché des dérivés est énorme, tant en valeur absolue que par rapport à la taille de l'économie mondiale et des marchés financiers internationaux. Par exemple, il y a deux ans (données les plus récentes), le volume moyen des opérations sur dérivés avoisinait 2,7 billions de dollars par jour. En comparaison, le PIB mondial était de 31 billions de dollars environ en 1999, soit l'équivalent de onze jours d'activité sur le marché des dérivés.

**M. CLIFT :** Les dérivés hors cote ont contribué au développement et à l'efficacité des marchés de capitaux, mais aussi, semble-t-il, à l'instabilité du système. Que savons-nous de leur effet sur les marchés de capitaux mondiaux?

**M. SCHINASI :** Les marchés de dérivés permettent une affectation efficace des capitaux et aident les entreprises financières et non financières à gérer le risque et à l'évaluer de manière appropriée. Mais ces marchés sont relativement récents. Certains estiment qu'ils ont à peine plus de dix ans sous leur forme moderne, même si les dérivés existaient déjà, sous une forme ou une autre, dans les civilisations grecque et romaine.

En gros, ces marchés sont donc une bonne chose, mais ils ne sont pas bien compris, notamment en ce qui concerne leurs effets sur le risque systémique. Ils n'ont ni accru ni réduit le risque systémique, mais ils ont transformé la finance mondiale et, partant, la nature du risque systémique. Les développements systémiques ont maintenant plus de chances de se produire sur les marchés que dans les institutions financières, le risque étant qu'un grand nombre d'institutions soient touchées en même temps, comme lors de la crise du LTCM.

**M. CLIFT :** Avons-nous tiré tous les enseignements du quasi-effondrement du LTCM et que faut-il encore faire?

**M. SCHINASI :** Premièrement, après les problèmes du LTCM, de nombreuses études ont été faites sur les marchés des dérivés et leurs risques. Certaines de leurs recommandations ont été appliquées par le secteur privé et les organes de contrôle des banques ou d'étude des marchés. Nous en savons un peu plus aujourd'hui sur ces marchés et leurs risques. Les autorités et les entreprises gèrent ces risques, certaines plus agressivement et plus efficacement que d'autres.

Deuxièmement, quelques grandes institutions financières qui «tiennent» ces marchés — c'est-à-dire qu'elles sont prêtes à acheter ou à vendre des instruments financiers pour créer de la liquidité — ont retiré des capitaux. Il y a donc moins de possibilités d'exercer un fort effet de levier et les prix sont davantage pris en compte. Si l'on examine les indicateurs d'activité sur ces marchés, on observe une légère baisse, en particulier sur les bourses. Les écarts de taux sont plus élevés : l'activité est donc plus coûteuse en raison du retrait de certains teneurs de marché. Il y a aussi beaucoup moins de transactions pour compte propre.

On peut en conclure que les enseignements ont été tirés et que la discipline du marché s'est fait sentir dans une certaine mesure. Les entreprises sont plus prudentes lorsqu'il s'agit d'injecter des capitaux dans ces secteurs. Elles investissent leurs capitaux dans des entreprises moins risquées ou à rendement plus élevé en tenant compte du risque.

Bien sûr, cela ne signifie pas qu'il n'y a pas de risque. Notre étude énonce un certain nombre de faiblesses potentielles dans l'infrastructure. Nous cherchons à savoir comment mieux identifier les risques privés et publics. Nos recommandations s'adressent à l'ensemble des opérateurs : gestionnaires de risques privés, cadres supérieurs des institutions privées, organes de contrôle des banques et d'étude des marchés.

**M. CLIFT :** Certains opérateurs jugent que les marchés de dérivés dissipent les chocs en facilitant les opérations de couverture; pour d'autres, c'est un canal de contagion. Pensez-vous que les marchés ont créé quelque chose qui pourrait facilement devenir incontrôlable?

**M. SCHINASI :** Globalement, les risques liés aux marchés de dérivés sont moindres qu'il y a deux ans et nous pensons que la gestion des risques va s'améliorer à l'avenir. Mais il faut apporter d'autres améliorations si l'on veut réduire le risque d'instabilité sur les marchés internationaux. Le secteur privé, par exemple, peut renforcer les incitations, la discipline du marché, la gestion du risque et l'information financière.

Si la discipline du marché ne s'améliore pas, il sera peut-être nécessaire de modifier la réglementation prudentielle, en particulier les normes de fonds propres. Un suivi plus efficace des marchés de dérivés hors cote est essentiel. En outre, étant donné le manque d'informations fiables sur ces marchés, ceux-ci doivent être plus transparents. On pourrait — et on devrait — aussi éliminer les incertitudes juridiques et réglementaires qui les entourent.

**M. CLIFT :** Les outils dont nous disposons aujourd'hui pour évaluer les risques sont-ils adaptés aux marchés d'aujourd'hui?

**M. SCHINASI :** La crise du LTCM a montré qu'il est essentiel d'améliorer la gestion des risques de contrepartie et la gestion des risques de manière plus générale. Les turbulences de 1998 n'auraient pas pu se produire sans l'accumulation et la concentration de risques de contrepartie qui s'expliquent par plusieurs facteurs : les institutions financières ont commis des erreurs; leur système de gestion du risque ne leur a pas permis de limiter leurs risques de crédit; et les risques de contrepartie, ainsi que les risques opérationnels et juridiques, n'ont été ni évalués, ni suivis, ni gérés de façon appropriée. Il y a donc beaucoup à faire.

**M. CLIFT :** Comment accroître la transparence des marchés de dérivés hors cote?

**M. SCHINASI :** Il faut améliorer notablement la qualité de l'information financière. Le manque de données et leur asymétrie se sont avérés des aspects importants de l'accumulation et du dénouement de positions dans le cas de la crise du LTCM. Il est donc essentiel de mettre en place des mécanismes qui fournissent au moins les informations nécessaires pour assurer l'efficacité de la discipline du marché et du contrôle officiel de manière à garantir la confidentialité.

**M. CLIFT :** Proposez-vous une obligation d'information?

**M. SCHINASI :** Soit il y a coordination de la part des institutions concernées, soit il y a obligation.

**M. CLIFT :** Quel est le juste équilibre entre l'auto-régulation par les marchés et le contrôle officiel?

**M. SCHINASI :** En général, si l'intervention du secteur public se justifie, cela ne signifie pas qu'il doit être omniprésent. On pourrait développer des arguments en faveur d'un recours accru à une discipline de marché efficace. Cependant, il est possible d'améliorer les normes de fonds propres, par exemple, et le dialogue entre les opérateurs du secteur privé et les organes chargés d'assurer la stabilité financière doit être plus constructif.

**M. CLIFT :** Dans votre étude, vous indiquez qu'en dehors des États-Unis et du Royaume-Uni, nombre de législations ne sont pas propices à une bonne gestion du risque. Que doivent faire les autres pays industrialisés pour adapter leur réglementation aux marchés de dérivés?

**M. SCHINASI :** Le cadre juridique et réglementaire des dérivés hors cote est complexe aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais il est souvent beaucoup plus compliqué ailleurs. Une certaine harmonisation est nécessaire. Par exemple, il se peut qu'un même instrument soit défini par la loi comme un échange dans un pays, un contrat d'assurance dans un deuxième et un instrument de pari mutuel dans un troisième. Les opérateurs des marchés s'efforcent de réduire les risques juridiques, mais il y a des limites à ce que le secteur privé peut accomplir, parce que, en fin de compte, les contrats doivent avoir force exécutoire dans un système juridique. En échange d'une certitude juridique et réglementaire, les institutions privées qui ont créé ces marchés de gré à gré décentralisés devront peut-être modifier la structure des marchés pour réduire les risques d'instabilité. Les chambres de compensation sont un exemple de ce qui peut se faire pour limiter le risque systémique.

**M. CLIFT :** Les faiblesses que vous recensez dans le contrôle bancaire et la surveillance officielle des marchés ont-elles été corrigées de façon appropriée?

**M. SCHINASI :** Des progrès sont certes accomplis dans plusieurs domaines, principalement dans la transparence, mais il est nécessaire de renforcer le suivi des marchés au niveau national et surtout international. Par exemple, les autorités doivent se préoccuper davantage de l'effet des dérivés hors cote sur les risques privés dans les institutions financières, ainsi que sur les risques privés et systémiques au sein des marchés et d'un marché à l'autre.



*M. Schinasi : «Globalement, les risques liés aux marchés de dérivés sont moindres qu'il y a deux ans.»*

**M. CLIFT : Quel est l'avenir des marchés de dérivés hors cote?**

M. SCHINASI : Leur expansion continuera probablement d'être tirée par la technologie et les améliorations de l'infrastructure institutionnelle. Le volume élevé des opérations sur certains dérivés hors cote entraîne une uniformisation croissante. Avec le développement des transactions électroniques, ainsi que des technologies de compensation et de règlement, il est possible d'accroître l'efficacité en mettant en place pour ces produits des systèmes de courtage semblables à ceux d'une bourse. En conséquence, la distinction entre les

dérivés négociés en bourse et hors cote va peut-être s'atténuer et les dérivés hors cote pourraient finir par supplanter les produits comparables sur les bourses de dérivés. ■

L'étude spéciale du FMI n° 203, *Modern Banking and OTC Derivatives Markets: The Transformation of Global Finance and Its Implications for Systemic Risk*, par Garry J. Schinasi, R. Sean Craig, Burkhard Drees et Charles Kramer, est disponible au Service des publications du FMI au prix de 20 dollars (17,50 dollars pour les enseignants des universités et les étudiants). Voir page 49 pour la commander.

*W. Max Corden à un séminaire de l'Institut du FMI . . .*

## Les pays en développement choisissent un régime de change en fonction de leurs besoins spécifiques

Lors d'un séminaire de l'Institut du FMI le 22 janvier, W. Max Corden, professeur d'économie à l'université de Melbourne et à la John Hopkins School of Advanced International Studies de Washington et ancien conseiller principal au Département des études du FMI, a traité du choix d'un régime de change pour les pays en développement. Avant d'aborder des cas particuliers, il a proposé un tour d'horizon des régimes de change, les classant en

fonction de leurs objectifs et soulignant les questions à considérer pour faire un choix judicieux.

M. Corden distingue trois approches dans l'analyse des régimes de change : les objectifs réels, le point d'ancrage nominal et la stabilité du taux de change.

Dans la première, le taux de change, appuyé principalement par la politique budgétaire, est utilisé pour atteindre des objectifs réels, comme le plein emploi ou la compétitivité. La principale hypothèse sous-jacente est qu'une variation du taux de change nominal peut se traduire par une variation du taux de change réel, au moins temporairement, parce que l'inflation ne la touche pas.

Dans le cas du point d'ancrage nominal — une solution à la mode aujourd'hui — le pays utilise le taux de change pour ancrer son taux d'inflation à celui de ses partenaires commerciaux. L'objectif est d'envoyer un message clair et crédible aux agents privés concernant les perspectives d'inflation.

La troisième approche met l'accent sur les inconvénients des taux de change flottants, considérés comme instables.

### Classification des régimes

Les régimes de change vont du taux flottant au taux fixe, en passant par des régimes intermédiaires,

comme le rattachement à une monnaie, les zones-objectifs et les taux fixes mais ajustables. Différents régimes sont adaptés à différents pays et à différentes époques, en fonction de la taille de l'économie, de son niveau de développement, de son degré d'ouverture et de ses antécédents macroéconomiques.

Une parité ajustable convient aux pays où l'inflation est élevée par rapport à celle de leurs partenaires commerciaux, comme il arrive souvent en Amérique latine. L'arrimage peut être passif, le taux de change étant ajusté en fonction de l'inflation dans le passé, ou actif, le pays annonçant à l'avance les ajustements qu'il entend effectuer. L'inflation peut être causée par une hausse des salaires ou de la masse monétaire; dans les deux cas, le taux de change doit être ajusté.

Le taux fixe mais ajustable, qui fluctue à l'intérieur d'une bande étroite, est une autre solution intermédiaire, considérée comme la norme jusqu'aux années 80. Ce régime exige un engagement ferme à maintenir le taux de change. Le Brésil, le Mexique et la Thaïlande comptaient parmi ses adhérents avant les crises du milieu et de la fin des années 90. Dans ces pays à marché émergent, où la mobilité des capitaux n'a cessé de croître pendant les années 70 et 80 pour atteindre le haut niveau actuel, les autorités ont eu du mal à maintenir une parité fixe. Ce type de régime est moins populaire aujourd'hui, mais il reste envisageable pour les pays où les mouvements de capitaux sont restreints par le manque d'intégration aux marchés des capitaux (comme certains pays très pauvres) ou par une réglementation (comme la Chine).

La zone-objectif constitue une solution de compromis populaire entre le taux flottant et le taux fixe mais ajustable. Le taux central, qui peut être fixe, ajustable ou flexible, est admis à fluctuer à l'intérieur d'une bande. Ce régime autorise une certaine souplesse dans les objectifs de politique économique et s'accorde bien aux trois approches



M. Corden :  
«La palette des régimes de change s'étend des taux flottants à un extrême aux taux fixes à l'autre extrême.»

susmentionnées. Pour certains, il permet d'éviter les fluctuations extrêmes du taux de change, ce que M. Corden conteste.

Les trois types de régime de change fixe sont la caisse d'émission (parité fixe vis-à-vis d'une «monnaie d'ancrage»), la dollarisation (adoption de la monnaie d'une économie dominante comme monnaie nationale) et l'union monétaire (adoption par un groupe d'économies bien intégrées d'une monnaie commune et coordination des politiques monétaires). En règle générale, plus l'économie d'un pays est ouverte, plus un taux de change fixe est approprié. Les petits pays ont plus de chances d'être ouverts que les grands et sont donc peut-être de bons candidats pour une caisse d'émission. Cependant, il se peut que certains de ces pays soient plus exposés aux chocs asymétriques, par exemple un changement du régime de change ou, pour les pays dont la production est peu diversifiée, une détérioration des termes de l'échange. Pour ces pays, un taux de change fixe n'est pas approprié, parce que les autorités pourraient avoir besoin de plus de souplesse pour faire face aux chocs.

Selon M. Corden, les très petits pays ne sont pas des zones monétaires optimales. Ils ont en général du mal à stabiliser leur monnaie face aux turbulences extérieures. Ils devraient donc arrimer leur monnaie à une monnaie de référence, comme les petites îles du Pacifique Sud, qui pourraient rattacher leur monnaie au dollar australien. Les pays de petite à moyenne taille dont l'économie est mieux intégrée à celle de leurs voisins jugeront peut-être qu'une zone monétaire commune est pratique et réduit les risques de choc.

Deux questions influent sur le choix d'un régime de change, estime M. Corden. Premièrement, quel devrait être le degré de liberté des pouvoirs publics dans la conduite de la politique monétaire? La réponse varie d'un pays à l'autre. Ceux qui ont réussi à imposer la discipline budgétaire devraient disposer d'une plus grande marge de manœuvre, comme celle prévue par l'approche des objectifs réels. Ceux qui ont des problèmes budgétaires et macroéconomiques n'ont aucun espoir de maintenir une parité fixe et ne devraient donc pas bénéficier d'une aussi large marge de manœuvre.

La seconde question concerne le degré d'ouverture de l'économie. En général, plus l'économie est ouverte, moins une dépréciation nominale risquera de conduire à une dépréciation réelle, ce qui plaide en faveur d'un taux fixe.

### Études de cas

M. Corden s'est penché sur quatre pays d'Amérique latine qui ont connu des périodes de forte inflation, en se réservant l'Argentine — «le pays le plus intéressant du monde, un véritable laboratoire» — pour la fin.

**Brésil.** Malgré ses antécédents d'inflation élevée et ses changements de régime de change, le Brésil a préservé sa compétitivité et a réalisé une croissance élevée. Après l'explosion de l'inflation en 1992–93, les autorités ont mis en place un plan de stabilisation fondé sur le taux de change et ont adopté un régime actif de parité ajustable qui a servi de cadre à la réforme budgétaire. Bien que les autorités n'aient pas pu maintenir la discipline budgétaire et que les transactions courantes se soient soldées par un déficit, l'inflation a diminué. Depuis, les autorités ont adopté un régime de flottement dirigé qui, combiné au ciblage de l'inflation, leur permet d'abaisser les taux d'intérêt face à un choc sérieux (par exemple, une détérioration des termes de l'échange) et donc d'éviter une récession.

**Chili.** À la fin des années 70, le Chili appliquait un programme de stabilisation classique fondé sur le taux de change qui combinait régime actif de parité ajustable et taux d'intérêt élevés. Ce régime a permis de réduire l'inflation, mais il a provoqué des entrées de capitaux massives qui ont causé une appréciation de la monnaie en valeur réelle et des difficultés de balance des paiements, d'où la nécessité d'une dépréciation en valeur réelle. Durement touché par la chute des cours du cuivre au début des années 80, le Chili fut forcé d'abandonner la parité ajustable pour adopter un régime de flottement dirigé. En gardant la maîtrise de ses politiques monétaire et budgétaire, le Chili «a respecté les règles fondamentales», estime M. Corden.

**Mexique.** Le Mexique a maintes fois tenté au cours de son histoire d'arrimer sa monnaie pour se voir contraint tôt ou tard à la dévaluer. La dépréciation de 1994–95 est allée au-delà de ce que justifiait la santé foncière de l'économie. En choisissant de libeller une part importante de leur dette en dollar américain plutôt qu'en peso, les autorités mexicaines avaient pris un risque qui leur a coûté cher lorsqu'elles ont dû dévaluer, parce que les créanciers refusaient de refinancer la dette libellée en dollar.

Le Mexique, comme le Brésil et le Chili, semble aujourd'hui sur la bonne voie en appliquant un régime de change flottant et un ciblage de l'inflation. Toutefois, il est peut-être prématuré de crier victoire, car ces trois régimes n'ont pas encore été testés. Le véritable test surviendra lorsque ces pays feront face à de sérieux chocs politiques.

**Argentine.** L'Argentine est une économie fermée de taille moyenne qui a subi des chocs asymétriques. Ses antécédents macroéconomiques sont «catastrophiques» : périodes d'inflation élevée ou d'hyperinflation, instabilité persistante du taux de change et faible croissance. «L'Argentine est un membre de l'OCDE qui a fait fausse route», selon M. Corden : elle devrait aujourd'hui faire partie des pays développés. De toute évidence, elle n'était pas un bon candidat pour un taux fixe.



**«Le Mexique, comme le Brésil et le Chili, semble aujourd'hui sur la bonne voie en appliquant un régime de change flottant et un ciblage de l'inflation.»**

**M. Corden**

La situation en Argentine s'est dégradée à un point tel que le public était réceptif à un changement, ce qui a rendu possible l'adoption d'une caisse d'émission. Ce système exige que le pays soit maître de sa politique budgétaire et que ses réserves de change soient équivalentes à la monnaie centrale. Comme l'inflation élevée avait fortement réduit la demande de monnaie, l'Argentine a pu satisfaire à ce dernier critère.

La caisse d'émission a permis de réduire spectaculairement le taux d'inflation, mais la politique salariale manquait de souplesse et la hausse des salaires a provoqué une appréciation de la monnaie en valeur réelle qui a aggravé le chômage et favorisé le protectionnisme. Les marchés ont perdu confiance dans la capacité des pouvoirs publics à rembourser leurs dettes, et les taux d'intérêt ont grimpé. D'où le dilemme suivant pour les autorités : elles devaient relever les impôts pour prouver aux marchés qu'elles maîtrisaient la politique budgétaire; un échec risquait d'intensifier la récession, mais en cas de succès, les taux d'intérêt chuteraient parce que les opérateurs penseraient que les pouvoirs publics allaient cesser d'emprunter, ce

qui pourrait relancer le secteur privé et éviter la récession.

M. Corden tire trois conclusions. Premièrement, compte tenu des antécédents de l'Argentine, la caisse d'émission constituait probablement sa meilleure option. Deuxièmement, même si la caisse d'émission a donné de bons résultats en Argentine, M. Corden ne la recommanderait pas aujourd'hui à d'autres pays aux antécédents comparables. Il prônerait plutôt le ciblage de l'inflation, qui s'est avéré efficace dans plusieurs pays. Troisièmement, il ne recommande pas à l'Argentine d'abandonner sa caisse d'émission, parce qu'elle a acquis une certaine crédibilité. Cette dernière conclusion va à l'encontre de ce qui est communément admis, à savoir que la meilleure politique en temps de crise n'est peut-être pas appropriée à long terme et qu'il faut prévoir de l'abandonner. M. Corden est sceptique face à ces stratégies d'«abandon» : il juge que leur annonce déclencherait immédiatement des spéculations qui obligeront les autorités à en précipiter l'application. En conclusion, M. Corden conseille aux pays en crise de laisser flotter leur taux de change dans un premier temps, puis de s'attaquer aux grandes variables économiques. ■

### Leslie Alan Whittome, 1926–2001

Sir Alan Whittome, ancien Conseiller du FMI et, successivement, Directeur du Département Europe et du Département des relations de change et de commerce, est décédé le 21 janvier 2001.

M. Whittome est né à Londres en janvier 1926. En 1950, après son service militaire et des études à l'université de Cambridge, il est entré à la Banque d'Angleterre, où il est resté jusqu'en 1964, atteignant le poste de Trésorier général adjoint, chargé des questions financières intérieures.

M. Whittome est arrivé au FMI en 1964 pour prendre la direction du Département Europe. Il a joué un rôle essentiel dans la négociation d'accords de confirmation et de programmes de stabilisation avec plusieurs grands pays européens, dont le Royaume-Uni en 1967, 1969 et 1977; la France en 1969; et l'Italie en 1974 et 1977. Dans les années 80, il a dirigé les efforts du FMI visant à développer des liens avec les pays d'Europe de l'Est. Il fut aussi très actif dans la définition et l'expansion des responsabilités du FMI en matière de surveillance des économies de ses pays membres.

En 1980, tout en conservant son poste de Directeur du Département Europe, M. Whittome a été promu au rang de Conseiller. En 1987, il est devenu Directeur du Département des relations de change et de commerce et il a conduit l'action du FMI face aux problèmes des pays très endettés. Il a pris sa retraite en juillet 1990, mais, en août de la même année, il a accepté une mission d'un an comme Conseiller spécial du Directeur général. Il fut chargé de coordonner une étude de quatre organisations internationales sur l'économie soviétique, qui avait été demandée par les dirigeants des pays du Groupe des Sept. En février 1995, M. Whittome a été nommé

Conseiller spécial du Directeur général : pendant deux mois, il a étudié la surveillance exercée par le FMI durant la période qui a précédé la crise financière mexicaine en décembre 1994. Il fut anobli par la Reine Elizabeth II en 1991.

Horst Köhler, Directeur général du FMI, a rendu hommage à M. Whittome : «Sir Alan a apporté au FMI un esprit extraordinaire et un style unique. Son empreinte sur le FMI fut énorme et il est regretté depuis le jour où il est parti. Il fut le mentor de nombreux membres du personnel, dont plusieurs cadres de direction actuels. Il manquera beaucoup à tous ceux dont il a influencé la carrière et la vie.» (note d'information du FMI n° 01/11, 29 janvier).

«Alan Whittome fut pour moi un mentor incomparable», a noté Michel Camdessus, Directeur général du FMI de 1987 à 2000. «Il était toujours là pour apporter la contribution décisive, mais il tenait à en attribuer le mérite au dur labeur, à l'imagination ou à la diplomatie de ses plus jeunes collègues. Il a contribué énormément au prestige et à l'influence du FMI. Il a laissé une forte empreinte sur l'institution, mais plus encore sur tous ceux qui ont eu le privilège de travailler avec lui. Il nous en a tous appris un peu plus sur ce que signifie la fonction publique internationale.»

Jacques de Larosière, Directeur général du FMI de 1978 à 1987, a déclaré : «Je pense souvent à Sir Alan et aux années merveilleuses pendant lesquelles nous avons travaillé ensemble au FMI lorsqu'il dirigeait le Département Europe. Je me souviens de la manière dont il maîtrisait les détails de l'ajustement économique et négociait les programmes du FMI avec compétence, intelligence et subtilité, mais aussi avec la suprême élégance et le sens de l'humour qui le caractérisaient.»

Son épouse et deux filles d'un mariage antérieur lui survivent.



Sir Alan Whittome

Allocution de Stanley Fischer à Yaoundé . . .

## La dynamique de la mondialisation peut favoriser le développement des pays africains

**V**oici des extraits d'un discours prononcé le 19 janvier par Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, lors du sommet France-Afrique à Yaoundé (Cameroun). Le texte intégral (en anglais) est disponible sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Les cinquante dernières années ont été caractérisées non seulement par l'intensification de la mondialisation, mais aussi par une croissance spectaculaire. Cette relation valide la vision des fondateurs du système économique de l'après-guerre, construit autour du FMI, de la Banque mondiale et de ce qui allait devenir l'OMC. Mais bon nombre des pays les plus pauvres, beaucoup africains, ne semblent pas tirer profit de la mondialisation.

Néanmoins, il ne sert à rien de se demander si nous sommes pour ou contre la mondialisation. Il n'y aura pas de marche arrière : en fait, nous vivons déjà dans une économie mondiale, où les flux internationaux d'échanges, de capitaux et de connaissances sont non seulement énormes, mais aussi en hausse constante. Les pays qui ne sont pas disposés à traiter avec les autres risquent d'être plus encore à la traîne du reste du monde en termes de revenus et de développement humain. C'est là que se situe le véritable risque de marginalisation.

Il faut plutôt se demander comment exploiter au maximum les chances offertes par la croissance et l'ouverture de l'économie mondiale, comment faire face le mieux possible aux problèmes inévitables posés par la mondialisation et comment améliorer le système.

### Politique économique dans une économie mondialisée

Que doivent faire les pouvoirs publics, en particulier en Afrique, pour profiter des bienfaits de la mondialisation économique? Premièrement, libéraliser les échanges pour ouvrir l'économie à la concurrence et renforcer l'intégration dans l'économie mondiale. Quelques pays africains ont accompli des progrès considérables dans ce domaine ces dernières années. Citons par exemple l'adoption d'une politique commerciale commune et d'une union douanière relativement ouverte dans la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale. Ces progrès pourraient maintenant être consolidés et partagés par d'autres parties de l'Afrique subsaharienne. Étant donné la petite taille de bon nombre de pays africains, l'élan de l'intégration régionale est extrêmement important. Mais l'intégration régionale n'aidera à accélérer la croissance à long terme que si elle stimule effectivement les échanges et ne

visé pas à ériger de nouveaux blocs protectionnistes.

Les progrès dans la libéralisation des échanges en Afrique doivent aller de pair avec l'ouverture des marchés des pays industrialisés aux exportations de produits africains. Le FMI continuera de soutenir vigoureusement cette position où et dès qu'il le pourra.

Deuxièmement, il est important que les dépenses sociales soient efficaces. La mondialisation offre des avantages économiques en partie en favorisant le changement et l'expansion ou le déclin de différents secteurs et activités économiques. Ce processus n'est pas sans douleur. Lorsque les économistes parlent de déplacement de la main-d'œuvre d'activités à productivité faible vers des activités à productivité élevée, c'est de la théorie. Ce sont les individus et les familles qui doivent se déplacer. S'ils se sentent menacés et incapables de faire face au changement, ils y résisteront et les avantages économiques seront perdus.

Il faut investir dans le capital humain des pauvres — renforcer leur accès aux soins de santé, à l'éducation et aux chances économiques — et les protéger pendant le processus d'ajustement en prévoyant un filet de protection sociale efficace. Dans le passé, le FMI ne s'est peut-être pas assez préoccupé de ce besoin, mais je pense que nous lui avons maintenant accordé une priorité adéquate dans les programmes que nous appuyons par notre facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC), en partenariat avec la Banque mondiale.

Dans cette économie mondiale en pleine mutation, l'investissement dans l'éducation prend une importance particulière. Les nouvelles technologies sont fort basées sur la connaissance et les compétences, et il faut apprendre aux populations à les utiliser. Mais cette formation ne doit pas être trop limitée, car l'adaptabilité au changement est une autre clé du succès dans le monde moderne.

La pandémie du VIH/sida n'est pas seulement une tragédie humaine d'une ampleur extraordinaire : elle pourrait aussi être un énorme désastre économique pour le continent. Il est d'autant plus nécessaire de chercher à réduire son incidence en appliquant des politiques de santé publique qui ont fait leurs preuves dans plusieurs pays africains.

La bonne gestion des dépenses est aussi importante que leur montant. On s'attaquera ainsi aux



**«Il n'y aura pas de marche arrière : en fait, nous vivons déjà dans une économie mondiale.»**

**M. Fischer**

«La communauté internationale doit mettre en place un environnement extérieur qui permettra à l'Afrique de réaliser son potentiel.»

**M. Fischer**

priorités de la lutte contre la pauvreté dans le cadre d'un budget global bien géré.

Des enseignements utiles peuvent être tirés pour les bénéficiaires de l'initiative en faveur des PPTE. Vingt-deux pays, dont 18 de l'Afrique subsaharienne, commencent déjà à recevoir un allègement de la dette dans ce cadre. En moyenne, leurs obligations au titre du service de la dette seront réduites de moitié. Il est essentiel que ces ressources soient effectivement consacrées à la lutte contre la pauvreté, par simple intérêt et aussi parce que les gaspillages donneront raison à ceux qui prétendent que l'aide est dilapidée et devrait être réduite.

**Rôle des pays industrialisés**

La communauté internationale doit mettre en place un environnement extérieur qui permettra à l'Afrique de réaliser son potentiel. Les pays industrialisés sont particulièrement responsables dans quatre domaines :

- garantir aux exportations africaines, en particulier aux produits agricoles, un accès libre et en franchise à leurs marchés;
- appuyer les pays qui cherchent à stimuler la croissance et à lutter contre la pauvreté en augmentant l'aide et en garantissant celle-ci sur de plus longues périodes;
- contribuer davantage au processus de paix dans les régions dévastées par la guerre. Outre viser directement à résoudre et à prévenir les conflits, il faut limiter les ventes d'armes et s'opposer à la contrebande de matières premières et de ressources naturelles qui sert à financer les guerres;
- aider le continent à lutter contre la propagation de la pandémie du VIH/sida.

**Institutions internationales**

Le FMI, la Banque mondiale et plus tard l'OMC ont été mis en place dans le cadre d'un marché implicite : les pays qui respectent les règles du système international profiteront de la conception fondamentale du système, favorable à la croissance, et recevront des prêts, entre autres formes d'aide, en cas de besoin particulier. C'est l'une des raisons pour lesquelles, peu après son entrée en fonction en mai dernier, Horst Köhler, Directeur général du FMI, a réaffirmé le rôle joué par le FMI dans les pays membres les plus pauvres par le biais de la FRPC. C'est aussi pourquoi nous cherchons si intensivement à améliorer notre capacité et celle du système économique international à éviter les crises à grande échelle du type de celles observées ces dix dernières années et à atténuer leurs effets lorsqu'elles se produisent.

On a soulevé la question de la représentation des pays en développement dans les organisations internationales. En ce qui concerne le FMI, comme le Conseil d'administration préfère opérer par consen-

sus, la qualité de la représentation et le nombre de voix, ainsi que la part des votes, sont importants. Les administrateurs africains représentent très bien leurs groupes de pays. Cependant, ceux-ci sont constitués de nombreux pays membres et l'on pourrait envisager de leur accorder des ressources supplémentaires pour faire face à cette charge de travail exceptionnellement lourde.

**Conclusions**

Le meilleur moyen de promouvoir la croissance et de lutter contre la pauvreté est de s'intégrer dans l'économie mondiale, d'améliorer la politique économique et de renforcer les institutions. Ce sera une tâche difficile mais réalisable, à condition que les décideurs africains et la communauté internationale soient prêts à jouer leur rôle respectif.

C'est ce que croit le FMI. L'Afrique est-elle un cas à part? Les pessimistes prétendent que le continent est prédestiné à une faible croissance, à cause de son climat tropical et de ses maladies systémiques, comme la malaria, de la médiocre qualité de son sol et, pour bon nombre de pays, de l'absence d'accès à la mer.

Nous ne partageons pas ce pessimisme. Les avancées de certains pays d'Asie et d'ailleurs dans la lutte contre la pauvreté portent à croire que d'autres pays, y compris en Afrique, peuvent faire de même. Ces dernières années, de plus en plus de pays ont adopté une politique économique prudente et fondée sur les mécanismes de marché, et ont cherché à s'intégrer dans l'économie mondiale, une évolution propice à la croissance et à la lutte contre la pauvreté. Nombre de ces pays ont reçu les conseils et l'appui du FMI et de la Banque mondiale. Cette stratégie commence à produire des résultats encourageants et le FMI, en étroite collaboration avec la Banque mondiale, est déterminé à faire de son mieux pour vous aider à les améliorer. ■

**Principaux taux du FMI**

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
29 janvier	4,43	4,43	5,13
5 février	4,37	4,37	5,06

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. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI : [www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2001](http://www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2001).

Des informations générales sur les finances du FMI, y compris ces taux, sont disponibles à : [www.imf.org/external/fin.htm](http://www.imf.org/external/fin.htm).

Source : FMI, Département de la trésorerie

# Le rôle crucial de l'assistance technique du FMI dans le développement

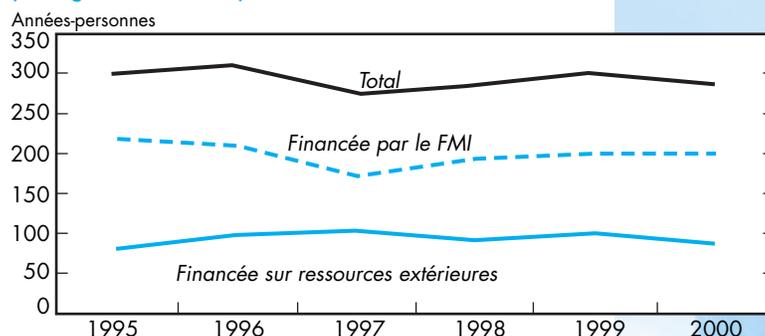
**A**u cours de l'exercice clos le 30 avril 2000, le FMI a consacré 290 années-personnes aux travaux d'assistance technique (AT), au siège et sur le terrain. Plus de 85 % de cette assistance ont été fournis par trois de ses départements, à savoir ceux des finances publiques, de la monnaie et des changes, et des statistiques. Sur la même période, l'Institut du FMI — qui donne des cours aux fonctionnaires des pays membres dans les centres régionaux et les pays — a accru ses activités de formation de 15 % au siège et de 26 % à l'extérieur.

Le total des ressources affectées à l'AT est resté quasiment constant ces cinq dernières années, mais il s'est produit un déplacement graduel au détriment des pays en transition de l'ex-URSS et au profit de l'Afrique, qui reçoit maintenant un tiers du total de l'AT. Comme par le passé, 60 % de l'assistance ont été fournis aux pays membres appliquant un programme appuyé par le FMI.

Les concours financiers extérieurs à l'appui du programme d'AT du FMI sont devenus de plus en plus importants dans la décennie écoulée. Sur le total de l'AT fournie par le FMI ces dernières années, 30 à 40 % ont été cofinancés par d'autres organismes multilatéraux et bilatéraux. La source principale de financement extérieur est le Japon, qui fait tous les ans un don généreux au compte-cadre administré pour les activités d'AT et permet ainsi au FMI de fournir à ses pays

## Assistance technique fournie par le FMI

(au siège et sur le terrain)



Source : FMI

membres un volume d'AT de 30 % supérieur à celui qui aurait été autrement possible. Parmi les autres donateurs figurent la Suisse, le Royaume-Uni, le Danemark, les Pays-Bas, la France, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, la BASD et le PNUD.

L'AT est centrée sur les domaines de compétence traditionnels du FMI. En plus de ses liens étroits avec les activités liées aux programmes, ses liens avec les opérations de surveillance ont pris un caractère plus officiel du fait de mesures récemment adoptées. Ces dernières années, une évolution progressive a été observée dans ce domaine et des initiatives ont été lancées pour renforcer le système financier des pays et élaborer des normes et

### Publications récentes

#### Working Papers (Documents de travail, 10 \$)

00/190 : *Emerging Market Spreads—Then Versus Now*, Paulo Mauro, Nathan Sussman et Yishay Yafeh

00/191 : *Effects of Volatile Asset Prices on Balance of Payments and International Investment Position Data*, Marco Committeri

00/192 : *Northwest of Suez—The 1956 Crisis and the IMF*, James M. Boughton

00/193 : *Explaining Economic Growth with Imperfect Credit Markets*, Luis Carranza

00/194 : *The Inverted Fisher Hypothesis—Inflation Forecastability and Asset Substitution*, Woon Gyu Choi

00/195 : *Loan Review, Provisioning, and Macroeconomic Linkages*, Luis Cortavarria, Claudia Dziobek, Akihiro Kanaya et Inwon Song

00/196 : *External Debt Management in Low-Income Countries*, Sheku Bangura, Damoni Kitabire et Robert Powell

00/197 : *Demand-Side Stabilization Policies: What Is the Evidence of Their Potential?* Magda Kandil

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

01/15 : Niger: 2000 Article IV Consultation and Request for Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility

01/16 : Romania: Selected Issues and Statistical Appendix

01/17 : Mozambique: 2000 Article IV Consultation and Second Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility

01/19 : Republic of Lithuania: 2000 Article IV Consultation and First Review Under the Stand-By Arrangement

01/24 : Pakistan: 2000 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement

01/26 : Argentina: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Augmentation

Vous pouvez vous procurer ces publications en vous adressant à : IMF Publication Services, Box X2001, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

Vous trouverez sur le site [www.imf.org](http://www.imf.org) des informations en anglais concernant le FMI. Le site [www.imf.org/external/fre/index.htm](http://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*.

codes financiers, budgétaires et statistiques dans les domaines de compétence du FMI.

Les objectifs et la portée du programme d'AT ont été décrits dans la première Déclaration de principe sur l'assistance technique du FMI, diffusée en mars 2000 (voir le site Web du FMI, [www.imf.org](http://www.imf.org)). L'orientation de l'AT a été très récemment infléchie par les besoins des pays ayant recours à la FRPC ou à l'initiative PPTE, ainsi que par la nécessité de soutenir les travaux d'autres organismes, dont les Nations Unies, dans des régions sortant d'un conflit, comme le Kosovo et le Timor oriental. La collaboration avec la Banque mondiale s'est intensifiée dans les domaines d'intérêt commun aux deux institutions, dont le programme d'évaluation du secteur financier (PESF), le suivi des dépenses consacrées à la lutte contre la pauvreté dans les pays admis à bénéficier de l'initiative PPTE et les questions statistiques dans le cadre du système général de diffusion des données.

En janvier 2001, le Conseil d'administration du FMI a examiné l'AT à la lumière de l'évolution des priorités du programme et de la politique y afférente. La demande d'AT est appelée à poursuivre sa progression, en particulier de la part des pays ayant recours à la FRPC ou à l'initiative en faveur des PPTE, et une AT de suivi et un renforcement des capacités seront nécessaires pour aider les pays à opérer les réformes recommandées dans les PESF et les rapports sur l'observation des normes et codes, et liées à l'application des stratégies de réduction de la pauvreté. À la suite de l'examen du Conseil d'administration, l'AT sera centrée plus soigneusement encore sur les principaux domaines de compétence du FMI, soumise à un examen interne plus intensif pour assurer que ses priorités sont bien définies, conçue et appliquée avec la pleine participation des pays bénéficiaires et gérée dans le cadre d'une coopération et d'une coordination bien plus étroites avec les autres prestataires. ■

### En anglais sur le site Web ([www.imf.org](http://www.imf.org))

#### Communiqués de presse

- 01/3 : augmentation de 14 milliards de dollars du crédit à l'Argentine au titre de l'accord de confirmation, 12 janvier
- 01/4 : prêt FRPC de 141 millions de dollars à la Géorgie, 12 janvier

#### Notes d'information

- 01/6 : deuxième examen de l'accord FRPC du Cambodge et approbation (en principe) d'un crédit de 11 millions de dollars, 19 janvier
- 01/7 : Eduardo Aninat félicite la Présidente des Philippines, M<sup>me</sup> Macapagal-Arroyo, 23 janvier
- 01/8 : approbation finale du deuxième accord FRPC en faveur de la République Centrafricaine, 23 janvier
- 01/9 : tranche de crédit de 8 millions de dollars (en principe) et aide intérimaire PPTE de 8 millions de dollars en faveur de la Mauritanie, 26 janvier
- 01/10 : tranche de crédit de 6 millions de dollars en faveur de l'Albanie, 26 janvier
- 01/11 : hommage de Horst Köhler à Sir Alan Whittome, 29 janvier (voir page 46)

#### Notes d'information au public (NIP)

- 01/2 : Niger, 12 janvier
- 01/3 : publication des rapports des services du FMI et décisions prises en vue de renforcer la transparence des opérations du FMI et des politiques de ses pays membres, 12 janvier
- 01/4 : Mozambique, 17 janvier
- 01/5 : Ukraine, 19 janvier
- 01/6 : Lituanie, 22 janvier
- 01/7 : Malawi, 23 janvier
- 01/8 : Corée, 1<sup>er</sup> février

#### Discours

- Horst Köhler, conférence de presse au Japan National Press Club, 12 janvier
- Horst Köhler, «New Challenges of Exchange Rate Policy», réunion Asie-Europe, 13 janvier

- Eduardo Aninat, «China, Globalization, and the IMF», Deuxième Forum de la mondialisation — Fondation pour une coopération globale, à Sanya, 14 janvier
- Stanley Fischer, «The Challenge of Globalization in Africa», sommet France-Afrique, Yaoundé, 19 janvier (voir page 47)

#### Transcriptions

- Conférence de presse de Thomas Dawson, Directeur du Département des relations extérieures, 17 janvier

#### Lettres d'intention et mémorandums de politiques économique et financière (date de l'affichage)

- Argentine, 12 janvier
- Géorgie, 12 janvier
- Bénin, 16 janvier
- Cambodge, 24 janvier
- Albanie, 26 janvier
- Mauritanie, 29 janvier

#### Documents de stratégie pour la réduction de la pauvreté (date de l'affichage)

- République Centrafricaine (intérimaire), 16 janvier
- Géorgie (intérimaire), 16 janvier
- Cambodge (intérimaire), 24 janvier

#### Conclusions des consultations au titre de l'article IV (date de l'affichage)

- Ukraine, 19 janvier
- Islande, 25 janvier

#### Document sur le point de décision au titre de l'initiative renforcée en faveur des PPTE (date de l'affichage)

- Géorgie, 17 janvier
- Niger, 18 janvier
- Malawi, 19 janvier
- Nicaragua, 22 janvier

#### Divers

- Activités financières du FMI, 16, 22 et 29 janvier
- Ressources financières et position de liquidité du FMI, 1998–décembre 2000

## Comment intégrer les pays à marché émergent dans le système mondial

Quels sont les obstacles à la croissance des marchés émergents? «Les suspects habituels», a indiqué Frederic Mishkin, de l'université de Columbia, lors de la conférence Brookings-Wharton qui s'est tenue les 11 et 12 janvier sur l'intégration des pays à marché émergent dans le système financier mondial. Les participants ont examiné le rôle des droits de la propriété, des lois sur la faillite, des normes et des codes de bonnes pratiques, du développement des marchés de valeurs mobilières, du gouvernement d'entreprise, des normes comptables, ainsi que de la réglementation et du contrôle bancaires. Beaucoup ont souligné combien il est essentiel que les pays à marché émergent soient cohérents dans l'exécution de leurs politiques et de leurs pratiques.

### Cadre d'activité des entreprises

Que faire pour aligner le cadre d'activité des entreprises sur les normes internationales? Pour Reena Aggarwal, de l'université de Georgetown, la situation est paradoxale : les pays à marché émergent prospèrent, alors que leurs bourses sont en baisse. Elle conclut que les grandes entreprises de ces pays passent de moins en moins par les marchés boursiers locaux pour se faire coter sur les bourses des pays industrialisés. Mais seules les plus grandes entreprises peuvent le faire, si bien que les problèmes des autres entreprises attirent beaucoup d'attention.

En ce qui concerne le gouvernement d'entreprise, Luis Zingales, de l'université de Chicago, note que le choix entre une approche fondée sur les mécanismes de marché et une approche fondée sur les traitements de faveur dépend essentiellement du système de contrat sous-jacent. Dans les pays à marché émergent, il se peut que la première option ne soit pas optimale, mais il est probable qu'elle prendra l'ascendant à long terme, car elle répond mieux aux exigences des investisseurs internationaux.

La réforme du gouvernement d'entreprise est sans doute importante, a noté Michael Pomerleano, de la Banque mondiale, mais le risque de crise ne sera pas réduit substantiellement si la gestion du secteur financier public, en particulier des autorités monétaires, n'est pas réformée aussi. Les carences de la gestion dans ce domaine ont joué un rôle essentiel dans plusieurs crises récentes, a-t-il dit, citant l'incapacité de prendre des mesures en temps opportun pour éviter l'effondrement du baht thaïlandais, l'octroi aux banques indonésiennes d'une aide d'urgence en liquidités, dont une bonne partie a fui à l'étranger, et la dissimulation d'une baisse des réserves de change avant les crises monétaires au Mexique et en Corée.

Lorsque des entreprises ont des difficultés, en temps de crise ou non, la loi sur les faillites devient importante et les créanciers potentiels doivent savoir ce qui va se passer. Selon Clas Wihlborg, de l'université de Göteborg, les systèmes orientés vers les créanciers (comme au Royaume-Uni) sont efficaces, mais ceux axés sur les débiteurs le sont aussi (en France, par exemple, le maintien de l'emploi est un des objectifs principaux). Ce qui compte, c'est que la loi soit appliquée et que toutes les parties comprennent comment elle fonctionne.

S'intéressant à la comptabilité des entreprises, Ray Ball, de l'université de Chicago, a examiné dans quelle mesure les différents systèmes fournissent des informations sur le bilan des entreprises aux fins du suivi et permettent de saisir les variations, en particulier négatives, de la valeur d'une entreprise. Il note une différence importante entre les systèmes de «common law» (Royaume-Uni et États-Unis), tournés essentiellement vers les actionnaires, et ceux basés sur le droit civil (Europe continentale), où d'autres parties intéressées disposent de droits importants. Ces deux systèmes offrent un suivi approprié, mais ils ne permettent pas, à des degrés divers, de saisir les variations de la valeur des entreprises. Christian Leuz, de la Wharton School, est convenu que les systèmes de comptabilité et d'information financière sont fortement ancrés dans le cadre institutionnel d'un pays. Par conséquent, les systèmes traditionnels des pays en développement, où les parties concernées sont limitées à des initiés relativement bien informés, constituent peut-être la meilleure option lorsque le système d'information est insuffisant.

M. Ball a souligné que des réformes complémentaires sont indispensables pour mettre en place de meilleurs systèmes comptables. Il est essentiel d'opérer des réformes juridiques, en particulier pour assurer que la direction soit comptable aux actionnaires si elle donne de fausses informations sur la situation de l'entreprise. Il ne sert à rien de mettre l'accent sur les normes comptables si l'infrastructure nécessaire n'est pas en place. M. Ball a évoqué le cas de la Chine, qui a adopté les normes comptables internationales, mais où les comptes des entreprises demeurent de qualité tellement médiocre que la crédibilité de ces normes elle-même est menacée.



Michael Pomerleano



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  
V. Andrianifahanana  
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](mailto: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 X2001, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

**Rôle des banques locales**

Nombre de participants ont insisté sur l'importance cruciale du secteur bancaire. Les crises bancaires sont une des principales sources de risque sur les marchés émergents, a souligné M. Mishkin. Si les banques sont fragiles, il est risqué pour les autorités de relever les taux d'intérêt, ce qui limite la panoplie d'instruments dont elles disposent pour se défendre face à une crise monétaire et peut entraîner une crise qui provoque l'effondrement des banques.

Il est essentiel d'améliorer la réglementation et le contrôle bancaires pour assurer la solidité du système bancaire. Gerald Caprio, de la Banque mondiale, a présenté une nouvelle étude internationale sur les caractéristiques des systèmes de contrôle qui contribuent à la solidité du système bancaire. Selon cette étude, il existe une liaison étroite entre le contrôle des banques par l'État et la probabilité d'une crise, ainsi qu'entre la générosité du système d'assurance des dépôts et la fragilité des banques. Bon nombre des conclusions correspondent à celles d'études précédentes, mais les bases de données exhaustives (voir [www.worldbank.org/research/interest/data.htm](http://www.worldbank.org/research/interest/data.htm)) sur lesquelles ce document s'appuie constituent une sérieuse référence pour l'avenir.

**Autres présentations**

La première journée s'est terminée par une présentation de Mohamed El-Erian, du Emerging Market Fund de PIMCO, qui a contesté l'idée selon laquelle les marchés émergents sont risqués et très instables. Notant que l'instabilité des cours boursiers sur les marchés émergents a diminué au cours de l'année écoulée, il explique cette évolution par la meilleure politique macroéconomique de ces pays, une participation réduite des institutions à fort effet de levier, un effort accru des pays emprunteurs dans leurs relations avec leurs investisseurs et une réaction rapide du FMI lorsque les crises récentes en Argentine et en Turquie ont menacé l'ensemble de ces actifs.

M. El-Erian insiste sur le rôle plus actif des emprunteurs : téléconférences avec les investisseurs, meilleure communication des données (en partie en réaction aux initiatives du FMI en matière de transparence) et gestion plus avisée de la dette, notamment en négociant activement leurs propres titres pour absorber une partie de l'instabilité de créances.



Frederic Mishkin



Gerald Caprio

À la fin de la deuxième journée, Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, a évoqué les régimes de change et la prévention des crises. Il a noté que toutes les grandes crises sur les marchés émergents ces dernières années avaient impliqué l'abandon d'une parité fixe, alors que des pays similaires appliquant un taux flottant ont connu des problèmes, mais pas de crise. Les observateurs en sont donc venus à privilégier les solutions extrêmes, à savoir un flottage libre ou un taux fixe. Néanmoins, les flottements dirigés et autres régimes intermédiaires ont encore un rôle à jouer, en particulier lorsque le pays concerné n'est pas ouvert aux flux internationaux des capitaux, a ajouté M. Fischer, qui a renvoyé l'assistance à son allocution sur les régimes de change lors de la réunion de l'Association économique américaine (voir *Bulletin du FMI*, 29 janvier, page 26).

Pour ce qui est de la prévention des crises, M. Fischer a mis l'accent sur les progrès réalisés dans cinq domaines : une surveillance plus franche de la part du FMI, en particulier de la vulnérabilité des pays; la mise en place du programme d'évaluation du secteur financier; les travaux sur l'établissement et l'application des normes et des codes de bonnes pratiques financières; le renforcement de la transparence du FMI lui-même, ainsi que la création et la réforme des lignes de crédit préventives du FMI, qui devraient bientôt commencer à être utilisées par les pays membres.

La question essentielle, selon M. Fischer, est de savoir comment limiter les dégâts. En cas de crise, il faut faire un choix : fournir des garanties au système bancaire ou le voir s'effondrer. Au cours des récentes crises, le FMI a appuyé plusieurs pays qui ont choisi la première option. À ceux qui s'inquiètent du risque d'abus découlant de ces garanties, M. Fischer a répondu qu'aucun pays n'accepterait — ni ne devrait accepter — une récession inutilement profonde simplement pour servir d'avertissement aux investisseurs. ■

**Correction :** À la page 12 de notre numéro du 15 janvier, l'adresse du site de référence sur la qualité des données devait se lire <http://dsbb.imf.org/dqrsindex.htm>.