

Dans sa tournée en Asie . . .

M. Camdessus fait le point des réformes de l'architecture et évoque la reprise en Asie

Dans la première semaine de sa tournée en Asie et en Europe, Michel Camdessus, Directeur général du FMI, a prononcé des allocutions successives dans la RAS de Hong Kong, à Tokyo et à Séoul. Ces allocutions sont résumées ci-après. Leur texte intégral ainsi que la transcription d'une conférence de presse donnée le 18 mai par M. Camdessus au Japan Press Club sont affichés sur le site du FMI (www.imf.org).

Les acquis et l'action à mener d'urgence

À la 32^e réunion générale internationale du Conseil économique du bassin du Pacifique, qui s'est tenue le 17 mai dans la RAS de Hong Kong, M. Camdessus a fait le point des réformes du système monétaire international, notamment la libéralisation des flux de capitaux.

La crise des marchés émergents qui a éclaté il y a un an et demi a révélé les déficiences du système financier international, du côté des débiteurs — au niveau des politiques et institutions nationales des marchés émergents



Dans sa tournée en Asie de l'Est, Michel Camdessus, Directeur général du FMI, s'est entretenu avec Keizo Obuchi, Premier Ministre du Japon.

et des pays en développement — aussi bien que des créanciers, notamment dans la capacité des investisseurs à bien évaluer les risques et des autorités de contrôle à suivre leurs activités. Il s'est dégagé un large consensus en faveur du lancement immédiat (voir page suivante)

Conférence sur l'économie du développement . . .

À l'ordre du jour, la réforme du système financier et les nouvelles priorités

La réforme de l'architecture financière internationale, les questions sociales et l'économique de la transition, tels sont les grands thèmes abordés cette année à la Conférence annuelle de la Banque mondiale sur l'économie du développement, qui s'est tenue du 28 au 30 avril et s'est accompagnée d'ateliers qui ont porté non seulement sur la santé, la protection sociale et la décentralisation, mais aussi sur l'ouverture des économies, les marchés financiers, le commerce extérieur et l'aide étrangère.

Kenneth Arrow, professeur émérite de l'université Stanford, a lancé le débat en soulignant que l'activité économique est souvent un processus plus compliqué que ne le décrivent les modèles simples. En foi de quoi, il est essentiel que les responsables voient dans les connaissances un important facteur de production. Le degré d'instruction et la réceptivité aux idées nouvelles contribuent pour beaucoup à l'épanouissement des peuples.

Architecture économique

Ouvrant la première session, Dani Rodrik (université Harvard) et Andrés Velasco (université de New York) ont abordé une question cruciale pour tous les pays touchés par les crises de ces dernières (suite à la page 169)

Sommaire

- 161
Tournée de M. Camdessus en Asie
- 161
Conférence sur l'économie du développement
- 163
Sur le site internet
- 166
Réforme du secteur financier de la Corée
- 168
Principaux taux du FMI
- 170
Publications récentes
- 171
Régime de caisse d'émission en Bulgarie
- 173
Communiqués de presse
Ghana
Guyana
- 173
Utilisation des crédits du FMI
- 174
Accords du FMI
- 175
L'IDE dans l'Asie en développement
- 176
Évolution des marchés des changes et des dérivés

M. Camdessus évoque la reprise en Asie

L'effort attendu du secteur privé doit s'accompagner d'une intervention énergique du secteur public dont le but est d'endiguer la crise, de rétablir la confiance et de fournir des financements temporaires.

(suite de la première page) d'une vaste opération concertée visant à endiguer la crise tout en réformant «l'architecture» du système. Cette réforme doit être assise sur un partenariat solide entre les gouvernements et les opérateurs du marché. En d'autres termes, il faut, en temps normal, établir entre les gouvernements et les marchés des relations ni trop étroites, ni trop distantes et, en période de crise ou lorsque la contagion menace, s'attacher à trouver des moyens, fondés sur les mécanismes du marché, de faire participer volontairement le secteur privé à la recherche de solutions profitables à tous.

Les acquis

Des progrès ont été réalisés dans quatre domaines :

Transparence. L'absence de transparence est parfois à l'origine des crises récurrentes des marchés émergents et c'est là un aspect pernicieux du «capitalisme de copinage» dont ont souffert la plupart des pays en crise. Changer la culture et des comportements de longue date semble être une oeuvre de titan, mais, en fait, des progrès considérables s'observent dans la définition de nouvelles normes et l'établissement de nouvelles pratiques.

Normes et codes de conduite internationaux. Un consensus se dégage sur la nécessité d'assurer au niveau international la discipline qui prévaut déjà sur les marchés intérieurs. Un énorme effort a été engagé pour établir des normes et codes de conduite internationaux qui sont fondés sur les règles en vigueur dans la plupart des nations les plus avancées et offrent la possibilité de leur donner une dimension mondiale. Le FMI s'emploie à établir, à l'intention des gouvernements, des normes ou codes de bonnes pratiques en matière de diffusion des données et pour la transparence de la politique budgétaire et des politiques monétaire et financière; beaucoup de ces normes en sont déjà à un stade d'élaboration bien avancé ou en cours d'application. L'établissement par d'autres organismes de normes applicables à plusieurs domaines (marchés des valeurs mobilières, comptabilité, législation sur la faillite et gouvernement d'entreprise) en est à des stades divers. Au sujet du renforcement du secteur financier, le FMI et la Banque mondiale oeuvrent en étroite collaboration pour favoriser la mise en place de systèmes financiers plus solides, assis sur les principes fondamentaux de Bâle. Mais l'on peut faire davantage pour assurer une coopération internationale encore plus étroite, et le Forum pour la stabilité financière créé [par le G-7] y apportera une contribution inestimable.

Coopération des secteurs public et privé. Les secteurs public et privé doivent unir leurs efforts pour prévenir et résoudre les crises, mais l'accent doit être mis sur la prévention. De même qu'il est demandé au secteur public d'adapter sa culture, de même le secteur privé devra accroître la transparence de ses opérations, appliquer des normes internationalement acceptées, maintenir une certaine distance avec le gouvernement et, pour ce qui est des institutions financières, évaluer et gérer les

risques avec beaucoup plus de soin tout en établissant un partenariat plus solide avec les clients. Cela devrait conduire à une participation active de ce secteur à la résolution des crises, le cas échéant.

L'effort attendu du secteur privé doit s'accompagner d'une intervention énergique du secteur public dont le but est d'endiguer la crise, de rétablir la confiance et de fournir aux pays le financement temporaire dont ils peuvent avoir besoin dans la phase d'ajustement et de réforme. Signalons à cet égard l'approbation par le FMI de la ligne de crédit conditionnelle (LCC). La LCC a été créée pour aider les pays dont la gestion macroéconomique est saine et le système financier solide et qui appliquent des normes internationalement acceptées et ont établi des relations responsables avec leurs créanciers internationaux, à faire face aux pressions que pourrait exercer sur leur balance des paiements une perte de confiance soudaine causée par la propagation de crises survenues dans d'autres économies. D'autres initiatives sont envisagées aux fins d'une résolution ordonnée des crises.

Libéralisation des flux de capitaux. L'allure à laquelle les marchés financiers internationaux se sont développés dans les dix années précédant la crise a soulevé des questions quant à l'approche à adopter pour libéraliser les flux de capitaux.

- *Faut-il même libéraliser les flux de capitaux?* Les marchés émergents se sont exposés au risque d'instabilité, souvent sans en avoir l'intention, en permettant une libéralisation rapide mais mal gérée des flux à court terme. Il est devenu trop facile pour les banques et les entreprises de contracter des dettes à court terme en l'absence de dispositifs prudentiels adéquats. Ce que nous devrions vraiment nous demander, c'est, puisque la libéralisation est déjà en cours, comment gérer le processus d'une manière propre à accroître la stabilité et l'expansion économiques, et ce que les pays débiteurs et créanciers doivent faire pour agir de façon judicieuse. Les pays débiteurs devront établir un cadre macroéconomique solide et cohérent et un système financier sain avec des institutions robustes et un bon dispositif de réglementation et de contrôle. Parce que ces conditions ne peuvent pas être satisfaites du jour au lendemain dans bien des pays, les nations et institutions créancières doivent s'attacher à évaluer et à gérer les risques.

- *Doit-on institutionnaliser le processus?* À l'Assemblée annuelle de 1997, le Conseil d'administration a été invité à proposer «un amendement des Statuts du FMI qui ferait de la libéralisation des mouvements de capitaux l'un de ses objectifs et étendrait par voie de conséquence son domaine de compétence en établissant pour les pays membres des obligations soigneusement définies et appliquées avec cohérence en matière de libéralisation desdits mouvements de capitaux». S'il est normal que la crise ait amené la communauté internationale à réfléchir à deux fois avant d'agir, il est temps maintenant de relancer le processus. Avec le retour de la

La crise asiatique a révélé à quel point le dispositif formel de protection sociale des pays touchés était inadapté.

confiance sur les marchés mondiaux et le redressement des flux de capitaux, on observera sans aucun doute de nouvelles formes d'innovation. Il est essentiel d'assurer que ces prochaines phases de l'intégration des marchés financiers mondiaux s'inscrivent dans le cadre «d'obligations soigneusement définies et appliquées avec cohérence» au lieu d'accepter le risque d'un retour à l'approche fragmentaire des décennies écoulées.

• *Ya-t-il lieu de recourir au contrôle des flux de capitaux en période de transition?* Ce dispositif est peu efficace face à des déséquilibres macroéconomiques fondamentaux, encore qu'il puisse se révéler utile dans certaines circonstances. Il fonctionne le mieux lorsqu'il est fondé sur les prix et de nature temporaire, et il serait irréaliste de lui attribuer une plus grande valeur. Les pays qui l'ont utilisé avec succès l'ont accompagné de politiques macroéconomiques plus énergiques ou de mesures visant à renforcer ou à restructurer le secteur bancaire.

Les tâches à accomplir

Une action urgente demeure nécessaire dans trois autres domaines au moins :

• *Questions sociales.* La crise asiatique a révélé à quel point le dispositif formel de protection sociale des pays touchés était inadapté. Le FMI était conscient du risque de détérioration de la situation de l'emploi et des conditions sociales, et les programmes qu'il a appuyés visaient à utiliser au maximum les ressources limitées disponibles pour protéger les groupes les plus vulnérables. La Banque mondiale a pris la direction des opérations pour ce qui est d'aider les pays à élaborer les politiques structurelles et les mesures sociales incluses aux programmes.

Cependant, les mécanismes existants ne suffisent pas. La crise asiatique a montré combien il importe qu'un pays renforce ses défenses sociales en même temps que ses défenses économiques, *avant qu'une crise n'éclate*. Dans chaque pays, le cadre d'action doit reposer sur un pilier social. De même, le système économique international ne saurait être stable si son architecture n'est pas soutenue par un pilier social solide.

• *Intégration.* Il faut redoubler d'effort pour intégrer à l'économie mondiale les pays en développement qui sont encore loin de tirer profit de la mondialisation. Les pays industrialisés ne font pas assez pour faciliter cette intégration — par exemple en ouvrant leurs marchés ou en fournissant une aide publique au développement.

• *Évolution des institutions.* Toutes les institutions, y compris le FMI, doivent s'adapter aux exigences d'une économie mondiale en mutation, et tous les pays ont besoin d'un forum dans lequel ils peuvent exprimer leurs points de vue sur les décisions de dimension mondiale qui façonneront leur destinée.

Japon : des réformes cruciales pour la reprise dans le monde

À un séminaire sur les questions financières internationales, organisé par le Centre de finance internationale du Japon et tenu à Tokyo, M. Camdessus a mis

l'accent sur les conséquences de la réforme monétaire internationale pour le Japon.

Les accomplissements et le potentiel prodigieux du Japon au cours des décennies écoulées l'ont porté au rang des grandes puissances et lui ont conféré un rôle de premier plan dans l'économie mondiale.

• Le Japon s'est montré vivement en faveur d'une augmentation des ressources financières du FMI pour permettre à celui-ci de jouer son rôle premier, qui est de préserver la stabilité du système monétaire international.

• Même en période d'adversité économique, le Japon a persévéré dans la recherche de solutions à la crise en Asie de l'Est, et apporte, dans le cadre de l'Initiative Miyazawa, une aide précieuse pour soutenir la reprise qui s'amorce dans la région.

• Le Japon est le principal fournisseur d'APD, comme le montre sa contribution à l'aide financière du FMI aux pays les plus pauvres du monde et à l'Initiative PPTE.

Sur le site internet (www.imf.org)

Notes d'information au public (NIP). Elles présentent l'évaluation faite par le Conseil d'administration des perspectives et politiques économiques des pays membres. Elles sont diffusées, avec le consentement des pays en question, à la suite des consultations au titre de l'article IV et fournissent en même temps des renseignements généraux sur leur économie. Elles présentent aussi, sur la décision du Conseil d'administration, l'évaluation qui ressort de ses discussions de fond. NIP récemment diffusées :

99/40 : Portugal — Macao, 7 mai

99/41 : Tchad, 14 mai

99/42 : Islande, 20 mai

Lettres d'intention et mémorandums de politique économique et financière. 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. Documents récemment diffusés :

São Tomé-et-Príncipe : Lettre d'intention, 3 mai

Nigéria : Mémorandum de politique économique et financière, 4 mai

Ghana : Lettre d'intention et Mémorandum de politique économique et financière, 7 mai

Documents-cadres de politique économique.

Préparés par les pays membres en collaboration avec les services du FMI et de la Banque mondiale, ces documents, qui sont mis à jour tous les ans, décrivent les objectifs économiques ainsi que les politiques macroéconomiques et structurelles retenus par les autorités dans le cadre des programmes d'ajustement triennaux appuyés par la FASR. Document récemment diffusé :

Ghana, 5 mai

IMF Staff Papers. Recueil trimestriel des études des services du FMI. Sont actuellement affichés sur le site du FMI le numéro de mars 1999 ainsi que les quatre numéros parus en 1998.

Note : Le *Manuel de statistiques de finances publiques* est en cours de révision. Les projets de chapitre seront affichés sur le site du FMI au fur et à mesure qu'ils seront achevés aux fins du recueil de points de vue à leur sujet. Sont actuellement disponibles les projets des chapitres 2 et 3 ainsi qu'un résumé de l'ouvrage.



Il n'y a aucun doute que le rôle du Japon — animé par un esprit de «coopération internationale responsable» — se maintiendra et se développera à l'avenir.

Des défis d'un nouveau type

Dans la décennie qui arrive à sa fin, les marchés financiers mondiaux, sous l'effet de nouvelles technologies, sont devenus de plus en plus intégrés, mais en même temps plus exposés aux risques d'instabilité et de crise économique.

Le Japon a réagi à ces tendances mondiales, alors même qu'il se trouvait confronté à des défis inhabituels. Voici une économie qui, après avoir occupé pendant plusieurs décennies une place de premier plan dans l'économie mondiale, a connu une phase de recul prolongée et observé des tensions dans son secteur financier. Pour ce qui est de l'avenir, le Japon se trouvera confronté, avant tout autre pays, aux questions complexes soulevées par le vieillissement rapide de sa population.

Dans les derniers mois de 1998, la possibilité d'une récession mondiale semblait proche de se concrétiser et, en fait, le terme «déflation» était devenu de plus en plus synonyme de risque, au Japon peut-être plus qu'ailleurs. Mais, grâce aux mesures prises par les pays du monde entier, y compris le Japon, le risque de déflation ou récession mondiale s'est éloigné.

Dans l'immédiat, il s'agit pour la communauté internationale de rétablir un rythme de croissance plus égal dans le monde entier.

La trajectoire à suivre

Pour les responsables japonais, la priorité est de renforcer l'économie et de l'aider ainsi à jouer pleinement son rôle dans un monde multipolaire. Ils ont déjà pris des mesures en vue d'apporter un soutien budgétaire et monétaire à l'économie et de mettre en place un vaste dispositif pour régler les problèmes bancaires.

Face aux problèmes posés dans l'immédiat par le ralentissement actuel de l'économie, il faut avant tout :

- *Maintenir des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes jusqu'à ce que la reprise se soit affermie.*
- *Aller jusqu'au bout dans la résolution des problèmes du secteur bancaire et consolider les acquis.*

Les responsables sont conscients de la nécessité de poursuivre vigoureusement les réformes structurelles pour revigorer l'économie et jeter les bases d'une reprise soutenue, et les réformes financières prévues dans le cadre du «big bang» sont à un stade bien avancé. Certaines entreprises ont récemment annoncé des plans de restructuration impressionnants. Ces efforts seront soutenus et accélérés par la poursuite d'autres réformes : remaniement du code sur la faillite en vue de restructurations plus rapides de la dette des entreprises, réforme du système fiscal en vue d'encourager la réduction de la capacité excédentaire et la mobilité de la main-d'oeuvre, et amélioration du gouvernement d'entreprise. Le Japon pourrait bien envisager pour la période à venir un autre «big bang» — cette fois-ci la réforme des entreprises au moyen d'une stratégie bien définie.

Les responsables sont aussi vivement conscients que le pays ne peut échapper à la réalité du vieillissement de sa population. Une fois la reprise bien établie, les autorités pourront finalement revenir à un programme de rééquilibrage budgétaire, à la préférence instinctive du Japon pour une politique budgétaire prudente. Afin de faciliter ce rééquilibrage, il serait souhaitable d'agir immédiatement pour mettre en place certains des principaux éléments, c'est-à-dire remanier le système de protection sociale et le régime de retraite, renforcer les méthodes de sélection et d'exécution des projets d'investissement public et restructurer la fonction publique.

En cette fin de siècle, de nombreux défis sont adressés à la communauté internationale, au FMI et au Japon. À certains égards, le débat intérieur sur la politique économique japonaise et le débat international sur la réforme financière mondiale en sont aux mêmes stades : beaucoup d'actions ont été engagées, d'autres doivent encore faire l'objet d'un consensus, mais une chose est claire : il faut appliquer résolument les décisions qui ont déjà été prises. Dans un avenir pas trop lointain, une fois qu'il aura recréé les conditions lui permettant d'exploiter ses points forts (épargne, investissement, qualité des produits et innovations techniques), le Japon devrait retrouver son rôle habituel de moteur de la croissance pour l'Asie et le monde entier.

Une croissance de haute qualité ancrée dans la tradition en Asie

À la 34^e conférence des gouverneurs de banque centrale des pays du Sud-Est asiatique, M. Camdessus a insisté sur le maintien du mouvement de reprise en Asie.

L'Asie sort maintenant de la crise qui a balayé la région il y a un peu moins de deux ans et qui a surpris la plupart des gouvernements, citoyens, investisseurs et institutions par la rapidité de sa propagation et la gravité de ses effets sur un certain nombre de pays.

Perspectives économiques

Dans les pays en crise, le redressement est imminent ou s'est déjà amorcé. Les signes de reprise sont très nets en Corée et aux Philippines et de plus en plus marqués en Thaïlande. En Indonésie, où la stabilisation financière a nécessité davantage de temps, l'activité devrait s'accélérer dans la deuxième moitié de l'année. Qu'est-ce qui a rendu cela possible? Une fois que les pays se sont montrés fermement résolus à assurer la stabilisation financière, aidés dans leurs efforts par les montages financiers extérieurs mis sur pied par le FMI, leurs perspectives se sont fortement améliorées. La stabilité des marchés des changes a permis un assouplissement sensible de la politique monétaire. La politique budgétaire a été desserrée en vue de stimuler la croissance et de permettre d'accroître comme il convient les dépenses sociales, surtout la protection sociale. Des signes tangibles d'un regain de confiance au niveau national aussi bien qu'international peuvent maintenant s'observer dans le redressement marqué des marchés boursiers de toute la région au

La perspective qui s'offre à nous, c'est un nouveau modèle de croissance de haute qualité solidement ancrée dans les traditions et valeurs asiatiques.

début de 1999. Mais il reste beaucoup à faire pour renforcer la structure des économies d'Asie avant de pouvoir être sûr que le mouvement de reprise qui s'est amorcé est appelé à durer.

Réforme financière internationale

Cette reprise timide peut-elle donner lieu à une nouvelle ère de croissance mondiale de haute qualité où l'Asie joue de nouveau un rôle déterminant et dynamique? Cela dépendra non seulement de la qualité de la gestion macroéconomique, mais aussi de la rapidité avec laquelle la communauté internationale progressera dans la tâche difficile qu'elle a entreprise, celle du remaniement de l'architecture du système financier et monétaire international. Un solide consensus s'est dégagé ces six derniers mois sur de nombreux aspects spécifiques :

- Approbation de la *ligne de crédit conditionnelle* du FMI, par laquelle une aide préventive sera accordée aux pays dont l'économie est fondamentalement saine et bien gérée, mais dont l'accès aux marchés financiers est menacé par les effets potentiels de la contagion.

- Avancées considérables dans la recherche des moyens d'*associer le secteur privé à la prévention et à la résolution des crises*.

- Définition de nouvelles règles et amélioration des règles existantes dans le domaine de la *transparence, des normes et de la surveillance du FMI*.

- Pour ce qui est de la question clé du *renforcement du secteur financier*, application des principes fondamentaux de Bâle pour évaluer les systèmes bancaires; de nombreuses recommandations ont été formulées en vue d'en améliorer le contrôle.

Les travaux des mois à venir s'articuleront autour de cinq grands thèmes : régimes de change, intégration des marchés financiers internationaux, politique sociale, allègement de la dette et adaptation des institutions internationales aux nouveaux défis de la mondialisation.

Une réforme ancrée dans la tradition

Quel résultat donnerait l'application de ces principes en Asie, une fois achevée l'exécution des programmes nationaux de réformes? Rares sont les observateurs qui doutent de la possibilité de reprise d'une croissance rapide en Asie. Mais la perspective qui s'offre à nous, ce n'est pas seulement le retour des tendances favorables du passé, mais un nouveau modèle de croissance de haute qualité solidement ancrée dans les traditions et valeurs asiatiques.

- *Un secteur privé indépendant et compétitif*. La déficience du gouvernement d'entreprise est l'une des grandes faiblesses de bien des économies d'Asie. Dans le court terme, comme de nombreuses entreprises se heurtent à de sérieux problèmes de liquidité ou de solvabilité, il faut en priorité procéder à des négociations de dettes pour assainir la situation financière des entreprises viables. Dans le même temps, les gouvernements doivent élaborer des stratégies à long terme pour stimuler l'activité du secteur privé; à cet effet, ils

doivent mettre fin peu à peu à la participation directe de l'État, encourager les étrangers à jouer un rôle dans l'économie, surtout dans le secteur financier, établir un cadre juridique bien clair propre à promouvoir la concurrence et à exposer les entreprises au risque de faillite, et ils doivent adopter des normes internationales de comptabilité et de vérification des comptes.

- *Normes rigoureuses de gestion des affaires publiques et de transparence*. Il est essentiel que les relations entre le gouvernement et le secteur des entreprises ne soient ni trop étroites ni trop distantes. Les normes internationales de transparence dans l'établissement des politiques et la diffusion des données qui sont en cours d'élaboration accroîtront la crédibilité du secteur public.

- *Réforme du système financier*. La fragilité du système financier était l'une des déficiences fondamentales observées dans la crise des marchés émergents. Les autorités des pays de la région doivent s'attacher en toute priorité à achever la réforme du secteur financier par la mise en place de dispositifs solides de réglementation et de contrôle.

- *Progrès dans l'ouverture des marchés des capitaux*. Le renforcement du système financier est une condition préalable à la libéralisation des marchés des capitaux. Par ailleurs, les responsables doivent veiller à ce que l'assouplissement du contrôle des flux de capitaux à long terme, en particulier d'investissement direct, ne prenne pas de retard sur la libéralisation des flux à court terme.

- *Renforcement de la protection sociale*. L'absence de dispositif formel de protection sociale a fait peser sur la famille élargie une charge trop lourde et une grande partie de la population s'est retrouvée dans la pauvreté du fait de l'aggravation de la récession. La gravité de la crise a démontré que la contribution de la famille et la solidarité de la communauté devaient être complétées par des systèmes de protection sociale capables de résister à de sérieuses crises systémiques dans le cadre de programmes appuyés par le FMI.

Les solides valeurs traditionnelles de l'Asie peuvent contribuer à une croissance de haute qualité au moins de trois manières :

- Acceptation sans réserve de la *libre concurrence* comme condition de progrès.

- Solide consensus sur le rôle primordial de *politiques macroéconomiques saines* dans la réussite de l'action menée.

- Importance attachée à l'*épargne dans les finances publiques aussi bien que privées*.

À mesure que la croissance reprendra, la solidité des conditions macroéconomiques et la rigueur des contraintes institutionnelles favoriseront le maintien d'une épargne élevée, et cela sera d'autant plus souhaitable que les ressources étrangères seront peut-être plus limitées et plus coûteuses que par le passé, les crises ayant accru l'aversion des investisseurs pour les risques. Cette situation plaide encore plus en faveur de gains d'efficacité dégagés grâce à un environnement compétitif et une culture orientée vers la recherche d'un progrès durable par l'adoption des technologies les plus prometteuses. ■

Un programme exhaustif et des mesures structurelles ont favorisé la reprise

Dans l'interview ci-après, Tomás J.T. Baliño et Angel Ubide, auteurs du document de travail n° 99/28, The Korean Financial Crisis of 1997 — A Strategy of Financial Sector Reform, parlent de la riposte de la Corée à la crise et des leçons à en tirer pour d'autres pays.

BULLETIN DU FMI : *Comment était le secteur financier coréen à la veille de la crise?*

M. BALIÑO : Il était assez développé et comportait un grand nombre d'institutions qui offraient quasiment tous les services que l'on trouve dans les pays développés. Le total de ses actifs représentait à peu près le triple du PIB du pays. Mais il avait aussi pas mal de points faibles. Il n'était pas très bien géré, il était sous-capitalisé et ne procédait pas à une bonne évaluation des risques. Le système industriel de la Corée reposait sur des directives gouvernementales, et le secteur financier

était là pour lui fournir les ressources nécessaires. L'État intervenait dans les décisions de prêt et les banques étaient peu contrôlées et réglementées. Les autorités de contrôle étaient très compétentes, mais le système n'avait pas été conçu pour suivre les types de risque qui se posent dans un système financier développé. À

cela est venu s'ajouter le recours massif aux capitaux à court terme venus de l'étranger.

BULLETIN DU FMI : *Les indicateurs macroéconomiques ne semblent guère avoir émis de signaux d'alerte. Quelles sont les causes précises de la crise en Corée?*

M. UBIDE : Les indicateurs macroéconomiques n'ont pas émis de signaux d'alerte bien nets, et cette absence de signaux est l'une des causes de la crise. La solidité des indicateurs macroéconomiques a caché au marché certaines des faiblesses structurelles. Dès 1996, pourtant, des signes de difficulté s'étaient manifestés. La détérioration des termes de l'échange avait commencé à poser des problèmes aux entreprises et réduit leurs profits. Au début de 1997, plusieurs grands chaebols ont fait faillite, signe, pour les marchés, que l'État n'était plus disposé à sauver ces conglomérats. En outre, le bilan des banques commerciales a commencé à se dégrader.

En 1997, la crise thaïlandaise et l'effondrement de la Bourse de la RAS de Hong Kong ont amené les investisseurs étrangers à regarder l'économie coréenne de plus près. Tous ces événements ont ébranlé la confiance, ce qui a provoqué le revirement des flux de capitaux.

BULLETIN DU FMI : *Comment la Corée a-t-elle réagi à la crise? Quelles mesures clés a-t-elle prises?*

M. BALIÑO : Elle n'a pas pris tout de suite conscience de la crise. Elle a essayé de voir si les choses ne s'arrangeraient pas d'elles-mêmes et a ainsi perdu du temps. Par ailleurs, la crise a coïncidé avec les élections nationales. Mais, malgré cela, la Corée a réussi à mettre sur pied un programme qui, on le constate maintenant, était assez bien conçu et exhaustif, ce qui peut expliquer pourquoi la situation s'est redressée plus vite que prévu. Dans le court terme, les autorités sont parvenues à stabiliser les financements des banques et de l'économie. Elles ont assuré la garantie de presque tous les dépôts et se sont adressées au FMI, à la Banque mondiale et à d'autres organismes internationaux, ainsi qu'à des sources bilatérales. Enfin, elles ont entamé des négociations avec les créanciers.

La situation a commencé à se calmer, et le won a s'apprécier à la suite d'une renégociation fructueuse de la dette extérieure à court terme au début de 1998, mesure importante à laquelle la riposte à la crise ne s'est heureusement pas limitée. Un programme d'ajustement macroéconomique a été mis en place. Les autorités ont encouragé les gens à conserver leurs fonds en Corée et ont freiné les sorties de capitaux en relevant les taux d'intérêt. Cette action a été vivement critiquée, car l'on craignait qu'elle ne pose des problèmes aux entreprises. Et, à un certain point, c'est ce qu'elle a fait, mais, si elle n'est maintenue que pendant très peu de temps, une action dans ce sens ne va pas causer la faillite d'une entreprise et peut enrayer la fuite des capitaux. La Corée a en outre laissé flotter le taux de change après avoir essayé de le maintenir à l'intérieur d'une bande, ce qui est un ajustement important.

Parmi les éléments clés du programme figurent les mesures visant à s'attaquer à la racine du mal — les déficiences structurelles qui sont apparues au fil des ans et étaient en réalité le fait d'une action délibérée. Les grandes réformes ont été le renforcement du contrôle bancaire et la restructuration du système financier. La Corée a créé un organisme de contrôle intégré, chargé en même temps de la restructuration du secteur financier. Les autorités ont entrepris de fermer les institutions non viables et de recapitaliser et restructurer les autres. Autre mesure importante, elles ont commencé à s'attaquer aux problèmes du secteur des entreprises, bien plus endetté que dans tout autre pays de l'OCDE.

Avec du recul, on s'aperçoit que le point fort du programme, c'est son caractère exhaustif. Il s'attaque aux problèmes immédiats sans négliger le long terme. D'importantes mesures ont été prises en un premier temps pour améliorer la transparence et le gouvernement d'entreprise, notamment pour résoudre le problème des garanties croisées entre entreprises.



M. Baliño : Le relèvement des taux a été vivement critiqué, mais, si elle n'est maintenue que pendant très peu de temps, une action dans ce sens ne va pas causer la faillite d'une entreprise et peut enrayer la fuite des capitaux.

BULLETIN DU FMI : *La Corée a évité les ruées sur les banques observées dans d'autres pays asiatiques en crise. Comment a-t-elle réussi à conserver la confiance du public dans son système bancaire?*

M. UBIDE : La Corée a pris une mesure très importante au début de la crise. Désireuse d'inspirer confiance aux déposants et aux investisseurs étrangers, elle a assuré la garantie de presque tous les dépôts bancaires. Les autorités ont de plus annoncé publiquement la garantie des engagements extérieurs du système financier. Elles ont essentiellement décidé d'assurer la stabilité du système financier tout en le réformant. Cette action a fortement sécurisé les déposants et les investisseurs étrangers et a donné aux autorités le temps d'élaborer un plan. Elles ont ainsi pu fermer plusieurs banques d'affaires et deux grandes banques commerciales et réformer le dispositif de contrôle pendant que les déposants et investisseurs étrangers restaient plus ou moins calmes. La deuxième initiative importante a été la renégociation de la dette extérieure. Elle a permis à la Corée de bénéficier d'un grand répit pour fermer les banques en difficulté et s'occuper de la reconstruction de son système financier.

Enfin, la Corée a pris beaucoup d'autres décisions. En l'espace d'un mois, tous les éléments essentiels du programme ont été mis en place. La moitié des banques d'affaires ont été fermées; les grandes banques commerciales en difficulté ont au moins commencé à présenter des programmes de réforme, et les autorités s'attaquaient aux questions essentielles de contrôle bancaire. Elles ont mené dès le début une action prompte et audacieuse, que les marchés ont jugée crédible.

BULLETIN DU FMI : *Ce qui était au début une attaque contre la monnaie a fini par affecter la politique monétaire et le secteur réel. Qu'a fait le pays pour limiter les dégâts dans ces secteurs?*

M. UBIDE : Une crise de cette ampleur ne saurait avoir lieu sans dégâts. Mais la Corée a réussi à les limiter pour deux raisons.

Premièrement, elle a pu éviter une forte expansion monétaire qui aurait plus tard entraîné une hausse de l'inflation. Elle n'a guère eu à apporter des liquidités aux banques et, lorsqu'elle l'a fait, elle a plus ou moins réussi à les stériliser. Il n'y a pas eu de grandes ruées sur les banques, et celles-ci n'ont donc pas eu besoin d'énormément de fonds pour rembourser les déposants.

Deuxièmement, le programme d'intervention de l'État incluait l'acquisition des créances improductives des banques et leur transfert à un organisme spécialisé. Les autorités ont réglé cette transaction à l'aide d'obligations, et non en espèces. Au lieu de vendre ces obligations pour obtenir des fonds qu'elles auraient reprêtés au public, initiative qui aurait accru la masse monétaire, les banques ont décidé de conserver ces obligations, jugées alors plus sûres et donc plus attrayantes. Toutes ces mesures ont permis d'éviter une explosion des agrégats monétaires, ce qui arrive souvent dans les grandes crises bancaires.

En ce qui concerne l'effet sur le secteur réel, il s'agit de savoir s'il y a contraction du crédit après une crise bancaire. Les banques doivent assurément ajuster leurs portefeuilles, mais en Corée la recapitalisation a été progressive de sorte que les banques n'ont pas eu à réduire fortement leurs prêts pour se conformer aux conditions de capitalisation. Elles ont pu ajuster peu à peu leurs portefeuilles et éviter ainsi une forte contraction des prêts.

En outre, le gouvernement a affecté des fonds à la recapitalisation et facilité ainsi le processus. Et il a mis en place des dispositifs pour aider les agents économiques qui en souffraient le plus, à savoir les petites et moyennes entreprises ainsi que les exportateurs. Les autorités ont fourni ces fonds par l'intermédiaire d'un guichet d'escompte, en particulier aux petites et moyennes entreprises, qui ont bénéficié en outre de garanties de l'État, et elles ont encouragé le financement des exportations. Par ce faire, elles ont atténué la contraction du crédit qui se produit lorsque les prêteurs ont trop peur de prêter, même à des clients dignes de confiance.

BULLETIN DU FMI : *La Corée a-t-elle tiré des enseignements de l'expérience des pays en crise, ou les autorités ont-elles eu plus de chance avec leurs politiques ou ressources?*

M. BALIÑO : Elle n'a guère eu le temps de tirer des leçons des crises d'autres pays d'Asie. Tout est arrivé si vite. Mais les ruées sur les banques remontent aussi loin que les banques elles-mêmes. Il y a pas mal de choses qu'un observateur attentif aurait pu prédire. Et les Coréens avaient déjà un plan de réforme de leur système financier. Il y a quelques années, une commission présidentielle avait examiné la structure de ce système et avait recommandé de renforcer la Banque de Corée et de créer un organisme de contrôle financier distinct. Mais beaucoup des mesures qui doivent être prises en temps de crise sont douloureuses. Elles ne sont mises en oeuvre dans une société démocratique qu'en cas de force majeure.

M. UBIDE : En outre, la Corée avait déjà mis en place certains des instruments de lutte contre les crises. Par exemple, sa législation sur la faillite était adéquate, alors que l'Indonésie a dû remanier la sienne en pleine crise. À certains égards, l'infrastructure anti-crisis était plus fermement établie en Corée que dans d'autres pays.

M. BALIÑO : La Corée a eu aussi l'avantage d'avoir une fonction publique et des agents bancaires très bien formés. L'expertise n'y a pas fait défaut. Il s'agissait surtout de modifier certaines politiques, et ces modifications ont requis des mesures très difficiles.

BULLETIN DU FMI : *Y a-t-il des leçons à tirer de l'expérience de la Corée?*



M. Ubide : La Corée a pris une mesure très importante au début de la crise. Pour inspirer confiance, elle a assuré la garantie de presque tous les dépôts.

Nombre des mesures prises par la Corée sont irréversibles. Les réformes structurelles seront l'héritage permanent de cette crise.

M. BALIÑO : Il est évident qu'il vaut toujours mieux éviter les crises. La mobilité des capitaux peut être bénéfique, mais elle s'accompagne de risques dont il faut tenir compte. En Corée, la forte dépendance du secteur des entreprises à l'égard des capitaux extérieurs à court terme et le niveau élevé du ratio dette/fonds propres ont créé une situation dangereuse; ils ont rendu le pays vulnérable à un brusque revirement de l'opinion du marché. Il est également évident que l'intervention de l'État dans les décisions de prêt pose des risques car, si les prêts se révèlent improductifs, celui-ci ne peut ignorer le problème, et il ne sert à rien non plus de le dissimuler. Si le système financier avait été plus transparent, le marché et les organismes de contrôle auraient au moins veillé, à défaut de prévenir la crise, à la limiter à des proportions qui auraient pu être maîtrisées plus tôt.

Il est par ailleurs nécessaire de faire appel à un organisme de contrôle bancaire spécialement chargé des questions d'ordre prudentiel. En Corée et dans bien d'autres pays, les organismes «de contrôle» étaient en même temps chargés de développer l'économie, ou même le système financier. En conséquence, le risque de conflit d'intérêts était très élevé.

L'expérience coréenne montre en outre comment s'attaquer aux problèmes une fois qu'ils sont là. S'attendre à voir les choses s'arranger d'elles-mêmes lorsque la situation s'améliorera est une stratégie risquée. Il est plus probable que les institutions financières s'enfonceront davantage dans leurs difficultés et qu'il sera plus coûteux de les en sortir. Et, lorsque la crise est de nature vraiment systémique comme celle de la Corée, la garantie des dépôts peut aider à stabiliser la situation jusqu'à ce que le pays soit à même de faire face aux problèmes fondamentaux.

De plus, il faut s'attendre à ce que les coûts dépassent en fin de compte les estimations initiales. Il se peut que les banques déclarent un certain montant de prêts improductifs, mais lorsque l'on examine les données et leurs portefeuilles de prêts, on s'aperçoit presque toujours que le problème est de plus vaste ampleur, et que les coûts seront élevés. Ici, la Corée a bénéficié d'un avantage. Sa situation macroéconomique solide lui a permis de restructurer son système financier sans être confrontée à un grave problème d'endettement. À terme, il y a lieu de mettre en place le meilleur système possible de réglementation et de contrôle financiers, de respecter les normes internationales et d'éviter de créer des institutions pour contourner la réglementation.

BULLETIN DU FMI : *L'impulsion donnée aux réformes structurelles peut-elle être maintenue à présent que les capitaux retournent en Corée?*

M. BALIÑO : L'atténuation de la crise pourrait engendrer, en Corée et ailleurs, un excès d'optimisme. Les gens pourraient penser qu'ils ont déjà beaucoup fait et qu'il est à présent temps de relâcher leurs efforts. Mais nombre des mesures prises sont irréversibles. Les réformes structurelles seront l'héritage permanent de cette crise. Il va y avoir un organisme de contrôle

indépendant, des états financiers plus transparents, et un marché attentif à ce qui se passe. Les Coréens savent, comme tout le monde, qu'une grande partie de ces flux de capitaux reviennent parce que la Corée est considérée comme un pays qui est sérieux dans son action de réforme. Cette crise a démontré que les capitaux peuvent de nouveau s'enfuir si le marché voit que la situation se détériore.

L'an prochain, la Corée appliquera des normes plus rigoureuses de classification des prêts, ce qui forcera les banques à être mieux capitalisées. Et la Corée ressentira les effets des changements de l'environnement international. La communauté internationale intensifie ses pressions en faveur de la diffusion de plus amples informations, et l'importance d'organismes solides de contrôle et de réglementation bancaires est davantage reconnue. Par suite de cette crise et des crises antérieures, les investisseurs regardent de plus près la situation des pays. Le fait qu'un pays de l'OCDE comme la Corée, 11^e puissance économique mondiale, ait pu se trouver au bord de la faillite, a été un réveil brutal pour tout le monde.

Mais il est aussi clair que ces réformes sont difficiles. Les progrès ont été plus lents dans le secteur des entreprises que dans le secteur financier, quoique certaines réformes financières se traduisent par des pressions sur les entreprises. Il y a des intérêts en jeu, et l'économie doit continuer à produire, de sorte que les réformes telles que la restructuration des entreprises ne peuvent s'opérer du jour au lendemain, ni même en l'espace d'un an ou deux. Il faudra du temps. Mais le peuple coréen est sensibilisé à ce problème. Cette crise a été dure à supporter pour lui, à cause de la perte de la production qui en a résulté, mais aussi du ternissement de l'image que le reste du monde a de la Corée. Je pense que le pays veillera soigneusement à éviter que la crise se reproduise. ■

Le document de travail du FMI n° 99/28, *The Korean Financial Crisis of 1997 — A Strategy of Financial Sector Reform*, par Tomás J.T. Baliño et Angel Ubide, est en vente au prix de 7 dollars au Service des publications du FMI. Pour le commander, voir page 170.

Principaux taux du FMI

Semaine commençante le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
17 mai	3,34	3,34	3,80
24 mai	3,33	3,33	3,79

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} janvier 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 : <http://www.imf.org/external/np/tre/sdr/sdr.htm>.

Source : FMI, Département de la trésorerie

(suite de la première page) années, celle des flux de capitaux à court terme. Après avoir examiné la relation entre l'ampleur des crises et celle de la dette à court terme, ils ont trouvé que le ratio dette à court terme/réserves internationales était très élevé dans tous les pays en crise, sauf la Malaisie. Rares sont les analystes qui doutent que l'ampleur de la dette à court terme ait rendu les pays de l'Asie de l'Est vulnérables face au revirement soudain de l'opinion du marché et à sa réaction de panique. Même si cette relation fait l'objet d'un consensus de plus en plus large, il n'y a guère eu jusqu'à présent d'études théoriques ou empiriques permettant de dégager un lien entre dette à court terme, vulnérabilité et crise. MM. Rodrik et Velasco ont construit un modèle permettant de déterminer simultanément l'échéance des dettes et la structure correspondante des taux d'intérêt. Ils en ont conclu que les responsables doivent accorder une attention vigilante à la composition de la dette et au ratio engagements à court terme/actifs liquides disponibles. Ils ont ensuite examiné les moyens d'éviter les situations d'illiquidité.

Joseph E. Stiglitz, Chef économiste, et Amar Bhattacharya, Conseiller principal à la Banque mondiale, ont abordé sous un angle plus large la question de la création d'un système financier mondial stable et équitable. Ils ont insisté sur cinq grands aspects : accroissement de la transparence et meilleure diffusion de l'information, découragement des emprunts excessifs, rôle de la liquidité, résolution des crises récurrentes et renforcement de la protection sociale.

La riposte aux crises financières, qui s'attaquait jusqu'à présent à de faibles perturbations et non à de graves turbulences, s'est avérée de ce fait inadéquate. Bien des crises sont le résultat de défaillances et comportements irrationnels du marché, définis au sens large, et les responsables doivent donc tenir

compte de ces caractéristiques, qui s'écartent de celles des modèles simplistes de marché libre.

Il s'ensuit que le gouvernement joue un rôle important dans l'élaboration de normes et la promotion de la transparence et dans la diffusion d'informations complètes. Tous les pays doivent avoir des lois sur la faillite; il ne s'agit pas de se demander si de telles réglementations s'imposent, mais quelle forme elles doivent prendre.

Questions sociales

Lançant le débat sur les questions sociales, Lawrence Summers, Secrétaire au Trésor des États-Unis, a décrit certains des enseignements politiques et économiques qu'il a tirés depuis qu'il s'est joint à l'équipe gouvernementale et évoqué les domaines dans lesquels

il reste des améliorations à faire pour apporter une solution plus efficace aux crises économiques et financières des pays en développement. Il a commencé par s'interroger sur la manière de concilier l'intégration mondiale avec d'autres objectifs cruciaux, notant que, dans la prise de décisions, trois impératifs doivent être respectés : tirer profit des avantages de l'intégration (croissance du commerce et des investissements), respecter la souveraineté nationale et agir dans l'intérêt public (pour compenser les défaillances du marché).

Certains observateurs de droite n'ont guère eu de difficulté à concilier ces trois impératifs, parce qu'ils ont accordé moins d'importance au troisième et conféré à l'État un rôle minimum. À gauche, les partisans de l'intégration mondiale n'ont pas eu de mal, eux non plus, à les concilier, dans leur conviction que la souveraineté nationale doit céder le pas au renforcement de la réglementation nationale et mondiale. Les membres circonspects du centre, notamment ceux qui sont chargés d'élaborer des politiques pour résoudre les crises économiques et financières dans les pays en développement, ont eu beaucoup plus de difficulté à y parvenir. Ils se sont trouvés confrontés à des choix complexes au lieu d'être guidés par des précédents bien clairs et ont eu à prendre des décisions difficiles sans avoir les renseignements de base nécessaires ni le temps de réfléchir.

L'un des problèmes était de savoir comment encourager l'adoption par les pays en développement de systèmes propres à décourager les incitations inappropriées à l'entrée de capitaux à court terme. Le contrôle des flux de capitaux, du type récemment utilisé par le Chili, est une solution possible, mais, dans certains pays en développement, précise M. Summers, les capitaux à court terme sont les seuls que l'on [autorités nationales et entreprises sous contrôle de résidents] puisse obtenir. Il convient de mettre sur pied des dispositifs institutionnels qui permettent aux pays en développement de recevoir les flux de capitaux à long terme dont ils ont besoin pour sortir des crises et assurer une croissance durable. Par ailleurs, M. Summers appelle les institutions financières internationales et autres bailleurs de fonds à approfondir leur réflexion pour trouver le meilleur moyen d'assurer une protection sociale adéquate, objectif si fréquemment évoqué.

Économies en transition

Ouvrant le débat sur les économies en transition, M. Stiglitz a déclaré que, pour nombre de pays en transition d'Europe centrale et orientale, considérés il y a dix ans comme près de réussir, l'avenir reste incertain, sauf pour l'Estonie, la Hongrie, la Pologne et la Slovaquie. La Russie est dans une situation particulièrement difficile; en contradiction apparente avec les lois de l'économie, le pays a assisté à la fois à une baisse de la production et à une augmentation de l'inégalité des revenus. En conséquence,



Lawrence Summers



Dani Rodrik



Joseph Stiglitz

le nombre de Russes vivant dans la pauvreté est passé de 2 millions au début de la transition à 66 millions. En contraste frappant, la Chine a très bien réussi, tant dans son effort de développement économique que dans sa transition de la planification centrale à l'économie de marché.

Tout au début de leur transition, les pays d'Europe orientale et centrale et les États de l'ex-URSS se sont trop appuyés sur les «manuels d'économie» et n'ont pas assez tenu compte de l'environnement politique et économique dans lequel s'inscrivait la transition. Les économies en transition étaient vivement incitées, pour des raisons politiques, à procéder rapidement à des réformes en vue de prévenir le retour du communisme, et leurs efforts de privatisation et de restructuration ont donc été hâtifs et mal préparés. Elles ont maintenant appris, à leurs dépens, que la privatisation ne peut à elle seule créer un marché et que la restructuration, qui a coûté à un grand nombre de personnes leur travail, n'a pas donné lieu à de nouveaux investissements dans l'industrie manufacturière et le secteur des services et, par conséquent, a manqué de créer des emplois en grand nombre. Le concept de «destruction créative» de Joseph Schumpeter ne semble pas s'appliquer à beaucoup de pays en transition, et il s'est avéré très difficile de créer des entreprises à forte productivité et viables.

Sans un cadre réglementaire fiable, la privatisation a conduit à la liquidation d'actifs dans les économies en transition, en particulier celles où l'existence de marchés financiers ouverts a facilité les transferts de capitaux à l'étranger. Le besoin d'un meilleur gouvernement d'entreprise se fait d'autant plus sentir que la pratique de la «table rase institutionnelle» a effacé les anciennes formes de capital social sans en créer de nouvelles. En

Chine, par contre, la reprise des entreprises publiques par leurs employés — et leur division en unités plus petites mais fonctionnelles — a donné d'assez bons résultats, et le gouvernement d'entreprise a été bien moins problématique.

Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, et William Easterly, de la Banque mondiale, ont collaboré à une étude intitulée «Inflation and the Poor», dans laquelle ils ont analysé les comportements face à l'inflation. S'appuyant sur les résultats d'une enquête menée en 1995 auprès de 38.000 répondants de 42 pays et des méthodes de régression, les auteurs sont parvenus à plusieurs conclusions provisoires au sujet des courants d'idées sur diverses questions économiques. Ils ont conclu que les effets négatifs de l'inflation sont davantage ressentis par les pauvres que par les segments à revenus élevés et que les groupes économiquement défavorisés (les pauvres, les personnes sans instruction et la main-d'oeuvre non qualifiée) sont plus portés que les catégories sociales plus nanties à citer l'inflation parmi leurs principaux sujets de préoccupation. Une inflation élevée a tendance à abaisser la part de revenu des 20 % les plus pauvres de la population, ainsi que le salaire minimum réel, tout en accroissant la pauvreté. L'étude apporte d'autres preuves, directes aussi bien qu'indirectes, que les pauvres souffrent plus de l'inflation que les riches. ■

Paul Gleason
Rédacteur assistant
FMI, Département des relations extérieures

La plupart des études présentées à la conférence, ainsi que les documents connexes, figurent sur le site de la Banque mondiale : <http://www.worldbank.org/research/abcde>.

Publications récentes

Ouvrages

Economic Policy and Equity, publié sous la direction de Vito Tanzi, Ke-young Chu et Sanjeev Gupta (27 dollars)
Transforming Financial Systems in the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union, publié sous la direction de Malcolm Knight, Arne B. Petersen et Robert T. Price (24,50 dollars)

IMF Staff Papers

IMF Staff Papers, vol. 46, n° 1 (mars 1999) (54 dollars pour 4 numéros; 27 dollars pour les universités)

Documents de travail (7 dollars)

99/48 : *The Egyptian Stock Market: Efficiency Tests and Volatility Effects*, Mauro Mecagni et Maged Shawky Sourial
99/49 : *Algeria: The Real Exchange Rate, Export Diversification, and Trade Protection*, Piritta Sorsa

99/50 : *Long-Range Exchange Rate Dynamics: A Panel Data Study*, Karl F. Habermeier et Mario Mesquita

Document de synthèse (7 dollars)

99/3 : *The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization*, Anne-Marie Gulde (voir pages 171-72)

Rapports sur les États membres (15 dollars)

99/27 : Hongrie — Questions fondamentales
99/28 : Samoa — Appendice statistique
99/29 : Saint-Marin — Évolution récente de l'économie
99/30 : Suisse — Questions fondamentales et appendice statistique
99/31 : République kirghize — Évolution récente de l'économie
99/32 : Pologne — Questions fondamentales
99/33 : Cambodge — Annexe statistique

On peut se procurer ces publications en s'adressant à : Publication Services, Box XS900, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : publications@imf.org.

On trouvera sur le site <http://www.imf.org> des informations concernant le FMI, dont le texte intégral de la version anglaise du *Bulletin du FMI* et du *Supplément annuel consacré au FMI, Finance & Development*, un catalogue à jour des publications, tous les documents de travail et documents de synthèse du FMI, les notes d'information au public (NIP) et le taux quotidien du DTS pour 45 monnaies.

Les caisses d'émission ont un rôle à jouer dans l'effort de stabilisation économique

Le 1^{er} juillet 1997, la Bulgarie s'est dotée d'une caisse d'émission dans le cadre de son effort de stabilisation face aux perturbations économiques et à l'inflation galopante de ces dernières années. Dans sa récente étude, The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization, Anne-Marie Gulde, du Département de la monnaie et des changes du FMI, examine le processus qui a conduit à choisir la caisse d'émission comme instrument de stabilisation, traite de sa conception et de sa mise en place, et tire les leçons de son succès relatif.

Rappel des faits

À la fin de 1996, la Bulgarie était en proie à une crise bancaire qui couvrait depuis 1995 au moins. Les programmes de stabilisation traditionnels n'avaient pu maîtriser l'inflation causée par un déficit budgétaire et quasi budgétaire élevé, et le pays entraînait dans une phase d'hyperinflation. Le soutien en faveur du gouvernement s'effritait à la suite de l'échec de l'effort de stabilisation de juillet 1996.

Avivée par des injections de liquidités destinées à soutenir un système bancaire de plus en plus faible, par la poursuite du financement du déficit budgétaire par la banque centrale et l'effritement de la confiance dans le lev, l'inflation a atteint près de 500 % par an en janvier 1997 et dépassé 2000 % en mars. Par ailleurs, pour freiner l'effondrement du taux de change, qui est passé de 487 à 1.588 leva pour 1 dollar E.U. au premier trimestre de 1997, la banque centrale avait tant puisé dans ses réserves internationales que celles-ci étaient tombées à moins de deux mois d'importations. La production réelle, qui s'était accrue en 1994 et 1995, a baissé de plus de 10 % en 1996.

En outre, de graves problèmes structurels se posaient, surtout dans le secteur bancaire. D'après une étude entreprise en 1996, neuf des dix banques publiques détenant plus de 80 % du total des actifs bancaires avaient un capital négatif, et plus de 50 % des actifs de toutes les banques publiques étaient improductifs.

À la fin de septembre 1996, environ un tiers des banques bulgares avaient été fermées par suite de deux séries d'interventions et opérations de clôture de la Banque nationale bulgare (banque centrale). Au moment des fermetures de septembre, celle-ci a annoncé que le reste des institutions financières demeurerait ouvertes. Par la suite, face à l'intensification des problèmes du secteur bancaire, elle a poursuivi ses injections de liquidités, avivant ainsi davantage l'inflation. À la fin de l'année, le secteur bancaire restait, au mieux, dans un état de «stabilité fragile».

Un nouveau mode de stabilisation

Un sentiment s'affirmait, celui qu'une nouvelle tentative de stabilisation devait, pour être crédible, faire intervenir

un système visible et fondé sur des règles, tel qu'un régime de caisse d'émission (voir encadré ci-dessous). En outre, elle ne serait réussie que si elle prévenait l'indiscipline financière, réduisait la charge d'intérêts écrasante de l'État et rendait le lev plus attrayant. De plus, pour modifier radicalement l'action menée, les autorités devront avoir la maîtrise de leurs programmes de réforme et bénéficier du soutien de l'opinion publique.

C'est dans un tel environnement qu'une mission du FMI a commencé en novembre 1996 à débattre avec les autorités et les principaux groupes d'intérêts des avantages d'une caisse d'émission. Vu la complexité des questions soulevées et les problèmes politiques existants, les phases de décision, élaboration et préparation ont duré de novembre 1996 au milieu de 1997. Des mesures de soutien ont été prévues dans la phase de préparation, notamment le renforcement des moyens de contrôle de la banque centrale.

Outre les mesures de soutien, la quasi-hyperinflation de la fin de 1996 et du début de 1997, quoique coûteuse, était cruciale pour la viabilité à terme de la caisse d'émission. Elle a réduit la valeur réelle du surendettement intérieur, qui menaçait initialement l'équilibre du budget, rendant ainsi inutile le recours à la banque centrale. La forte inflation a par ailleurs donné un instant de répit

Qu'est-ce qu'une caisse d'émission?

Une caisse d'émission permet à un pays de mener une politique anti-inflationniste visible. Ce dispositif réunit trois éléments :

- un taux de change fixe par rapport à une «monnaie d'ancrage»;
- une convertibilité automatique — ou le droit d'échanger la monnaie nationale à ce taux fixe à tout moment;
- un attachement de longue durée à ce système, souvent prescrit par la législation ayant trait à la banque centrale.

Une caisse d'émission ne peut être crédible que si la banque centrale détient suffisamment de réserves en devises pour couvrir au moins ses engagements monétaires. De cette façon, les marchés financiers et le public peuvent être sûrs que chaque bon émis en monnaie nationale est garanti par un montant équivalent de devises détenu par les autorités. La demande de «monnaie caisse d'émission» sera donc supérieure à celle de monnaies non assises sur une garantie. En cas de crise, les variations de la masse monétaire du pays doté d'une caisse d'émission — contraction en cas de fuite vers la monnaie d'ancrage — entraîneront des variations des taux d'intérêt, lesquelles provoqueront à leur tour des mouvements de fonds entre la monnaie nationale et la monnaie d'ancrage. La garantie de taux de change qu'implique un régime de caisse d'émission assure que les variations nécessaires du taux d'intérêt et les coûts correspondants pour l'économie seront plus faibles qu'ils ne le seraient sous un régime de taux de change fixes.

L'expérience de la Bulgarie montre comment un système crédible reposant sur des règles peut amener les agents économiques à modifier rapidement leurs perceptions et leur comportement.

aux banques en réduisant rapidement la valeur de leurs engagements en monnaie nationale et en accroissant la valeur réelle de leurs avoirs sous forme d'obligations publiques en dollars.

Conception et mise en place

Les décisions à prendre dès le début du processus de planification ont trait à la monnaie d'ancrage, au niveau du taux de change, à l'organisation de la caisse et aux principes et instruments à retenir. Dans le cas de la Bulgarie, ces questions ont été toutes plus ou moins longuement débattues.

Monnaie d'ancrage. Les vives discussions entre les partisans du dollar et ceux du deutsche mark ont retardé la prise de la décision finale jusqu'à la fin du printemps 1997, période où un comité d'experts créé par le gouvernement s'est prononcé en faveur du deutsche mark (et de l'euro après l'avènement de l'UEM).

Niveau du taux de change. Le niveau du taux de change a été officiellement décidé le 5 juin 1997. Fixé à 1.000 leva pour 1 deutsche mark, il est proche du taux alors en vigueur sur le marché.

Organisation. En vue d'une transparence maximale de l'organisation de la caisse d'émission, les responsables bulgares ont pris pour modèle celle de la Banque d'Angleterre. La Banque nationale bulgare a été réorganisée : ses activités ont été réparties entre le service d'émission et celui des opérations bancaires. Le premier détient tous les engagements monétaires de la banque, y compris les dépôts du service des opérations bancaires. Ces engagements sont garantis par des actifs en devises et en or, qui couvrent au moins la valeur totale des engagements à tout moment.

Le service des opérations bancaires procure à la caisse d'émission un «excédent de couverture», c'est-à-dire plus de devises que nécessaire pour couvrir les engagements monétaires de la banque. Ces fonds sont déposés par ce service auprès du service d'émission et peuvent servir à l'octroi de prêts garantis aux banques commerciales en cas de crise d'endettement aiguë. L'ensemble des comptes, y compris ceux des services d'émission et des opérations bancaires, sont publiés tous les mois.

Base juridique. La législation ayant trait à la banque centrale a été modifiée pour fournir une base juridique adéquate au nouveau dispositif. La nouvelle législation, entrée en vigueur le 1^{er} juillet 1997, comporte d'importantes dispositions sur la structure et la gestion de la banque, ses opérations et ses fonctions monétaires, ainsi que ses relations avec l'État.

Cadre stabilisateur. Conscientes que la révision de la loi ne suffirait pas à assurer la crédibilité de la caisse d'émission, les autorités ont adopté des mesures pour faire face aux facteurs de tension les plus probables. Le régime prévoit, en vue d'éviter le recours aux financements monétaires considérables du budget, la constitution de réserves budgétaires et des règles budgétaires rigoureuses.

Pour accroître la crédibilité du système bancaire, le régime permet à celui-ci de recevoir une aide limitée,

mais non négligeable, par l'intermédiaire du service des opérations bancaires, d'un montant de 300 millions de dollars (soit environ un cinquième des réserves en devises de la Bulgarie au moment de la création de la caisse d'émission). En outre, la législation bancaire, qui a été renforcée, confère à la banque centrale des droits plus clairement établis dans le traitement des banques en difficulté. Des révisions importantes seront apportées aux réglementations prudentielles pertinentes, et cette action sera complétée par un vaste programme d'assistance technique visant à renforcer le contrôle des banques. Enfin, dans le cadre du programme de stabilisation, les autorités ont recapitalisé une grande banque publique avant de créer la caisse d'émission et se sont engagées à redoubler d'effort pour privatiser les banques restantes.

Les leçons de l'expérience de la Bulgarie

La mise en place de la caisse d'émission, le 1^{er} juillet 1997, s'est déroulée sans heurt et sans que rien ne soit venu mettre le système à l'épreuve. Sous ce régime, l'inflation est tombée à 13 % au milieu de 1998 et se situait à 1 % à la fin de 1998. Les réserves sont passées de moins de 800 millions à plus de 3 milliards de dollars (près de 6,4 mois d'importations). Le taux d'intérêt de base de la banque centrale, qui dépassait 200 % au plus fort de la crise bancaire, était de 5,3 % en octobre 1998. En dépit des liens économiques étroits du pays avec la Russie, son processus de stabilisation n'a pas été sensiblement perturbé par la crise russe du milieu de 1998.

L'expérience bulgare montre comment un système crédible reposant sur des règles peut amener les agents économiques à modifier rapidement leurs perceptions et leur comportement. Elle conduit toutefois à trois mises en garde :

- Une caisse d'émission est un dispositif monétaire simple, mais qui exige davantage de préparations — d'ailleurs différentes — que les autres types d'instruments de stabilisation. Comme les changements requis peuvent prendre du temps, la mise en place d'un tel dispositif n'est pas toujours possible lorsque d'autres conditions préalables n'ont pas été remplies.
- En raison des révisions à apporter à la loi, un large soutien législatif est nécessaire. Dans le cas de la Bulgarie, ce soutien a été le résultat de la quasi-hyperinflation, qui a attiré l'attention sur la nécessité d'une solution «radicale», ainsi que d'un effort d'entente résolu.
- Une caisse d'émission n'est que l'une des composantes d'un programme de stabilisation. Bien qu'elle contribue à éliminer les déséquilibres macroéconomiques, l'efficacité à long terme de ce programme dépend tout autant de l'application réussie de mesures de soutien bien conçues. ■

Le document de synthèse n° 99/3, *The Role of the Currency Board in Bulgaria's Stabilization*, par Anne-Marie Gulde, est en vente au prix de 7 dollars au Service des publications du FMI. Pour le commander, voir page 170.

On trouvera ci-après des extraits de récents communiqués de presse du FMI, dont le texte intégral peut être obtenu sur le site <http://www.imf.org> ou, sur demande, par télécopie au numéro (202) 623-6278 (Divisions des relations publiques).

Ghana : FASR

Le FMI a approuvé un prêt FASR de trois ans d'un montant équivalant à 155 millions de DTS (209,4 millions de dollars) à l'appui du programme de réformes économiques du gouvernement ghanéen pour 1999–2001. Le prêt sera décaissé en sept versements, dont le premier, d'un montant de 22,2 millions de DTS (29,9 millions de dollars), sera disponible immédiatement.

Stratégie à moyen terme et programme pour 1999

Le programme pour 1999–2001 vise principalement à consolider les acquis en matière de stabilité macroéconomique et à accélérer les réformes structurelles. Il prévoit une croissance du PIB réel de 6 %. Le gouvernement cherche à faire descendre l'inflation à 5 % ou moins, à ramener le déficit extérieur courant (dons inclus) à 2,5 % du PIB et à porter les réserves officielles brutes à l'équivalent de trois mois d'importations.

Le programme pour 1999 table sur une croissance du PIB réel de 5,5 %, une inflation de fin de période de 9 %, un déficit extérieur courant (dons inclus) d'environ 2,5 % du PIB, et des réserves officielles brutes équivalant à trois mois d'importations. En vue de la réalisation de ces objectifs, le financement budgétaire intérieur sera limité à environ 2,8 % du PIB et le budget primaire devra dégager un excédent d'environ 3,5 % du PIB. La croissance monétaire en 1999 sera compatible avec les objectifs d'inflation et de balance des paiements.

Réformes structurelles

Le Ghana entend prendre des mesures importantes pour libéraliser les secteurs du cacao et de l'énergie, accélérer la cession des entreprises publiques et renforcer le système bancaire. Des réformes seront opérées dans le secteur public en vue de limiter le champ d'action de l'État aux secteurs clés, en particulier l'agriculture, les secteurs sociaux et l'infrastructure de base.

Besoins sociaux

Le programme économique met l'accent sur l'éducation et la santé, car le gouvernement estime que le niveau de croissance nécessaire pour réduire la pauvreté sera difficile à atteindre sans une augmentation sensible de la productivité de la main-d'œuvre. Des programmes de dépenses ont été établis pour les secteurs de l'éducation et de la santé et sont en cours d'exécution

avec l'aide des donateurs. Un plan national de lutte contre la pauvreté pour 1999–2001 est actuellement élaboré en collaboration avec ceux-ci.

Le Ghana est membre du FMI depuis le 20 septembre 1957. Sa quote-part est de 369,0 millions de DTS (498,6 millions

Ghana : indicateurs économiques et financiers

	1996	1997	1998		1999 ¹	2000 ¹	2001 ¹
			Programme	Chiff. prov.			
(Variations annuelles en pourcentage)							
PIB réel	4,6	4,2	5,6	4,6	5,5	6,0	6,0
Indice des prix à la consommation (moyenne annuelle)	46,6	27,9	15,5	19,3	10,0	6,4	5,0
(En pourcentage du PIB)							
Solde du budget primaire	0,3	3,2	3,8	3,6	3,5	3,6	3,7
Solde extérieur courant (dons officiels inclus)	-4,7	-8,8	-4,2	-3,5	-2,9	-2,5	-2,4
(Mois d'importation)							
Réserves internationales brutes	4,4	2,6	2,7	2,5	2,7	2,8	3,0

¹Programme.

Sources : autorités ghanéennes; estimations et projections des services du FMI

de dollars). L'encours total des crédits reçus du FMI s'élevait à 230,1 millions de DTS (310,9 millions de dollars) à la fin de février 1999.

Communiqué de presse du FMI n° 99/16, 3 mai

Guyana : Initiative PPTE

Le FMI et la Banque mondiale reconnaissent que le Guyana a rempli les conditions nécessaires pour recevoir de ses créanciers extérieurs un allègement du service de sa dette en termes nominaux d'environ 410 millions de dollars dans le cadre de l'Initiative PPTE. Sur ce montant, environ 40 millions de dollars (34,5 millions en valeur actualisée nette) seront accordés par le FMI. La décision d'allègement de la dette a le soutien de la BID, le plus gros créancier extérieur du Guyana.

Le Guyana est arrivé à la fin du processus le 14 mai. En valeur actualisée nette, l'allègement accordé par l'ensemble de ses créanciers atteindra environ 256 millions de dollars, soit 24 % de l'encours total de la dette à la fin de 1998. L'aide au titre de l'Initiative PPTE réduira le fardeau de la dette extérieure, libérera des ressources budgétaires et permettra au pays d'intensifier ses efforts de développement.

L'aide du FMI sera accordée sous la forme d'un don déposé dans un compte spécial, qui servira à assurer le service d'une partie de la dette envers le FMI. Il couvrira environ 26 % du montant annuel dû en moyenne au FMI à ce titre sur les neuf prochaines années. Tous les autres créanciers multilatéraux du Guyana ainsi que ses créanciers du Club de Paris ont donné des assurances satisfaisantes de leur participation à cette opération.

Depuis l'approbation de l'Initiative PPTE (septembre 1996), sept pays ont rempli les conditions requises pour bénéficier d'une aide exceptionnelle relevant de ce dispositif. Le total des économies qu'ils ont pu ainsi réaliser, en termes nominaux, au titre du service de leur dette est estimé à environ 6 milliards de dollars. L'aide à l'Ouganda, à la Bolivie et au Guyana, les trois pays à ce jour qui ont été les premiers à obtenir un allègement de leur dette dans le cadre de l'Initiative, s'élève à environ 1,8 milliard de dollars en termes nominaux.

31 mai 1999

173

Utilisation des ressources du FMI

(Millions de DTS)

	Avr. 1999	Janv.-avr. 1999	Janv.-avr. 1998
Compte des ressources			
générales	3.962,10	5.024,23	4.196,32
Accords de confirmation	3.917,34	4.013,32	3.243,77
FRS	3.636,09	3.636,09	3.000,00
Accords élargis	10,66	567,79	952,55
FFCI	34,10	443,12	0,00
Accords FASR	122,87	330,51	400,94
Total	4.084,97	5.354,74	4.597,26

Note : FFCI = facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus.

FASR = facilité d'ajustement structurel renforcée.

FRS = facilité de réserve supplémentaire.

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

Source : FMI, Département de la trésorerie

Dans le cas du Guyana, les importantes économies réalisées sur le service de la dette grâce à l'Initiative PPTTE représentent environ 3½ % du PIB (10 % des recettes publiques) en moyenne et par an pour la période 1999–2003 et 2 % du PIB (5½ % des recettes publiques) pour 2004–2009. Les ressources affectées aux dépenses sociales et à la réduction de la pauvreté pourront ainsi être accrues, ce qui aidera le gouvernement dans l'effort qu'il fait pour réduire de moitié, d'ici à 2015, le nombre des personnes vivant dans la pauvreté.

Suite à l'examen de mi-période du premier programme annuel au titre de la FASR sur la base de ces nouveaux paramètres, le Conseil d'administration a approuvé le 12 mai 1999 un nouveau décaissement de 9,0 millions de DTS (12,1 millions de dollars) sur le total de 53,8 millions de DTS (72,7 millions de dollars) initialement engagé. L'achèvement de l'examen de mi-période est l'une des conditions de l'arrivée du Guyana à la fin du processus.

Communiqué de presse du FMI n° 99/17, 14 mai

Les programmes appuyés par le mécanisme élargi de crédit sont plus longs que ceux qui relèvent des accords de confirmation.

Accords du FMI au 30 avril

Pays membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Total approuvé	Solde non tiré
			(millions de DTS)	
Accords de confirmation			32.746,62	8.609,44
Bosnie-Herzégovine	29 mai 1998	28 mai 1999	60,60	36,36
Brésil ¹	2 déc. 1998	1 ^{er} déc. 2001	13.024,80	5.969,70
Cap-Vert	20 févr. 1998	19 avr. 1999	2,10	2,10
Corée ¹	4 déc. 1997	3 déc. 2000	15.500,00	1.268,75
El Salvador	23 sept. 1998	22 févr. 2000	37,68	37,68
Philippines	1 ^{er} avr. 1998	31 mars 2000	1.020,79	633,40
Thaïlande	20 août 1997	19 juin 2000	2.900,00	500,00
Uruguay	28 mars 1999	28 mars 2000	70,00	70,00
Zimbabwe	1 ^{er} juin 1998	30 juin 1999	130,65	91,45
Accords élargis de crédit			11.401,03	7.319,61
Argentine	4 févr. 1998	3 févr. 2001	2.080,00	2.080,00
Azerbaïdjan	20 déc. 1996	19 déc. 1999	58,50	15,80
Bulgarie	25 sept. 1998	24 sept. 2001	627,62	470,72
Croatie	12 mars 1997	11 mars 2000	353,16	324,38
Indonésie	25 août 1998	5 nov. 2000	5.383,10	2.259,40
Jordanie	15 avril 1999	14 avril 2002	127,88	117,22
Kazakhstan	17 juil. 1996	16 juil. 1999	309,40	154,70
Moldova	20 mai 1996	19 mai 1999	135,00	72,50
Pakistan	20 oct. 1997	19 oct. 2000	454,92	379,09
Panama	10 déc. 1997	9 déc. 2000	120,00	80,00
Ukraine	4 sept. 1998	3 sept. 2001	1.645,55	1.288,90
Yémen	29 oct. 1997	28 oct. 2000	105,90	76,90
Accords FASR			4.185,88	2.156,13
Albanie	13 mai 1998	12 mai 2001	35,30	23,53
Arménie	14 févr. 1996	20 déc. 1999	109,35	20,93
Azerbaïdjan	20 déc. 1996	24 janv. 2000	93,60	17,55
Bénin	28 août 1996	7 janv. 2000	27,18	14,50
Bolivie	18 sept. 1998	17 sept. 2001	100,96	84,13
Burkina Faso	14 juin 1996	13 sept. 1999	39,78	6,63
Cameroun	20 août 1997	19 août 2000	162,12	54,04
Congo, Rép. du	28 juin 1996	27 juin 1999	69,48	55,58
Côte d'Ivoire	17 mars 1998	16 mars 2001	285,84	161,98
Éthiopie	11 oct. 1996	22 oct. 1999	88,47	58,98
Gambie	29 juin 1998	28 juin 2001	20,61	17,18
Géorgie	28 févr. 1996	26 juil. 1999	166,50	27,75
Ghana	30 juin 1995	29 juin 1999	164,40	27,40
Guinée	13 janv. 1997	12 janv. 2000	70,80	23,60
Guyana	15 juil. 1998	14 juil. 2001	53,76	44,80
Haïti	18 oct. 1996	17 oct. 1999	91,05	75,88
Honduras	26 mars 1999	25 mars 2002	156,75	96,90
Macédoine	11 avr. 1997	10 avr. 2000	54,56	27,28
Madagascar	27 nov. 1996	26 nov. 1999	81,36	54,24
Malawi	18 oct. 1995	16 déc. 1999	50,96	7,64
Mali	10 avr. 1996	5 août 1999	62,01	0,00
Mongolie	30 juil. 1997	29 juil. 2000	33,39	27,83
Mozambique	21 juin 1996	24 août 1999	75,60	12,60
Nicaragua	18 mars 1998	17 mars 2001	148,96	67,27
Niger	12 juin 1996	27 août 1999	57,96	9,66
Ouganda	10 nov. 1997	9 nov. 2000	100,43	43,52
Pakistan	20 oct. 1997	19 oct. 2000	682,38	417,01
République Centrafricaine	20 juil. 1998	19 juil. 2001	49,44	41,20
République kirghize	26 juin 1998	25 juin 2001	73,38	43,00
Rwanda	24 juin 1998	23 juin 2001	71,40	47,60
Sénégal	20 avr. 1998	19 avr. 2001	107,01	71,34
Tadjikistan	24 juin 1998	23 juin 2001	100,30	60,00
Tanzanie	8 nov. 1996	7 févr. 2000	181,59	29,38
Yémen	29 oct. 1997	28 oct. 2000	264,75	140,75
Zambie	25 mars 1999	24 mars 2002	254,45	244,45
Total			48.333,53	18.085,18

¹Y compris les montants au titre de la facilité de réserve supplémentaire.

Note : FASR = facilité d'ajustement structurel renforcée.

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

Source : FMI, Département de la trésorerie

L'investissement direct étranger dans les pays en développement d'Asie a résisté à la tempête

Selon de nouvelles données établies par la CNUCED, les flux d'investissement direct étranger (IDE) vers les pays en développement d'Asie ont résisté à la tempête. La légère baisse de 7 % observée en 1998, la première depuis le milieu des années 80, est presque entièrement due à une chute brutale des entrées de capitaux en Indonésie et dans la province chinoise de Taiwan. En 1998, les flux d'IDE vers la région ont atteint 78 milliards de dollars, contre 84 milliards en 1997.

Pour attirer les IDE

Afin d'encourager les IDE, les gouvernements des pays de la région ont ouvert davantage certaines industries à cette forme d'investissement et assoupli les règles concernant la propriété, le mode d'entrée et le financement. Au niveau régional, les membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ANASE) sont parvenus en octobre 1998 à un accord sur la création d'une zone d'investissement ANASE et ont pris des mesures pour mettre en place une zone ANASE de libre-échange.

C'est de plus en plus sous la forme de fusions et d'acquisitions que les capitaux entrent dans la région. Il convient de noter que ces opérations ont sensiblement augmenté dans les cinq pays (Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande) directement touchés par la crise. En 1998, la part de ces économies dans le total des fusions et acquisitions transfrontières (à prise de participation majoritaire) dans l'Asie en développement est passée de 37 % en 1996 à 73 % en 1998.

Les IDE dans les divers pays

La Chine reste le plus grand bénéficiaire de flux d'IDE de la région, avec 45,5 milliards de dollars, soit 58 % du total (voir graphique). Au début de 1998, intensifiant les efforts engagés pour promouvoir l'investissement, elle a révisé ses directives industrielles et rétabli des mesures d'incitation à l'investissement étranger dans les industries susceptibles d'attirer les IDE.

Singapour conserve difficilement la deuxième position, avec une baisse de 15 % des entrées de capitaux, qui se sont chiffrés à 7,3 milliards de dollars. Face au ralentissement de l'économie, le gouvernement a adopté des mesures d'allègement fiscal pour réduire les coûts des entreprises et accru les dépenses d'investissement dans des projets d'infrastructure. Des afflux de capitaux sans précédent en Thaïlande et en Corée ont placé ces pays en troisième et quatrième position, bien que leurs économies soient parmi les plus durement touchées par la crise.

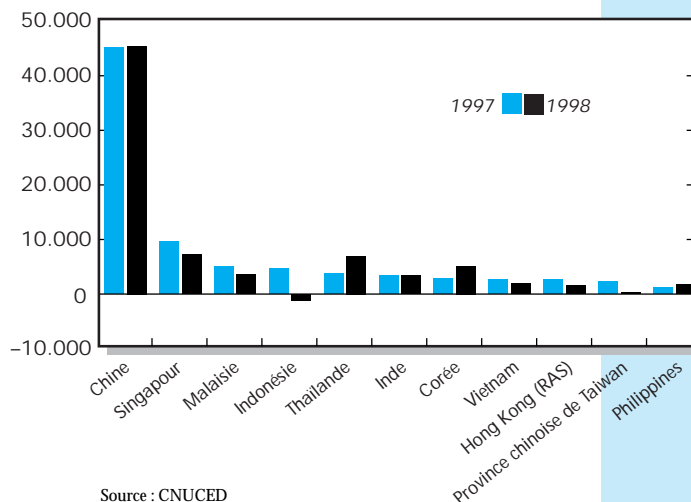
Sur les quatre nouvelles économies industrielles de la région (RAS de Hong Kong, Singapour, province chinoise de Taiwan et Corée), seule la Corée a vu ses résultats s'améliorer par rapport à l'année précédente, grâce à de vastes mesures de libéralisation et à la disponibilité

d'actifs bon marché, et a reçu en 1998 un volume d'investissement record (5,1 milliards de dollars). Les flux d'IDE ont diminué dans les trois autres économies par suite du ralentissement de leur activité et de la situation régionale.

Ce sont les cinq principaux bénéficiaires de flux d'IDE parmi les membres de l'ANASE (Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Vietnam) qui ont enregistré en tant que groupe les résultats les plus mauvais en 1998, en grande partie à cause du désinvestissement en Indonésie.

Flux d'investissement direct étranger

(Milliards de dollars E.U.)



La part de ces pays dans le total des flux d'IDE vers l'Asie en développement est tombée de 24 % par an en moyenne dans la première moitié de la décennie à 17 % en 1998.

Perspectives pour 1999

La diminution des projets d'investissement approuvés en 1998 et au premier trimestre de 1999 laisse à penser que les flux vers la région pourraient continuer à baisser en 1999, surtout si les entrées de capitaux en Chine ne se maintiennent pas à un niveau élevé. Cependant, en 1999, les IDE devraient rester supérieurs à la moyenne atteinte pour la décennie et on s'attend, pour le long terme, à une reprise de la croissance des IDE. ■

Le texte du communiqué de presse de la CNUCED est affiché sur le site de l'organisation (www.unctad.org).

Photographies : Susumu Takahashi (Reuters), page 161; Michele Iannacci (Banque mondiale), pages 161 et 169-170; Denio Zara et Padraic Hughes (FMI), pages 166 et 167.

Évolution récente des marchés des changes et des produits dérivés



Ian S. McDonald
Rédacteur en chef
Sara Kane · Sheila Meehan
Elisa Diehl
Rédactrices
Philip Torsani
Maquettiste
Victor Barcelona
Graphiste

Édition française

Division française
Bureau des services linguistiques
Jeanne Bouffier

Traduction
M. Rossignol-Winner
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, International Monetary Fund, 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 XS900, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : publications@imf.org.

Le volume des opérations sur les marchés des changes mondiaux (opérations au comptant, à terme et échanges de devises) a atteint en moyenne un montant estimé à 1,5 billion de dollars par jour en avril 1998, d'après le rapport triennal de la BRI, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*. Ce chiffre, corrigé des doubles comptabilisations des transactions intérieures et transfrontières et des estimations des chiffres non communiqués, représente une augmentation de 26 % depuis avril 1995, contre 45 % entre 1992 et 1995. Cependant, une fois corrigé des variations de la valeur en dollars des transactions dans d'autres monnaies, ce taux est passé de 29 % à 46 % entre 1992-95 et 1995-98. Les instruments à terme ont occupé une part prédominante du marché, soit 60 %, contre 56 % en avril 1995. Le dollar E.U. est de loin la monnaie qui a été le plus souvent échangée, faisant l'objet de 87 % de l'ensemble des transactions mondiales, contre 83 % en 1995.

Marchés des dérivés

En avril 1998, le volume des transactions mondiales sur les *contrats de devises et de taux d'intérêt*, y compris les contrats de devises traditionnels échangés de gré à gré, était estimé à 1,3 billion, soit, en dollars constants, une croissance de 66 % depuis avril 1995. Les transactions sur les contrats de devises, dont le volume élevé est dû en grande partie à la courte durée de la plupart des contrats, ont de loin dépassé celles portant sur les contrats de taux d'intérêt.

L'un des indicateurs du marché des dérivés, l'encours notionnel (valeur notionnelle de toutes les positions prises et encore ouvertes à la fin de juin 1998) donne une idée plus claire de la taille du marché. Les positions mondiales sur le marché hors cote des dérivés financiers couvrant toutes les catégories de risque de marché se sont chiffrées à 72 billions de dollars. Sur le marché hors cote, les instruments sur taux d'intérêt ont prédominé, représentant 67 % des montants notionnels, contre 31 % pour les instruments sur taux de change et 2 % pour les instruments sur actions et produits de base.

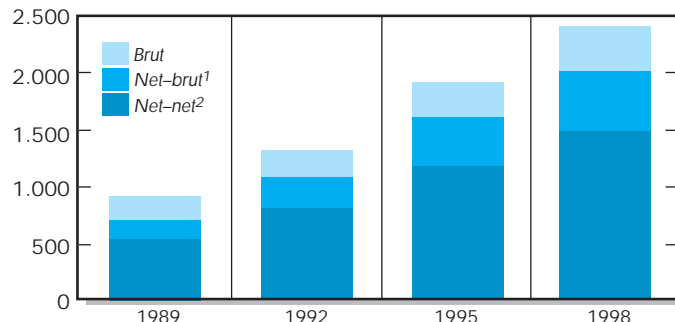
Un autre indicateur de l'ampleur du marché des dérivés est la valeur de marché brute, qui est égale aux frais qui auraient été encourus si les contrats avaient été évalués au prix du marché le 30 juin 1998. Elle atteignait 2,6 billions de dollars à la fin de juin 1998, soit 3,6 % du total notionnel, mais a varié considérablement d'une catégorie d'instruments à l'autre, allant de moins de 1 % pour les contrats de taux à terme à 15 % pour les options liées aux actions.

Paramètres

Les pays couverts par le rapport en 1998 étaient au nombre de 43, contre 26 en 1995. Plusieurs change-

Mesure de l'activité des marchés des changes mondiaux

(Volume des transactions : moyenne journalière; milliards de dollars E.U.)



¹Net-brut : corrigé des doubles comptabilisations des transactions intérieures.
²Net-net : corrigé des doubles comptabilisations des transactions intérieures et transfrontières.

Source : Banque des règlements internationaux

ments ont été apportés à la couverture des données sur les dérivés pour qu'elles correspondent aux nouvelles statistiques semestrielles consolidées des marchés des dérivés des pays du G-10 établies depuis la fin de juin 1998. Parce que les données sur les transactions en bourse sont recueillies par la BRI auprès des bourses elles-mêmes, le rapport s'est limité aux marchés hors cote. Par ailleurs, les informations sur les encours diffèrent des données de l'étude de 1995 par la date de déclaration (fin juin, et non plus fin mars) et la base de déclaration (monde, et non plus lieu de résidence des déclarants). L'évolution des monnaies influe elle aussi grandement sur les données, qui sont communiquées en dollars courants.

Environnement financier

Les résultats de l'étude doivent être placés dans le contexte financier de 1998. En particulier, il s'est produit un brusque revirement du sentiment des marchés mondiaux entre la première et la seconde moitié de l'année. Au premier semestre, il y a eu accumulation prolongée de positions sur des instruments de plus en plus variés; la crise russe, survenue au cours de l'été, y a mis fin, apportant avec elle une vague sans précédent d'opérations de dénouement, notamment sur le marché des changes et des valeurs à revenu fixe. L'approche du lancement de l'euro a accentué ce mouvement, car elle a eu tendance à accroître les transactions au début de 1998 et incité à la prudence dans la période précédant son avènement (1^{er} janvier 1999). ■

Le texte intégral du rapport est affiché sur le site de la BRI (www.bis.org).