

Évolution de la crise économique dans les économies de marché émergentes

La crise financière asiatique, qui s'est d'abord manifestée par des tensions croissantes sur le baht thaïlandais au premier semestre de 1997, s'est aggravée en 1998/99 avec des perturbations persistantes et des récessions profondes dont l'ampleur a dépassé les prévisions initiales. L'instabilité et les volte-face politiques observées en Indonésie en mai 1998, avec leur cortège de troubles socio-économiques, ont nui au progrès dans ce pays alors même qu'un nouvel affaiblissement de l'économie japonaise pesait lourdement sur la demande régionale et sur le sentiment du marché financier.

Surtout concentrée en Asie à l'origine, la crise a pris une ampleur mondiale en août 1998 alors que la Russie, face aux pressions croissantes du marché, dévaluait le rouble et décidait unilatéralement de restructurer sa dette publique intérieure. Par la suite, la plupart des marchés émergents — et notamment le Brésil — ont temporairement perdu leur accès aux financements privés, au milieu des craintes d'une contraction mondiale du crédit.

Vers la fin de 1998, les marchés financiers avaient retrouvé un calme relatif grâce en partie aux programmes appuyés par les institutions internationales. Avec la stabilisation graduelle et les réformes entamées par les pays asiatiques touchés par la crise et qui mettaient en oeuvre les programmes soutenus par le FMI, les monnaies se sont sensiblement raffermies — notamment en Corée — et les politiques monétaires ont pu être assouplies. Les autorités russes ont engagé un dialogue avec les services du FMI, dans la foulée de la crise de 1998, et elles ont conclu à la fin d'avril 1999 une entente provisoire portant sur un programme économique qui pourrait bénéficier du soutien financier du FMI. Ce programme devait être soumis au Conseil d'administration du FMI, une fois que la Russie aurait adopté un certain nombre de mesures. Par ailleurs, au Brésil, l'inquiétude a commencé à monter vers la fin de 1998 quant à la solidité du soutien populaire au programme financier gouvernemental, ce qui a conduit à un regain de pressions sur le real brésilien et, au milieu de janvier 1999, à une importante dévaluation et à l'abandon du régime de parité ajustable. Les mesures

de renforcement du programme financier ainsi qu'une hausse importante des taux d'intérêt ont contribué à rétablir la confiance, tant au Brésil qu'à l'étranger, dans la volonté des autorités de mener à bien leur programme. La situation économique et financière s'est par la suite sensiblement améliorée.

Le FMI a consacré beaucoup de temps à la gestion des crises financières survenues en Asie, en Russie, au Brésil et dans d'autres marchés émergents en 1998/99. Le Conseil d'administration s'est réuni souvent pour évaluer les progrès accomplis par les pays asiatiques ayant entrepris d'appliquer des réformes avec l'appui du FMI (voir encadré 1). En décembre 1998, il s'est penché sur un rapport d'évaluation interne de la riposte du FMI à ces crises⁵. Cette évaluation est passée en revue ci-dessous. Suivent de brèves descriptions de l'évolution de la situation en Russie et au Brésil pendant l'année financière, et de la façon dont le FMI y a réagi. Outre la situation de ces pays, les administrateurs ont également examiné les moyens de prévenir et de résoudre les crises financières lors de leurs discussions sur les perspectives économiques mondiales, sur les marchés internationaux des capitaux et sur divers aspects du renforcement de l'architecture du système financier international (voir chapitres 2, 3 et 5).

Programmes appuyés par le FMI en faveur des pays touchés par la crise asiatique

Au cours de l'année, le FMI a publié la première évaluation interne systématique, quoique préliminaire, de sa riposte à la crise financière asiatique de 1997-98, en s'attachant en particulier aux cas de l'Indonésie, de la Corée et de la Thaïlande. Selon cette évaluation, la crise financière asiatique était différente des crises précédentes dans la mesure où elle découlait essentiellement des faiblesses profondes du secteur financier et d'autres faiblesses structurelles, dans le contexte d'une évolution sans précédent vers la mondialisation des marchés

⁵Timothy Lane *et al.*, *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment*, Étude spéciale du FMI n° 178 (Washington, 1999).

Encadré 1

Évolution de la crise dans les pays asiatiques et riposte du FMI jusqu'à la fin d'avril 1999

Voici un résumé du déroulement de la crise dans les trois pays asiatiques touchés et de la riposte du FMI en 1998/99 :

Indonésie

Le programme de réforme indonésien soutenu par un accord de confirmation du FMI a déraillé à cause des volte-face politiques, des perturbations macroéconomiques croissantes et de l'effondrement du système financier survenus dans le contexte de graves troubles civils qui ont conduit à la démission du président Suharto, le 21 mai 1998. La production, les exportations et les circuits d'approvisionnement internes ont été perturbés, et les activités des banques paralysées. La roupie est tombé au plus bas, avec un taux de 16.745 roupies pour un dollar à la mi-juin, résultat d'une dépréciation totale de 85 % depuis juin 1997. En juillet 1998, à l'époque du deuxième examen par le Conseil du programme soutenu par le FMI, l'activité économique montrait des signes évidents de dislocation. Le rétablissement du système de distribution et le renforcement du dispositif de protection sociale sont devenus des priorités immédiates. Les plans de restructuration des banques ont été renforcés pour faire face à la détérioration du système financier, et des mesures supplémentaires ont été prises pour faciliter la restructuration de la dette des entreprises. Compte tenu des sources profondes des problèmes de structure et de balance des paiements de l'Indonésie, le Conseil d'administration a approuvé la demande des autorités d'annuler l'accord de confirmation et la mise en place d'un accord élargi de crédit, le 25 août 1998. Le 25 mars 1999, le Conseil a terminé le quatrième examen réalisé au titre du MEDC et ajouté au montant initial une somme additionnelle de 714 millions de DTS (environ 1 milliard de dollars). À la fin d'avril 1999, l'application des mesures

prescrites était en général satisfaisante et l'Indonésie avait atteint les principaux objectifs macroéconomiques du programme pour 1998-99, malgré des progrès moins rapides que prévu au chapitre de la restructuration des finances et des entreprises. Le sentiment du marché est toutefois demeuré volatil, reflétant en partie la persistance des problèmes structurels, l'incertitude politique et les troubles civils.

Corée

Le programme de réforme économique de la Corée, appuyé en vertu d'un accord de confirmation du FMI, est resté sur ses rails en 1998-99, l'engagement du nouveau gouvernement à appliquer les réformes ayant pour effet d'accroître la confiance des marchés. Avec la stabilisation des conditions du marché, l'émission fructueuse par les autorités d'obligations souveraines et l'afflux de capitaux sur les marchés intérieurs des obligations et des actions, la Corée a reconstitué en bonne part ses réserves utilisables. En juillet 1998, le won s'était apprécié par rapport au dollar, permettant aux autorités de réduire les taux d'intérêt au niveau d'avant la crise. Les réformes structurelles ont principalement porté sur la rationalisation et le renforcement du secteur bancaire, ainsi que sur la restructuration des entreprises. Au cours de l'année, la Corée a commencé à rembourser les prêts contractés au début du programme, en décembre 1997. À la fin d'avril 1999, l'économie donnait des signes de rétablissement après le fléchissement prononcé de 1997-98, les données économiques laissant deviner une relance modeste que l'on attendait à voir s'accélérer au cours de l'année.

Thaïlande

Le baht thaïlandais, qui s'était fortement déprécié en 1997, a commencé à se raffermir en février 1998. La politique monétaire a d'abord continué de

mettre l'accent sur le taux de change, les taux d'intérêt étant maintenus à un niveau élevé jusqu'à ce qu'on distingue des signes d'une stabilisation durable. Par la suite, à partir du milieu de 1998, les taux ont été sensiblement abaissés pour atteindre un niveau égal ou inférieur à celui d'avant la crise. La politique budgétaire a également été assouplie pour soutenir l'activité économique. Des mesures supplémentaires de renforcement du dispositif de protection sociale ont été annoncées, et les plans de restructuration des secteurs financiers et des entreprises ont été élaborés et sensiblement élargis. En avril 1999, le FMI a achevé un sixième examen au titre de l'accord de confirmation à l'issue duquel la Thaïlande a été autorisée à emprunter une somme supplémentaire de 500 millions de dollars de sources bilatérales et multilatérales, la part du FMI s'établissant à 100 millions de DTS (environ 135 millions de dollars). Cette aide supplémentaire récompensait la bonne application, par la Thaïlande, du programme économique appuyé par l'accord de confirmation, qui avait consolidé la stabilité financière. Le taux de change renforcé est demeuré stable, permettant aux autorités d'abaisser encore les taux d'intérêt, et le solde extérieur a continué de s'améliorer. L'inflation est donc restée faible, et le déclin de la production a été stoppé. Le rétablissement général de l'économie a toutefois été retardé par la faiblesse persistante de la demande intérieure et un environnement extérieur difficile. Dans ce contexte, les autorités thaïlandaises ont dévoilé, en mars 1999, un plan de revitalisation de la demande intérieure basé sur l'application de mesures supplémentaires de relance budgétaire. On s'attendait à que ces mesures, de concert avec les progrès réalisés au chapitre des réformes structurelles, conduisent à la relance de la croissance au cours du second semestre de 1999.

financiers. Les déséquilibres budgétaires classiques étaient relativement faibles, et le désalignement du taux de change réel n'était évident qu'en Thaïlande. Malgré les différences observées quant à certains aspects parti-

culiers de la crise en Indonésie, en Corée et en Thaïlande, les trois pays partageaient les mêmes faiblesses du système financier découlant d'une réglementation et d'un suivi déficients et (à des degrés divers) du fait que

les pouvoirs publics intervenaient lourdement et depuis longtemps dans l'allocation du crédit — y compris par l'intermédiaire de garanties gouvernementales. Tous ces problèmes ont entraîné une mauvaise répartition du crédit et une bulle des prix des actifs. Le poids considérable de la dette privée en devises, à court terme et non garantie, dans un contexte de flexibilité limitée du taux de change et de surendettement des entreprises, est encore venu aggraver la situation. En Corée et en Thaïlande, le système bancaire a assuré l'intermédiation d'une bonne part de la dette tandis qu'en Indonésie, les entreprises ont été touchées plus directement.

La crise financière asiatique a plongé les pays touchés dans une profonde récession. En 1998, le PIB réel a subi une baisse estimée à 6 % en Corée, à 8 % en Thaïlande et à 15 % en Indonésie (tableau 3). Le ralentissement de l'activité économique a été plus important qu'on ne l'avait prévu à l'époque de l'élaboration des programmes, en 1997, et les programmes soutenus par le FMI pour ces pays ont donc dû être révisés par la suite.

La croissance négative de 1998 reflétait dans une large mesure le retrait massif de capitaux étrangers et la fuite des capitaux intérieurs; les reflux massifs de capitaux ont exigé d'importants ajustements du solde courant, lesquels ont été obtenus en partie par une dépréciation brutale de la monnaie, qui a encore aggravé le profil de la dette des entreprises. Autre conséquence de ce ralentissement de l'activité économique, le solde des transactions courantes de ces pays a subi des corrections particulièrement prononcées en Corée (15 % du PIB) et en Thaïlande (14 %), et marquées aussi en Indonésie (5 %). Dans ces trois pays, la baisse de la production a été liée à un effondrement de la demande intérieure alors que la demande extérieure nette augmentait.

La politique monétaire des pays asiatiques frappés par la crise visait à ménager un double impératif : prévenir une spirale dépréciation-inflation et éviter une contraction excessive de la liquidité sur le marché intérieur. Plutôt que de se fixer un objectif de taux de change, ces pays se sont contentés de faire front à la dépréciation marquée que subissaient leurs monnaies. Au tout début de la crise, les monnaies de ces pays ont subi une brutale dépréciation (en termes nominaux, dollar par unité monétaire nationale). En Thaïlande, une première dépréciation de 24 % survenue en juillet 1997 a été suivie d'une longue période de dépréciations mensuelles plus petites, quoique substantielles, puis par une autre de 26 % du début de décembre 1997 au milieu de janvier 1998, le taux de change atteignant alors son point le plus bas. La Corée a réussi pour sa part à surseoir à une dépréciation importante de sa monnaie jusqu'à la fin d'octobre 1997, lorsque le taux de change a entrepris sa glissade pour tomber au plus bas en décembre 1997. En Indonésie par contre, la dépréciation n'a quasiment pas cessé à partir de juillet

Tableau 3
Indonésie, Corée et Thaïlande : principaux indicateurs économiques, 1990-98¹

	Moyenne 1990-95	1996	1997	1998 Est.
PIB réel (variation en pourcentage)				
Indonésie	8,0	8,0	4,6	-15,3
Corée	7,8	6,8	5,0	-5,8
Thaïlande	9,0	5,5	-0,4	-8,0
Demande intérieure réelle (variation en pourcentage)				
Indonésie	9,3	8,6	6,8	-20,4
Corée	8,4	7,8	-0,8	-18,7
Thaïlande	10,1	6,2	-7,6	-21,9
Inflation (IPC) (variation en pourcentage)				
Indonésie	8,7	7,9	6,6	61,1
Corée	6,6	4,9	4,4	7,5
Thaïlande	5,0	5,9	5,6	8,0
Solde des opérations des administrations publiques (variation en pourcentage) ²				
Indonésie	0,0	1,2	0,1	...
Corée	-0,3	0,3	0,3	-3,8
Thaïlande ³	...	2,8	-2,7	-5,3
Solde des transactions courantes (en pourcentage du PIB)				
Indonésie	-2,5	-3,3	-1,8	3,0
Corée	-1,2	-4,7	-1,8	13,3
Thaïlande	-6,6	-7,9	-2,0	11,4
Dette extérieure totale (milliards de dollars)				
Indonésie	86,7	130,2	137,9	...
Corée	...	164,3	158,1	151,5
Thaïlande	51,7	90,5	93,4	85,4
Dette extérieure totale, à court terme (milliards de dollars)				
Indonésie	8,1	28,0
Corée	...	93,0	63,2	32,5
Thaïlande	22,9	37,6	34,8	25,0
Réserves (milliards de dollars; fin de période)				
Indonésie : réserves brutes	21,5	23,8
Corée : réserves utilisables	...	29,4	9,1	48,5
Thaïlande : réserves brutes	...	38,7	27,0	29,5

¹Sauf indication contraire, toutes les données sont présentées sur la base de l'année civile.

²Le solde des opérations des administrations publiques comprend les charges d'intérêt au titre de la restructuration du secteur financier. Les comparaisons entre pays ne sont pas rigoureusement exactes en raison de différences dans les définitions.

³Les données sont présentées sur la base de l'exercice.

1997, atteignant au total plus de 80 % à la fin de janvier 1998. Un rétablissement limité observé au cours des quelques mois suivants a été annulé par une autre dépréciation brutale en mai et en juin 1998, suivie d'un rétablissement presque complet achevé à la mi-octobre.

Pour faire cesser puis inverser la dépréciation excessive de leurs monnaies, la Corée et la Thaïlande ont majoré radicalement les taux d'intérêt, qui ont culminé à quelque 32 % et 25 % respectivement. Toutefois, dès que les monnaies ont commencé à montrer des signes de vigueur, les taux ont de nouveau été abaissés. En été 1998, ils étaient redescendus à des niveaux légèrement inférieurs à ceux d'avant la crise, et la dépréciation initiale des monnaies avait été récupérée pour moitié environ. En Indonésie, par contre, la situation monétaire dérapait déjà sérieusement en décembre 1997, en raison de l'agitation politique et de l'extrême faiblesse du système financier; il s'est ensuivi une période de troubles macroéconomiques accompagnée d'une spirale de l'inflation qui a dépassé les 100 % au cours des premiers mois de 1998, tandis que les primes de risque augmentaient, que les capitaux continuaient à fuir et que l'activité économique s'effondrait. Vers la fin de 1998, toutefois, la situation s'était nettement améliorée et la roupie avait récupéré plus de la moitié de la valeur perdue au plus fort de la crise.

Le rôle assigné à la politique budgétaire dans les pays asiatiques touchés par la crise a changé graduellement à mesure que l'évaluation portée sur leur situation économique se modifiait. Les programmes soutenus dans un premier temps par le FMI comprenaient pour ces trois pays certaines mesures d'assainissement des finances publiques visant à contrer la dégradation initiale de la situation, à favoriser l'ajustement du solde courant et à éviter ainsi l'étranglement du secteur privé, ainsi qu'à créer les conditions propices au financement non inflationniste des frais de la restructuration du secteur financier. Toutefois, au début de 1998, face à la multiplication d'indices de la gravité de la récession économique, il a été décidé d'autoriser une expansion considérable des déficits budgétaires. L'effet de relance budgétaire à l'appui de l'activité économique a fini par aller au-delà de l'action des stabilisateurs automatiques et des effets automatiques des dépréciations du taux de change.

Évaluation du Conseil

Le Conseil a examiné en décembre 1998 l'évaluation préliminaire réalisée par les services du FMI des programmes appuyés par le FMI dans les pays asiatiques touchés par la crise. Les administrateurs ont reconnu qu'en Indonésie, en Corée et en Thaïlande, le FMI avait été confronté à une crise très différente de la plupart des situations dans lesquelles il accorde son aide financière. L'origine de cette crise a résidé essentiellement dans les faiblesses profondes du secteur financier et de celui des établissements non bancaires. À cause des déficiences des marchés financiers locaux, les taux d'intérêt intérieurs sont restés très au-dessus des taux internationaux, encourageant ainsi des emprunts excessifs à l'extérieur. L'attachement de longue date à des

régimes de change assortis d'une flexibilité limitée — qui ont parfois été défendus alors que les fondamentaux ne les justifiaient plus — a été considéré par les investisseurs comme une garantie de la valeur de change, ce qui a encouragé une exposition excessive au risque de change. Les créanciers ont en outre présumé à tort que les gouvernements couvraient implicitement les pertes subies sur certaines catégories de prêts en cas de défaillance. À cause en partie d'une réglementation bancaire et de règles prudentielles insuffisantes, les fonds empruntés ont fait l'objet d'une intermédiation inefficace, qui a contribué au surinvestissement, à un niveau insoutenable des prix des actifs, à une très forte vulnérabilité à l'égard des flux internationaux de capitaux et à de graves déficiences dans les bilans des institutions financières et des établissements non bancaires.

À cause de ces facteurs, les pays en question sont devenus très sensibles aux changements dans le sentiment du marché. Certains administrateurs ont également noté le rôle joué dans l'aggravation de la crise par les opérations d'investisseurs institutionnels fortement endettés. Les administrateurs ont jugé que, pour prévenir les crises de cette nature, il était indispensable de se doter d'un système de suivi plus efficace, d'améliorer la réglementation et le contrôle des institutions financières intérieures et de s'employer à renforcer le système financier international et à établir des incitations appropriées pour déterminer le prix des risques. De façon plus générale, on a noté que le FMI examinait un certain nombre de ces questions dans le cadre de sa surveillance continue, qui faisait par ailleurs l'objet d'une évaluation externe (voir chapitre 6).

Méthode globale

Les administrateurs ont convenu que la réponse à la crise financière asiatique devait être globale et porter aussi bien sur les politiques macroéconomiques et structurelles que sur le financement extérieur. Ils ont souligné que les réformes structurelles représentaient un volet essentiel des programmes, notamment celles qui visaient à s'attaquer aux faiblesses du secteur financier et aux déséquilibres dans les finances des entreprises, à améliorer la gestion des affaires publiques et à renforcer, voire parfois à créer, des dispositifs de protection sociale. Plusieurs administrateurs ont toutefois estimé que certaines réformes structurelles, autres que les grandes réformes du secteur financier et de celui des entreprises, auraient pu être appliquées selon un rythme et un enchaînement différents et que, dans un premier temps, leur nombre aurait pu être limité et certaines d'entre elles reportées à une phase postérieure à la stabilisation.

La stratégie suivie dans ces programmes avait privilégié le rétablissement de la confiance par l'application de mesures très diversifiées et la mobilisation d'un financement extérieur. Il était essentiel d'exécuter des programmes convaincants, car les fonds officiels dis-

ponibles étaient nettement insuffisants pour faire face à la vulnérabilité à court terme des pays aux sorties de capitaux. Les sorties de capitaux à court terme menaçant de se poursuivre si les efforts visant à rétablir la confiance n'étaient pas immédiatement couronnés de succès, cette stratégie présentait de graves risques. Cependant, il n'y avait pas beaucoup d'autres choix. Les administrateurs ont souligné que ni le FMI, ni de façon plus générale la communauté officielle, ne pouvaient, ni ne devaient s'efforcer de garantir pleinement les engagements extérieurs à court terme des pays; ils ne devaient pas non plus selon eux se risquer à substituer indûment des ressources officielles au financement privé. D'après plusieurs administrateurs, la confiance aurait pu être rétablie plus rapidement, et les répercussions économiques de la crise limitées, si les programmes avaient été plus vastes et avaient prévu l'application d'un plus grand nombre de mesures en début de période. La plupart des administrateurs ont toutefois souligné que le niveau du financement officiel avait été sans précédent et que le financement ne pouvait remplacer ni retarder les ajustements nécessaires.

Aspects principaux de la crise

L'un des principaux enseignements de cette crise a été l'importance des efforts constamment déployés pour trouver le moyen de faire participer le secteur privé à la prévention et à la résolution des crises financières (voir chapitre 5). En fait, quelques administrateurs ont estimé que des programmes de financement officiel plus limités auraient pu amener le secteur privé à s'engager davantage. Plusieurs administrateurs étaient d'avis que, dans le cas de ces pays, il aurait fallu prendre plus rapidement des mesures pour «impliquer» le secteur privé.

S'agissant du contrôle des capitaux, quelques administrateurs y ont vu certains avantages, du moins sur une base temporaire et comme dernier recours possible dans des cas particulièrement difficiles. Cependant, la plupart ont considéré que toute tentative de limiter les sorties de capitaux au milieu d'une crise aurait certainement entravé le rétablissement de l'accès au marché du pays concerné et intensifié les effets de contagion dans les autres pays. De façon plus générale, plusieurs administrateurs ont noté que la crise asiatique avait fait ressortir la nécessité de prévoir un enchaînement adéquat pour les mesures de libéralisation des mouvements de capitaux et estimé qu'il fallait poursuivre les travaux sur les régimes réglementaires et prudentiels à appliquer.

Les administrateurs ont examiné les nombreux facteurs qui avaient en partie retardé le rétablissement de la confiance. Les incertitudes politiques et, parfois, les hésitations des autorités à appliquer rapidement les mesures conformément aux programmes avaient miné la confiance en jetant le doute sur leur détermination à exécuter les programmes et à les faire leurs. À cet

égard, la communication ininterrompue d'informations financières plus complètes aurait non seulement accéléré le diagnostic et la mise en place de mesures correctives, mais aussi évité d'avoir à publier des données alarmantes en pleine crise.

Projections des programmes

Les administrateurs se sont montrés préoccupés par la gravité de la récession dans ces pays et ont fait observer que la baisse effective de l'activité avait été fortement sous-estimée dans les projections macroéconomiques sur lesquelles reposaient les premiers programmes. Cela a traduit en partie le fait que ces projections avaient été fondées sur le succès des programmes eux-mêmes. En réalité, les sorties de capitaux ont largement dépassé les anticipations, imposant un ajustement massif du solde courant par des dépréciations brutales et une forte diminution de la demande intérieure. En même temps, étant donné la fragilité des autres économies de la région, notamment celle du Japon, l'augmentation des exportations s'est révélée trop faible pour soutenir suffisamment l'activité économique. En Indonésie et en Thaïlande, la dégradation des termes de l'échange a provoqué un choc supplémentaire de grande ampleur. D'après certains administrateurs, la sous-estimation de la baisse de l'activité a eu un effet négatif sur les solutions proposées, surtout en ce qui concernait la politique budgétaire. Les administrateurs ont proposé que pour mieux évaluer les perspectives de croissance en cas de crise, il conviendrait à l'avenir de prêter davantage attention à l'expérience acquise avec les crises antérieures, ainsi qu'aux relations d'interdépendance régionales. À cet effet, ils ont estimé souhaitable d'accorder davantage d'importance aux approches régionales en matière de suivi.

La plupart des administrateurs ont convenu qu'au milieu de la crise, et compte tenu de la situation particulière de ces pays, il était judicieux d'établir ces programmes sur la base de taux de change flottants. Les réserves disponibles étaient insuffisantes pour défendre tout nouveau taux de change fixe, car il aurait fallu, pour le soutenir, que la politique monétaire lui soit totalement subordonnée, ce qui aurait sans doute exigé des taux d'intérêt beaucoup plus élevés que ceux qui ont en fait été observés. En outre, tout échec des nouveaux taux de change fixes dans le contexte de la crise aurait risqué d'éroder encore la crédibilité.

Politique monétaire

Le principal objectif de la politique monétaire dans ces pays a été d'éviter la spirale dépréciation-inflation. À cet égard, les programmes, après des débuts hésitants, ont été pour l'essentiel couronnés de succès. Les turbulences sur les marchés exigeaient d'appliquer une politique monétaire souple adaptée à la situation, plutôt que de poursuivre un objectif de taux de change fixe.

Les administrateurs ont souscrit en général au durcissement de la politique monétaire que recommandaient les programmes en vue de faire cesser, puis d'inverser, la dépréciation excessive des taux de change qui s'était produite. Plusieurs ont souligné que, dans un premier temps, ces efforts n'avaient pas donné les résultats escomptés, à cause en partie des hésitations des autorités et du durcissement souvent inégal de la politique monétaire dans les pays en crise, et certains ont prétendu que la situation justifiait un durcissement plus fort et plus rapide. S'il a été élevé, le degré d'austérité monétaire enregistré par la suite était représentatif d'une situation de crise dans laquelle la prime de risque d'un pays est majorée par les forces du marché. La plupart des administrateurs ont jugé plus risquée la solution qui aurait consisté à maintenir les taux d'intérêt à un niveau bas et à laisser les monnaies se déprécier, car elle aurait probablement abouti non pas à une dépréciation temporaire mais à une spirale encore plus grave.

Si les rapports signalant un étranglement du crédit dans ces pays préoccupaient les administrateurs et si certains d'entre eux s'inquiétaient du tour trop rigoureux donné aux politiques monétaires, la plupart ont jugé inévitable que les emprunteurs rencontrent certaines difficultés dans une situation caractérisée par un surendettement des entreprises, ainsi que par d'importants engagements en devises non garantis. La plupart des administrateurs ont estimé en outre que c'était la distribution du crédit dans l'économie, et non son montant global, qui posait surtout problème, la principale leçon à tirer étant la nécessité de poursuivre résolument les réformes structurelles dans le secteur financier et celui des entreprises et de soutenir les institutions financières viables au milieu des crises bancaires. Les administrateurs se sont réjouis de ce que les taux d'intérêt étaient revenus (en décembre 1998) à des niveaux antérieurs à ceux de la crise en Corée et en Thaïlande et de ce que la situation du marché se stabilisait en Indonésie.

Politique budgétaire

D'après les administrateurs, la politique budgétaire avait joué dans les programmes un rôle tout à fait différent de celui qui avait été initialement envisagé. Dans un premier temps, un ajustement budgétaire limité avait été jugé nécessaire pour que le secteur privé ne supporte pas une fraction excessive de l'ajustement extérieur et pour que le financement du coût quasi budgétaire de la restructuration du secteur financier soit assuré. Cependant, compte tenu de la gravité inattendue de la récession et de la forte amélioration de la situation du solde courant dans les pays, les objectifs budgétaires initiaux des programmes leur ont paru trop rigoureux *a posteriori*.

Les administrateurs se sont félicités de l'adaptation des programmes, et en particulier de l'assouplissement

de la politique budgétaire en fonction de l'évolution de la situation, encore que certains estimaient que cet assouplissement aurait dû être plus rapide, car la gravité du ralentissement économique était devenue de plus en plus manifeste. En pratique, a-t-on fait observer, les pays avaient constaté qu'il était difficile de tirer pleinement parti de la possibilité que leur offraient les programmes révisés d'appliquer une politique budgétaire plus expansionniste, à cause des délais nécessaires pour mettre au point de nouveaux programmes de dépenses sociales, ainsi que de la difficulté de concilier une réorientation rapide de la politique budgétaire avec une gestion attentive de la qualité des dépenses publiques.

Réformes structurelles

La nature de la crise et la complémentarité à assurer entre les différentes réformes nécessitaient de mettre au point un ensemble complet de mesures structurelles. Ces réformes avaient été indispensables, et continuaient de l'être, pour s'attaquer aux causes profondes de la crise et préparer le terrain en vue d'une croissance à moyen terme susceptible de durer. Nombre d'administrateurs ont estimé que, dans chaque pays, le programme de réformes structurelles était essentiel pour rétablir la confiance sur une base durable, tout en reconnaissant les difficultés rencontrées pour essayer de modifier le sentiment du marché par des mesures souvent sensibles sur le plan politique et qui nécessitaient du temps pour être mises en application et prendre effet. Plusieurs administrateurs ont constaté avec inquiétude que les programmes avaient peut-être prévu trop de réformes. À leur avis, grâce à un meilleur enchaînement des mesures et à une définition plus rigoureuse des priorités, certaines réformes auraient pu être reportées à la seconde phase des programmes. Tous ont souligné cependant la nécessité de s'attaquer dès le début aux secteurs, notamment celui des banques et celui des entreprises, d'où la crise était fondamentalement partie. Étant donné l'envergure des réformes poursuivies, leur succès dépendait fondamentalement de la coopération avec d'autres institutions financières internationales, notamment la Banque mondiale et la Banque asiatique de développement. Les administrateurs ont soutenu la campagne continue menée pour intensifier cette coopération. En outre, notant les difficultés que soulève la recherche d'un consensus politique en faveur des réformes, surtout lorsque ces dernières se heurtent à de puissants intérêts acquis, ils ont fait ressortir l'importance des efforts que devait déployer le FMI pour s'assurer que les autorités soient attachées aux programmes et les fassent leurs.

Gestion des affaires publiques et dispositifs de protection

Les administrateurs ont souligné en outre l'importance que revêtaient la réforme de la gestion des affaires pu-

bliques et la multitude de questions touchant à la mise au point de mesures appropriées pour inciter les opérateurs privés à rationaliser leur comportement sur le marché, et à la nécessité de faire supporter les coûts, en cas d'échec, par les investisseurs privés. Ils ont estimé que les faiblesses dans ces domaines étaient la cause fondamentale de nombre des déficiences qui avaient été à l'origine de la crise. À leurs yeux, il était en outre fondamental d'améliorer la gestion des affaires publiques afin de promouvoir la réforme dans d'autres domaines (restructuration du secteur financier et de celui des entreprises, notamment), la concurrence, la libéralisation des échanges et les privatisations.

Les administrateurs ont jugé que la création de dispositifs de protection sociale, ou le renforcement de ceux existants, afin d'amortir les répercussions de la crise sur les pauvres constituait un volet essentiel des programmes; ils se sont félicités des améliorations apportées constamment au ciblage des dépenses sociales, ainsi que des efforts redoublés que la Banque mondiale déploie dans ce domaine.

Malgré les signes selon lesquels la situation du marché se stabilisait et la récession avait dépassé son point le plus bas (à l'époque des discussions de décembre 1998), les administrateurs ont tenu à faire savoir qu'il y avait toujours des risques et ont souligné que l'application résolue et rapide des réformes structurelles était capitale pour consolider les acquis et jeter les bases d'une croissance durable.

Résumé

Résumant les principales leçons à tirer des programmes appliqués en Indonésie, en Corée et en Thaïlande, les administrateurs ont fait ressortir l'importance des points suivants :

Prévention des crises

- Analyser régulièrement, dans le cadre de la surveillance du FMI, les régimes de change afin qu'ils restent constamment adaptés à l'évolution des fondamentaux.
- Communiquer au marché, sur une base continue, des informations financières exactes, complètes et claires sur les secteurs public et privé, de façon à réduire au minimum les risques de mauvaises surprises.
- Renforcer les régimes réglementaires et prudentiels dans tous les pays.
- Adapter les institutions et les règlements dans les pays créanciers de manière à déterminer plus adéquatement le coût des risques et à empêcher les comportements «moutonniers».
- Lancer des actions en vue de réduire le risque systémique qui va de pair avec les turbulences sur les marchés financiers, notamment en durcissant les formalités de publicité imposées à tous les investisseurs, y compris les institutions fortement endettées.

Conception et exécution des programmes

- Établir les programmes à partir de projections macroéconomiques qui tiennent pleinement compte des éventuelles répercussions régionales des crises et des effets de ces crises sous la forme d'une limitation de l'accès des pays au financement extérieur privé.
- Approfondir l'analyse des questions spécifiques que soulèvent dans les pays débiteurs les graves faiblesses des secteurs bancaire et financier dans un contexte de crise financière, y compris la fermeture de banques, les garanties générales accordées par l'État, l'aléa moral et le degré et la forme de la tolérance des autorités dans de telles situations.
- Encourager les autorités à prendre dès le début des mesures décisives pour montrer qu'elles font suffisamment leurs programmes dans lesquels elles assument un rôle de premier plan.
- Communiquer et expliquer au marché et au grand public, en coordination la plus étroite possible avec les autorités, le contenu intégral des programmes, tout en évitant de susciter des anticipations irréalistes.
- Adapter avec souplesse les programmes à l'évolution de la situation.
- S'entendre rapidement avec les autorités et les autres institutions financières internationales sur une stratégie complète et détaillée de réforme structurelle, notamment en ce qui concerne la restructuration du secteur financier et de celui des entreprises, en portant toute l'attention voulue aux délais d'application de ces mesures et à leur enchaînement.

Financement des programmes

- Favoriser une plus grande participation du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises financières.
- Approfondir la question du niveau approprié du financement officiel et accroître la crédibilité des programmes de financement officiel, notamment en précisant clairement les conditions de décaissement. Un certain nombre de ces points font à l'heure actuelle l'objet de travaux approfondis, en particulier dans le cadre des discussions sur l'architecture financière internationale et des directives du FMI sur la conditionnalité.

Russie et Brésil

Si la plupart des pays en transition ont réussi, au moins dans un premier temps, à échapper aux perturbations du marché, l'économie russe a été frappée dès le milieu de 1998. Cette crise a poussé les autorités, le 17 août 1998, à dévaluer le rouble et à restructurer unilatéralement la dette publique intérieure. La situation économique de la Russie, aggravée par la crise du marché et ses effets de contagion, en particulier sur les prix du pétrole et des autres produits de base, reflétait principalement les lacunes sérieuses et persistantes de la ré-

forme structurelle et des efforts de construction de nouvelles institutions, les dérapages répétés de l'ajustement et des réformes budgétaires et l'accumulation d'une dette publique à court terme excessive, notamment envers les investisseurs étrangers.

Les autorités russes ont réussi à réduire l'inflation au cours de la période se terminant en août 1998, en partie grâce au rattachement du rouble au dollar et à l'application d'une politique monétaire relativement rigoureuse au cours des deux ou trois années précédentes. Les pressions inflationnistes ont également été endiguées grâce à l'accumulation d'arriérés budgétaires et d'emprunts intérieurs (non bancaires) et extérieurs aux fins du financement des déficits budgétaires. Les problèmes financiers et structurels sous-jacents se sont reflétés par une importante fuite de capitaux (imputable aux résidents), alors même que la performance économique de la Russie paraissait relativement prometteuse. Dans ces circonstances, la hausse des investissements et l'accroissement des possibilités d'exportation n'ont pas suffi à compenser la dette extérieure croissante.

La chute rapide du coût des emprunts tant sur le marché intérieur des bons du Trésor que sur les marchés financiers internationaux — reflétant l'intérêt manifesté par les investisseurs internationaux pour les titres russes, compte tenu des politiques de taux de change et de taux d'intérêt de ce pays — est venue encore affaiblir la détermination du gouvernement à régler les problèmes sous-jacents de l'économie. Lorsque des mesures ont enfin été prises pour corriger les déséquilibres budgétaires, l'opinion des investisseurs étrangers avait déjà changé du tout au tout à cause de la crise asiatique, et une augmentation rapide des taux d'intérêt avaient déjà enclenché une montée en flèche de la dette publique russe. En raison d'une chute d'environ 20 % des recettes des exportations de pétrole et de gaz au cours des sept premiers mois de 1998 (comparativement à la période correspondante de 1997), le solde des transactions courantes est également devenu déficitaire pendant cette période.

Le 20 juillet 1998, le Conseil d'administration a approuvé une aide financière totalisant 8,5 milliards de DTS (11,2 milliards de dollars) pour lutter contre la crise en cherchant à prolonger le calendrier d'échéances de la dette publique et à intensifier la réforme structurelle. Ces financements comprenaient une augmentation de 6,3 milliards de DTS (8,3 milliards de dollars) du montant approuvé au titre du mécanisme élargi de crédit (MEDC) — dont 4,0 milliards de DTS devaient provenir de la facilité de réserve supplémentaire — pour appuyer le programme économique des autorités pour 1998, et 2,2 milliards de DTS au titre de la facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus (FFCI) afin de compenser la moins-value des recettes d'exportation. Le FMI a financé l'aide supplémentaire en faisant appel aux accords généraux

d'emprunt; c'était la première fois que les AGE étaient utilisés par un pays non participant.

Le programme prévoyait notamment un échange de dette (bons du Trésor russes contre euro-obligations libellées en dollars), un ajustement budgétaire majeur, des mesures pour régler le problème du défaut de paiement et promouvoir le développement du secteur privé, et un plan d'ensemble pour régler les problèmes du secteur bancaire. Dès le moment de son lancement, le programme dépendait pour réussir de l'approbation complète, par le Parlement, des mesures touchant les recettes et les dépenses, ainsi que de la réduction des taux d'intérêt par un retour de la confiance des investisseurs. Ces conditions n'ayant pas été réunies, le programme a échoué. De plus, la réaction des autorités face à cet échec — notamment la restructuration unilatérale de la dette — a encore aggravé le problème.

Au milieu d'août 1998, ayant perdu totalement la confiance des investisseurs et voyant les réserves internationales s'épuiser et les taux d'intérêt grimper en flèche, les autorités se sont trouvées incapables de défendre le taux de change fixe du rouble ou de refinancer la dette publique qui arrivait à échéance. Les conséquences de cette crise et de la dévaluation de fait qui a suivi, du moratoire imposé au remboursement de la dette extérieure du secteur privé et de la restructuration unilatérale de la dette publique en monnaie nationale ont été catastrophiques. Pendant les cinq derniers mois de 1998, les prix à la consommation ont augmenté de plus de 75 % et le rouble s'est déprécié d'environ 70 % par rapport au dollar. Sous l'effet des pressions financières très fortes qui s'exerçaient au cours de la période qui a mené à la crise et de la détérioration graduelle de la situation économique au cours de la période qui a suivi, sur l'ensemble de l'année 1998, le PIB a subi une chute d'environ 5 % et l'investissement réel a été réduit de près de 10 %, l'investissement étranger direct, qui était de 6,2 milliards de dollars en 1997, chutant à 2,5 milliards de dollars. Les perspectives budgétaires se sont également détériorées : les recettes du gouvernement fédéral sont tombées sous la barre des 10 % du PIB en 1998, tandis que le déficit atteignait 6 % du PIB. Pendant le premier trimestre de 1999, les autorités russes étaient toujours aux prises avec nombre de problèmes non résolus. La politique monétaire a toutefois été resserrée dans le courant de janvier et février 1999 lorsque la banque centrale a refusé d'accorder de nouveaux crédits au gouvernement, ce qui a contribué à stabiliser le taux de change et à ralentir l'inflation pendant cette période.

Pendant quelques mois, les services du FMI et les autorités russes ont poursuivi leur dialogue — par des contacts directs aux plus hauts niveaux — sur les problèmes économiques de la Russie. À la fin de l'année financière, l'économie montrait des signes de rétablissement par rapport au creux atteint en septembre 1998,

et l'inflation mensuelle avait diminué. Cependant, le solde de la dette et, par le fait même, le solde budgétaire, n'étaient toujours pas viables. Le Comité intérimaire, à sa réunion d'avril 1999, a insisté sur le fait que malgré les améliorations récentes constatées, il convenait toujours de prendre des mesures vigoureuses pour attaquer la source de la crise russe, et notamment les déséquilibres budgétaires persistants, les rigidités structurelles et les faiblesses du secteur financier. Peu après la réunion du Comité intérimaire de la fin avril, le FMI a annoncé la conclusion d'une entente provisoire portant sur un nouveau programme qui pourrait être soutenu par un accord de confirmation de 3,3 milliards de DTS (4,5 milliards de dollars). Ce programme devait être soumis à l'approbation du Conseil d'administration, après la mise en oeuvre d'un certain nombre de mesures, et à condition qu'un accord soit également conclu entre la Russie et la Banque mondiale sur un vaste programme de réformes structurelles.

Le Brésil, où la première vague de contagion de la crise des marchés émergents a atteint son apogée en octobre 1997, a lui aussi constitué un des pôles de la crise financière mondiale. Les pouvoirs publics ont réagi promptement et ont réussi à endiguer les sorties de capitaux en renforçant la politique monétaire et en annonçant un ensemble de mesures budgétaires rigoureuses, promettant des hausses d'impôt devant rapporter l'équivalent de 2½ % du PIB et des réductions des dépenses publiques. Toutefois, les mesures budgétaires ont dérapé et les marchés financiers ont recommencé à craindre pour la viabilité de la situation budgétaire du pays. C'est ainsi que le Brésil a été durement touché par la contagion de la crise russe en août 1998, lorsque les investisseurs internationaux ont réévalué leur exposition aux risques des marchés émergents. L'écart entre les divers taux d'intérêt a augmenté soudainement et les flux de capitaux vers les marchés émergents se sont quasiment taris.

Pour arrêter l'hémorragie des réserves de devises qui avait coûté au Brésil 2,8 milliards de dollars en août 1998 et 21,5 milliards de dollars en septembre, les autorités brésiliennes ont majoré les taux d'intérêt officiels à près de 43 % et annoncé diverses mesures budgétaires. Même si elles ont allégé les pressions sur le real, ces mesures ont été insuffisantes et les autorités ont entamé des discussions avec les services du FMI en vue d'un programme d'ajustement qui pourrait bénéficier d'une aide financière de la communauté internationale.

Le montage financier international élaboré sous la direction du FMI et annoncé en novembre 1998 comportait des engagements pour le soutien de la balance des paiements totalisant 41,5 milliards de dollars, le FMI fournissant un accord de confirmation de trois ans pour l'équivalent de 13 milliards de DTS (18,1 milliards de dollars). Comme les déséquilibres du secteur public étaient au coeur du problème, le soutien du

FMI a été lié à un ensemble de mesures visant à produire d'importants excédents primaires — de l'ordre de 2½ à 3 % du PIB — pour stopper la hausse du ratio dette publique/PIB d'ici à l'an 2000. Pour les deux tiers environ, l'amélioration des finances publiques devait provenir de l'accroissement des recettes.

Au début, les pressions financières se sont atténuées, mais l'effet n'a été que de courte durée, car en décembre 1998, les autorités brésiliennes se sont heurtées à une forte opposition du Congrès aux nécessaires réformes de la sécurité sociale. En outre, on craignait que la politique monétaire ne soit pas suffisamment restrictive pour stopper les sorties de capitaux. Au début de janvier 1999, lorsque l'État de Minas Gerais a annoncé qu'il cherchait à renégocier les conditions de remboursement de sa dette avec le gouvernement fédéral, la confiance des marchés dans le plan brésilien de stabilisation budgétaire s'est encore émue et l'écart entre les taux d'intérêt a recommencé à s'élargir. Lorsqu'un certain nombre d'autres États brésiliens ont imité le Minas Gerais, les sorties nettes de capitaux se sont intensifiées pour atteindre 1,2 milliard de dollars le 12 janvier. Ces événements ont conduit les autorités d'abord à élargir la bande de fluctuation du real le 13 janvier et, constatant que cette mesure n'avait pas endigué les sorties de capitaux, à autoriser le flottement de la monnaie deux jours plus tard. Le real a d'abord subi une dévaluation de plus de 40 % par rapport au dollar, et il est resté sous pression jusqu'au début de mars.

Une fois contraint d'abandonner son régime de parité ajustable, le Brésil avait pour principal défi de s'attaquer aux déséquilibres du secteur public. Le Plan real avait réussi à réduire l'inflation entre 1994 et 1998, mais pas à contenir le déficit budgétaire. Ce dernier, estimé à 8 % du PIB en 1998, a également contribué à gonfler le déficit du compte des transactions courantes à 4½ % du PIB en 1998. La combinaison de ces deux déficits de plus en plus considérables et la structure de la dette publique — qui rendait les finances publiques très sensibles aux changements des taux d'intérêt à court terme et du taux de change — ont rendu le Brésil vulnérable aux revirements des investisseurs. Le double déficit a finalement aussi amené les marchés financiers à douter de la viabilité de la parité ajustable.

Le programme économique soutenu par le FMI a été révisé à la suite de la dévaluation du real à la mi-janvier 1999. L'assainissement des finances publiques et l'ancrage du système non plus sur le taux de change mais sur un objectif d'inflation en constituaient les deux piliers. Les autorités ont rehaussé les objectifs de réforme structurelle du programme original dans des domaines comme la sécurité sociale, la réforme de la fonction publique, la politique fiscale, les procédures budgétaires et la transparence financière, et ont en outre lancé un important programme de privatisation (voir chapitre 7). Les pouvoirs publics se sont en outre

engagés à atténuer les incidences du déclin de l'activité économique sur les éléments les plus pauvres et les plus vulnérables de la société en soustrayant certains programmes sociaux bien ciblés aux effets des compressions budgétaires.

Le 30 mars 1999, le Conseil d'administration a approuvé l'achèvement des première et deuxième revues au titre de l'accord de confirmation, à l'appui du programme économique révisé. Cette approbation permettait au Brésil d'avoir accès à une somme supplémentaire de 3,6 milliards de DTS (4,9 milliards de dollars), portant le total de ses emprunts au FMI en vertu de ce programme à 7,1 milliards de DTS (9,6 milliards de dollars). On s'attendait en outre à ce que les autorités

brésiliennes obtiennent 4,9 milliards de dollars de la Banque des règlements internationaux (BRI) ainsi qu'un prêt du Japon. Les perspectives de financement extérieur s'étaient encore améliorées par suite de décaissements récents ou anticipés réalisés en vertu de programmes spéciaux de la Banque mondiale et de la Banque inter-américaine de développement, ainsi que la promesse des principaux créanciers privés bancaires du Brésil de maintenir leurs engagements vis-à-vis du Brésil.

Dans son communiqué d'avril 1999, le Comité intermédiaire exprimait son appui au programme économique révisé des autorités brésiliennes en insistant sur l'importance de sa mise en oeuvre intégrale et de l'appui de la communauté financière privée.



Renforcement de l'architecture du système financier international

Les crises financières qui ont frappé les économies de marché émergentes d'Asie, puis la Russie et le Brésil, ont donné une vigoureuse impulsion aux propositions visant à renforcer l'architecture du système financier international afin de permettre à tous les pays membres de tirer parti des avantages potentiels de la mondialisation. Ces propositions ont été l'un des thèmes de réflexion majeurs du Conseil d'administration en 1998/99. Un consensus s'est clairement établi, tant au FMI que dans la communauté financière internationale, en faveur d'un renforcement du système financier mondial destiné à réduire les risques que présentent les faiblesses institutionnelles et la forte instabilité des flux de capitaux et à aider les pays qui n'ont pas encore bénéficié de la mondialisation à accéder aux marchés de capitaux.

Pour la période qui a précédé la réunion du Comité intérimaire du printemps 1999, le Conseil s'était fixé un ambitieux programme de travail comprenant l'examen de divers aspects du renforcement de l'architecture du système financier international; parallèlement, d'autres institutions et instances menaient activement une réflexion sur certains de ces aspects. Dès la fin avril 1999, un large accord était intervenu sur plusieurs points clés du renforcement de l'architecture et des réformes importantes avaient été engagées dans plusieurs pays. Pour sa part, le Fonds monétaire international a pris des mesures sur plusieurs plans. Il a considérablement accru la transparence de ses politiques et activités, approuvé une décision sur les lignes de crédit préventives afin de protéger les économies bien gérées des effets de contagion par les marchés de capitaux et contribué à l'établissement de codes de bonnes pratiques dans des domaines clés. Cependant, comme l'a noté le Comité intérimaire dans son communiqué d'avril 1999, certaines questions doivent être approfondies et plusieurs des propositions formulées restent à réaliser.

Plusieurs réformes, qui suscitent un large consensus dans la communauté internationale, ne pourront être menées à bien sans la participation de nombreux acteurs. Elles ont pour objet :

- de promouvoir la transparence et la responsabilité, de définir et de diffuser des normes et des codes de

bonnes pratiques reconnus au plan international, et notamment de renforcer la norme spéciale de diffusion des données (NSDD), en ce qui concerne plus précisément les réserves internationales et la dette extérieure;

- de renforcer les systèmes financiers, notamment par une meilleure surveillance des marchés de capitaux;
- de veiller davantage à la libéralisation ordonnée des marchés de capitaux;
- d'associer de plus près le secteur privé à la prévention et à la résolution des crises;
- de veiller à la pertinence des régimes de change;
- de s'assurer que les ressources du FMI sont adéquates.

S'agissant des normes internationales, les administrateurs ont fait observer que, si le secteur privé a un grand rôle à jouer en encourageant l'adoption de normes, le secteur officiel pourrait contribuer à accroître les raisons d'adopter des normes et à centrer les efforts sur l'amélioration de la transparence. La plupart des administrateurs ont estimé qu'il pourrait être utile à cet effet de surveiller dans une certaine mesure le respect des normes et plusieurs administrateurs ont mentionné le rôle que le marché pourrait jouer lui aussi dans l'évaluation de l'application des normes.

Les membres du Conseil ont aussi été d'avis que tous les aspects d'une architecture renforcée sont imbriqués. Il s'agit notamment du respect de normes et principes internationalement reconnus, du choix du régime de change et du renforcement des systèmes de contrôle, de l'amélioration des données, d'une plus grande transparence des politiques nationales et de leur évaluation par le FMI, ainsi que du renforcement des systèmes financiers. Tous ces points sont aussi partie intégrante d'une libéralisation ordonnée des mouvements de capitaux, de la réduction de l'instabilité des flux de capitaux privés et du renforcement des systèmes financiers. En outre, le secteur privé, les autorités nationales et les institutions et instances internationales doivent tous collaborer à cette entreprise. Les autorités nationales doivent s'assurer que les normes sont établies et respectées, que les organismes chargés du contrôle et de la réglementation sont renforcés et que les vulnérabilités sont réduites au mini-

mun grâce à une meilleure gestion macroéconomique et financière. En même temps, les institutions et sociétés financières privées doivent respecter les nouvelles normes qui sont établies, et le FMI et d'autres institutions et instances internationales veiller à ce que leurs efforts soient complémentaires et efficaces.

Le renforcement des politiques sociales contribue à celui de l'architecture financière internationale. Les pays doivent être mieux en mesure de supporter l'impact des changements qui se produisent inévitablement dans une économie de marché dynamique ainsi que d'atténuer certaines difficultés et de maximiser les avantages d'un système financier mondial et intégré. Le FMI a collaboré étroitement avec d'autres institutions en vue d'inclure des filets de protection sociale dans des programmes récents d'Asie. Cependant, la communauté internationale doit faire davantage, et doit notamment établir des codes de bonnes pratiques sociales, domaine dans lequel la Banque mondiale joue un rôle directeur⁶, et des filets de protection sociale avant qu'une crise éclate.

Le consensus dégagé et les progrès accomplis en ce qui concerne les principaux aspects du renforcement de l'architecture financière internationale jusqu'à la fin avril 1999 sont exposés dans le présent chapitre⁷.

Transparence, normes et surveillance

Une plus grande transparence de la politique économique est l'un des aspects importants du renforcement de l'architecture financière internationale, car une transparence accrue aide les pays membres et les institutions internationales à améliorer leur processus décisionnel et leurs résultats économiques. Le FMI a un double rôle à jouer à cet égard : encourager les pays membres à plus de transparence et faire preuve de plus d'ouverture dans ses politiques et dans les conseils qu'il leur fournit, sans pour autant sacrifier le légitime besoin de confidentialité et de franchise en ce qui concerne les entretiens des services du FMI avec les autorités nationales. La transparence suppose aussi une ouverture accrue du secteur privé, car de nombreuses normes (par exemple dans le domaine de la comptabilité, de la vérification des comptes, des faillites, du gouvernement d'entreprise, de la réglementation des marchés de valeurs mobilières, etc.) sont appliquées en fin de compte au niveau des entreprises. Des points d'interrogation subsistent — on citera les places financières offshore et le niveau voulu de publicité financière et de réglemen-

tation dans le cas des institutions à fort levier financier — mais des progrès ont été accomplis sur un certain nombre de fronts.

Efforts visant à renforcer la transparence et la responsabilité du FMI et des pays membres

Au cours des deux dernières années, le Conseil d'administration a adopté une série de mesures pour améliorer la transparence des activités du FMI et des politiques des pays membres. Ces mesures visaient :

- la définition d'une politique de diffusion des notes d'information au public (NIP) à la suite de l'examen par le Conseil d'administration des rapports de consultations au titre de l'article IV⁸. Les pays membres sont vivement encouragés à accepter la diffusion de ces notes, et elles ont été rendues publiques dans plus de 70 % des cas au cours de l'exercice 1998/99;
 - la publication de documents relatifs à l'Initiative en faveur des pays pauvres très endettés, l'appel à des commentaires publics sur l'Initiative, ainsi que sur les conclusions des évaluations internes et externes de la facilité d'ajustement structurel renforcée du FMI. L'évaluation préliminaire par le FMI des programmes qu'il soutient en Asie a elle aussi été rendue publique;
 - l'évaluation externe des activités de surveillance et d'études économiques du FMI — les rapports d'évaluation devraient être achevés d'ici à l'été 1999 et rendus publics par la suite;
 - la publication régulière par le FMI, sur son site Internet, de données relatives à sa position de liquidité et aux comptes des pays membres dans ses livres.
- En mars et avril 1999, le Conseil d'administration a pris des décisions supplémentaires pour renforcer la transparence. Elles ont notamment pour effet de :
- poser en principe que les pays divulguent leurs lettres d'intention, mémorandums de politiques économiques et financières et documents-cadres de politique économique qui forment la base des programmes soutenus par le FMI⁹;

⁸Les notes d'information au public (NIP) sont diffusées, 1) à la demande du pays membre, à l'issue des consultations au titre de l'article IV, s'il veut porter le point de vue du FMI à la connaissance du public; ou 2) sur décision du Conseil, à la suite de l'examen de questions de politique générale.

⁹Les lettres d'intention et les mémorandums de politiques économiques et financières sont préparés par le pays membre. Ils exposent les politiques que le pays entend mener et pour lesquelles il demande le concours financier du FMI. Les documents-cadres de politiques économique et financières sont préparés par le pays membre en collaboration avec les services du FMI et de la Banque mondiale. Ces documents, qui sont mis à jour chaque année, décrivent les objectifs économiques et les politiques macroéconomiques et structurelles qui forment les programmes d'ajustement triennaux bénéficiant du soutien de la FASR, ainsi que les besoins de financement extérieur y afférents et les principales sources de financement.

⁶Banque mondiale, *Politiques sociales : principes et bonnes pratiques. Note préliminaire pour examen par le Comité du développement*, 14 avril 1999, DC/99-4 (Washington, 1999).

⁷Le document intitulé «A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System», consultable sur le site Internet du FMI (<http://www.imf.org>) fait le point sur les principaux aspects du renforcement de l'architecture financière internationale.

- rendre public le résumé par le Président des principales observations formulées par les administrateurs lors du débat sur l'utilisation des ressources du FMI par un pays;
- définir un programme pilote prenant fin le 4 octobre 2000 pour la divulgation volontaire par les pays membres de rapports des services du FMI au titre de l'article IV (y compris de rapports portant aussi sur l'utilisation des ressources du FMI);
- établir une politique systématique de diffusion des NIP à la suite de l'examen par le Conseil d'administration de questions de politique générale;
- élargir l'accès du public aux archives du FMI, notamment en abaissant les délais d'ouverture des archives de trente ans à cinq ans pour les documents du Conseil d'administration et à vingt ans pour les autres documents.

En ce qui concerne les étapes suivantes, le Conseil d'administration se propose de :

- faire le point sur le programme pilote de divulgation des rapports de consultations au titre de l'article IV et sur la politique relative à l'accès aux archives du FMI, dans des délais de dix-huit mois et de deux ans, respectivement; de réexaminer dans six mois la question de la diffusion des NIP et des rapports des services du FMI sur l'utilisation des ressources de l'institution;
- continuer de dresser le bilan des programmes appuyés par le FMI et de sa mission de surveillance;
- faire le point sur le processus d'évaluation externe de la FASR et des activités de surveillance et d'études économiques du FMI en vue d'examiner des propositions sur les activités futures et les modalités de l'évaluation externe vers la fin de l'année civile 1999.

Préparation de normes à l'intention des pays membres

Considérant qu'il s'agit d'un moyen important de renforcer le système financier international, le FMI cherche à promouvoir la définition, la diffusion et l'adoption de normes ou de codes de pratiques reconnus au plan international qui régiraient les activités économiques, financières et commerciales. Au cours de l'exercice 1998/99, il a beaucoup progressé sur la voie de la définition et de la mise au point de normes volontaires dans des domaines relevant directement de ses opérations (diffusion de données; transparence des politiques budgétaires, monétaires et financières; et, en concertation avec d'autres institutions, contrôle bancaire) :

- *La norme spéciale de diffusion des données (NSDD)* — norme de bonnes pratiques en matière de diffusion des données économiques et financières des pays membres qui ont accès ou cherchent à accéder aux marchés de capitaux internationaux — a été renforcée notamment en ce qui concerne les réserves internationales, l'endettement extérieur et les moyens

de contrôler son application (voir encadré 2). Fin avril 1999, 47 pays avaient souscrit à la NSDD;

- la préparation du *système général de diffusion des données (SGDD)*, destiné aux pays qui ne sont pas en mesure de souscrire à la NSDD, se poursuivra;
- un manuel de transparence budgétaire ayant pour objet d'aider les pays membres à respecter le *Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques — Déclaration de principe* a été approuvé. Le Code, le Manuel, le questionnaire et le rapport d'auto-évaluation sont disponibles sur le site Internet du FMI. En outre, une boîte aux lettres électronique spéciale a été créée à l'intention des autorités nationales ayant besoin d'aide pour évaluer la transparence de leur gestion budgétaire et préparer son amélioration;
- le projet de *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaires et financières* est bien avancé. Le FMI travaille à ce projet avec la BRI, des banques centrales représentatives, d'autres organismes de réglementation et de contrôle financier, la Banque mondiale, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et des membres de l'enseignement supérieur. À la suite de son examen par le Conseil d'administration en avril 1999, le projet de code a été placé sur le site Internet du FMI pour consultation;
- en ce qui concerne le contrôle bancaire, un projet de manuel d'évaluation de l'application des *Principes fondamentaux de Bâle* a été préparé par un groupe de travail, où sont représentés le FMI et la Banque mondiale, et sera examiné prochainement par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (ci-après appelé le Comité de Bâle).

Les étapes suivantes prévues pour la définition et de la mise au point des normes, sont les suivantes :

- s'agissant de la NSDD, affiner les propositions pour la période transitoire concernant le respect des nouvelles spécifications relatives à la dette extérieure, après de nouvelles consultations avec les pays, les utilisateurs et d'autres organisations internationales; étudier l'inclusion d'indicateurs macroprudentiels dans la NSDD; appliquer les méthodes de suivi adoptées; et réexaminer les modalités (périodicité et délais de diffusion) prescrites pour les données sur les réserves, dans le cadre de la prochaine revue de la NSDD, vers la fin de 1999;
- tous les pays sont encouragés à évaluer la transparence de leurs finances publiques. Lorsqu'un manque de transparence nuit à la formulation et à l'application des mesures, les autorités nationales sont invitées à recenser les faiblesses et à améliorer les pratiques, une assistance technique leur étant fournie au besoin;
- la préparation du *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaires et financières*

Encadré 2

Renforcement de la NSDD et amélioration de l'accès aux données sur la dette

Le FMI a annoncé le 26 mars 1999 que son Conseil d'administration avait décidé de renforcer la NSDD créée en 1996. Les principales décisions prévoient :

- Le renforcement des dispositions relatives aux réserves internationales, y compris la diffusion d'informations détaillées sur les avoirs de réserve et des informations sur les obligations liées aux réserves et autres facteurs potentiels de ponctions sur les réserves. Le Conseil a prescrit la diffusion mensuelle des données complètes correspondant au nouveau modèle pour les réserves, avec un décalage ne dépassant pas un mois; la diffusion des données relatives à l'ensemble des avoirs de réserve resterait prescrite sur une base mensuelle, avec un décalage ne dépassant pas une semaine. La diffusion hebdomadaire des données correspondant au modèle intégral, avec un décalage d'une semaine, sera encouragée.
- L'institution d'une catégorie réservée à la dette extérieure, les données pouvant être désagrégées sur une base trimestrielle par secteur et par échéance; la période de transition sera déterminée après plus ample consultation des pays, des utilisateurs et des organisations internationales.
- Une période transitoire de trois ans sera prévue pour la diffusion

des données sur la position extérieure globale.

- Un suivi par les services du FMI, qui s'assureront que les pays ayant souscrit à la NSDD respectent ses dispositions clés relatives aux caractéristiques des données (champ d'application, périodicité et délais de diffusion) et à l'annonce des calendriers de divulgation, avec indication précise des dates auxquelles les données fondamentales seront divulguées;
- La mise en place obligatoire, d'ici à la fin de 1999, d'hyperliens entre le tableau d'affichage des normes de diffusion des données (TAND) et les pages de données récapitulatives nationales sur Internet, de manière à faciliter le suivi et à mieux répondre aux besoins des utilisateurs.
- La certification trimestrielle par les souscripteurs de l'exactitude des métadonnées inscrites au TAND.

L'équipe spéciale interinstitutions chargée des statistiques financières, qui est présidée par le FMI, a établi une présentation commune des statistiques de la dette extérieure de la BRI, de l'OCDE, de la Banque mondiale et du FMI, dans le but de répondre au besoin général de données plus complètes, plus actuelles et plus accessibles, surtout en ce qui concerne la dette à court terme. Cette présentation est désormais accessible sur les sites Internet externes de ces organisations.

se poursuivra et il est prévu qu'une version révisée sera soumise à l'approbation du Comité intérimaire lors de l'Assemblée annuelle de 1999. Un document de travail contenant des exemples de bonnes pratiques sera établi pour aider les pays membres qui cherchent à accroître la transparence de leurs politiques monétaires et financières.

Le rôle des normes dans la surveillance par le FMI

Après avoir examiné en juillet 1998 les normes et la mission de surveillance du FMI, le Conseil d'administration a repris l'examen du rôle du FMI à l'égard des normes. Un consensus se dégageait parmi les administrateurs fin avril 1999 sur un certain nombre de points essentiels :

- les normes relatives au fonctionnement des systèmes financiers intérieurs et international recouvrent une variété de domaines, dont la diffusion des données, la transparence des politiques budgétaires, monétaires et financières, la réglementation et le contrôle bancaires, la réglementation des valeurs mobilières et des assurances, la comptabilité et l'audit, les faillites et le gouvernement d'entreprise;
- le secteur officiel peut renforcer les incitations à adopter les normes — notamment en contrôlant d'une manière ou d'une autre dans quelle mesure les pays les respectent — et en aidant à concentrer les efforts sur l'accroissement de la transparence;
- le contrôle du respect des normes doit peut-être aller au-delà de la divulgation de certaines normes pour porter aussi, dans la mesure du possible, sur la substance de la politique du pays membre par rapport à la norme;
- il convient de veiller à ce que la méthode de contrôle ne compromette pas la confidentialité des rapports du FMI avec les pays membre qu'il conseille.

Les questions et les modalités pratiques relatives à la préparation des «rapports de transparence» — qui indiquent dans quelle mesure un pays respecte des normes d'information reconnues au plan international — recommandés par les Groupes des Vingt-Deux et des Sept sont complexes. Pour mettre en relief les aspects concrets du contrôle du respect des normes, les services du FMI ont préparé une première série d'études de cas expérimentales portant sur les pratiques de transparence de certains pays membres; ces études ont été rendues publiques¹⁰. Étant donné la complexité de ces questions, les administrateurs sont convenus qu'une

se poursuivra et il est prévu qu'une version révisée sera soumise à l'approbation du Comité intérimaire lors de l'Assemblée annuelle de 1999. Un document de travail contenant des exemples de bonnes pratiques sera établi pour aider les pays membres qui cherchent à accroître la transparence de leurs politiques monétaires et financières.

Après avoir examiné en juillet 1998 les normes et la mission de surveillance du FMI, le Conseil d'administration a repris l'examen du rôle du FMI à l'égard des normes. Un consensus se dégageait parmi les administrateurs fin avril 1999 sur un certain nombre de points essentiels :

¹⁰Les services du FMI ont réalisé et publié deux études de cas expérimentales assimilables à des «rapports de transparence» et consacrées à l'Argentine et au Royaume-Uni, et ils ont participé à la préparation d'une troisième étude (relative à l'Australie). Ces documents peuvent être consultés sur le site Internet du FMI, dont les visiteurs sont invités à formuler leurs commentaires sur ce sujet.

deuxième série d'études de cas — portant sur un éventail plus large de pays, y compris des pays où l'application des normes est moins avancée — s'impose pour accroître le rôle du FMI dans ce domaine et disposer ainsi de propositions concrètes au moment de l'Assemblée annuelle de 1999.

Il convient de poursuivre l'examen de quelques points :

- Le rôle du FMI dans le contrôle du respect des normes internationales régissant les domaines qui relèvent directement de ses activités ou les domaines essentiels. Le FMI dispose d'un savoir-faire qui lui permet d'évaluer l'observation des normes internationales par les pays dans quatre domaines essentiels — diffusion des données, transparence des finances publiques, transparence des politiques monétaires et financières, et, de concert avec d'autres organisations, contrôle bancaire.
- L'intervention du FMI dans les normes régissant des domaines qui ne relèvent pas directement de ses activités, ni de son domaine de compétence (domaines non essentiels). Ces autres normes — comptabilité, audit, faillites, gestion d'entreprises, réglementation des assurances et des valeurs mobilières — sont importantes aussi pour le bon fonctionnement des systèmes financiers. Les organismes chargés de l'établissement des normes dans certains de ces domaines non essentiels ne sont probablement pas à même de déterminer de manière indépendante le respect des normes qu'ils ont mises au point. Pour le suivi des domaines non essentiels, d'autres organisations financières internationales ou groupes d'organisations devraient procéder à des évaluations systématiques ou généralisées de ces normes¹¹.
- L'utilisation du savoir-faire d'autres organisations dans des domaines particuliers et l'exploitation efficace de ces connaissances dans les activités de surveillance du FMI, afin de mieux recenser les vulnérabilités.

Renforcement des systèmes financiers

Le renforcement des systèmes financiers est un élément essentiel de la nouvelle architecture. En conséquence, le FMI, la Banque mondiale, le Comité de Bâle, d'autres grands organes internationaux et les autorités de contrôle du secteur financier de diverses régions ont redoublé d'efforts pour définir et diffuser des bonnes pratiques et des principes internationaux devant servir de base à des systèmes financiers solides. Les principales mesures prises récemment sont :

- L'examen par de nombreux *organismes nationaux de contrôle et de réglementation financières* de leurs procédures actuelles, en vue de renforcer le contrôle du secteur financier à la lumière d'événements récents, notamment en ce qui concerne les institutions à fort levier financier.
- L'examen par le *Comité de Bâle* des lacunes des travaux existants, en ce qui concerne notamment les données, l'attitude à l'égard des banques faibles, les filets de protection, l'agrément bancaire, la bonne administration et les questions d'ordre juridique et judiciaire; la création d'un groupe spécial de travail, avec la participation du FMI et de la Banque mondiale, chargé d'examiner l'Accord de 1988 sur les fonds propres, qui définit le montant des provisions que les banques internationales doivent constituer par catégorie de prêt; et la publication par le Comité de Bâle de rapports sur les normes régissant les relations entre les banques et les institutions à fort levier financier.
- La mise en place du *Forum pour la stabilité financière*, en vue de renforcer la coopération entre les organisations internationales, les organes de réglementation et les groupes d'experts chargés de la réglementation et de la supervision financières et de suivre en permanence les facteurs de vulnérabilité. Le *Forum* a établi trois groupes de travail spécialisés dans les domaines suivants : institutions à fort levier financier, places financières offshores et problèmes que pourraient connaître les pays du fait des flux de capitaux courts.
- Des mesures prises par le *FMI* et la *Banque mondiale* pour assurer une collaboration efficace, en particulier dans le secteur financier (voir encadré 3).
- L'achèvement par le *Comité international des normes comptables* de la préparation d'une série de normes comptables internationales qui pourraient être adoptées pour les cotations en bourse à l'étranger.
- Les progrès accomplis par l'*OCDE* dans la mise au point des principes du gouvernement d'entreprise.

Outre l'établissement de normes et de bonnes pratiques, l'effort doit aussi viser à garantir l'efficacité et l'efficacité du cadre juridique des systèmes financiers. À cet effet, plusieurs pays ont pris des mesures opportunes pour améliorer leur législation et leurs procédures en matière de faillite, mais cet effort doit être poursuivi et élargi. Dans ce contexte, les services du FMI ont préparé un rapport sur des procédures ordonnées et effectives d'insolvabilité, qui identifie et examine les principales questions que posent à tous les pays la conception et l'applicabilité de telles procédures. De son côté, la Banque mondiale se propose de définir à l'intention des pays en développement des directives pour la mise en place de régimes efficaces d'insolvabilité. En outre, la Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI) — qui a proposé une

¹¹La Banque mondiale met au point des systèmes pour aider les pays à évaluer les facteurs structurels de vulnérabilité, renforcer leurs institutions et accroître leurs capacités de gestion (*Renforcer les fondements de l'économie de marché : meilleures pratiques, normes et principes internationaux, et rôle de la Banque mondiale*, 22 avril 1999, DC/99-10, Washington, 1999).

Encadré 3

Renforcement de la collaboration entre le FMI et la Banque mondiale

Il est important pour le renforcement des systèmes financiers que la collaboration entre le FMI et la Banque mondiale soit plus efficace. C'est à cette fin que le *Comité de liaison du secteur financier* a été créé en septembre 1998. L'objectif de cette coopération est d'assurer que les deux institutions donnent aux pays en temps opportun des conseils avisés et de haute qualité, et que les compétences des experts des deux institutions sont employées de manière optimale.

Le Comité :

- a entrepris d'améliorer la coordination des programmes de travail des deux institutions, a défini des directives et des méthodes de partage des

informations et a incorporé dans le programme de travail des normes et bonnes pratiques acceptées au niveau international;

- a accepté, en principe, de coordonner un programme conjoint de suivi et d'évaluation du secteur financier, en vue de mieux évaluer les points forts et les faiblesses des systèmes financiers des pays membres.

Le Comité entend approfondir la proposition de collaboration sous la forme «d'évaluations conjointes de la stabilité financière» qui feraient appel aux ressources des deux institutions et s'inscriraient dans leurs programmes de travail respectifs.

loi-modèle sur l'insolvabilité extraterritoriale et a contribué au rapport du FMI — s'est montrée très intéressée par une collaboration avec le FMI et la Banque mondiale sur ce plan. Dans son communiqué d'avril 1999, le Comité intérimaire a noté avec satisfaction les travaux menés par le FMI dans le domaine du droit des faillites et l'a appelé à poursuivre sa collaboration avec la Banque mondiale, la CNUDCI et les autres institutions compétentes pour établir un système efficace de réglementation des faillites. Tout en notant que les nouvelles normes ont un caractère volontaire, le Comité a encouragé les pays à les adopter au fur et à mesure qu'elles seront établies.

Questions relatives aux mouvements de capitaux

Les avis concordent largement sur le fait que l'intégration financière, et notamment la libéralisation des mouvements de capitaux, comporte de nombreux avantages. Mais, cette libéralisation n'est pas sans risques et elle doit être menée avec prudence. En 1998/99, le Conseil a discuté à deux reprises¹² de la libéralisation des mouvements de capitaux, la deuxième séance de travail sur ce sujet (mars 1999) étant consacrée à faire le bilan des mesures de contrôle utilisées par certains pays membres et des résultats observés lors de l'abolition de ces dispositions. Le Conseil a estimé que :

- la libéralisation des mouvements de capitaux doit être pleinement soutenue par un cadre macroéconomique homogène, en ce qui concerne notamment la politique monétaire et la politique de change, et par un dispositif institutionnel propre à permettre aux intermédiaires financiers et aux autres intervenants sur les marchés de mieux gérer les risques et de mieux soutenir ces deux politiques.
- en dépit de ce principe général, les pays ont eu des pratiques très diverses pour ce qui est du rythme et de l'ordre de priorité des mesures de libéralisation. Les avis des administrateurs divergent aussi quant à l'utilité et à l'efficacité du contrôle des mouvements de capitaux.

Le bilan des crises des dernières années a fait ressortir que, dans bien des cas, une libéralisation mal encadrée et dont l'ordre de priorité laisse à désirer ainsi que des politiques monétaire et cambiaire peu cohérentes ont entraîné l'accumulation de déséquilibres qui a précédé la crise des marchés émergents. Du fait de l'endettement à court terme excessif et du recours intense à l'effet de levier du secteur bancaire et des entreprises, les économies étaient mal armées pour résister aux chocs extérieurs et à une baisse de la confiance. En outre, cette vulnérabilité a été accentuée par une mauvaise évaluation des risques et par le comportement grégaire des investisseurs.

Il ressort également du bilan de la crise que, lorsque les remous financiers ont commencé et surtout lorsqu'ils se sont intensifiés après la défaillance de la Russie en août 1998, des pays dont les politiques semblaient adéquates n'en ont pas moins souffert de la grande instabilité des marchés de capitaux. Des pays qui menaient des politiques monétaire et cambiaire cohérentes et soutenaient la libéralisation par des réformes du secteur financier ont pu mieux faire face aux entrées, puis aux sorties, de capitaux.

Tout en appuyant la poursuite de la libéralisation des mouvements de capitaux, les administrateurs se sont demandé, lors de leur réunion de mars 1999, dans quelle mesure leur réglementation peut être utile et efficace, et ils ont estimé qu'une distinction s'imposait entre le contrôle des entrées et celui des sorties.

La plupart des administrateurs ont conclu que la réintroduction du contrôle des sorties de capitaux n'était pas un instrument efficace durant une crise. Pour être efficace, même temporairement, le dispositif de contrôle doit être vaste et strict; or, plus il est vaste et strict, plus il risque d'entraver les transactions commer-

¹²Le document examiné à cette réunion, intitulé *Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects*, a été publié dans la série des Études spéciales du FMI (n° 172); il est le fruit du travail d'une équipe des services du FMI dirigée par Barry Eichengreen et Michael Mussa.

ciales et le service de la dette, donc de décourager les opérations de refinancement de la dette et les nouvelles entrées de capitaux. Aussi considère-t-on en général que la réglementation des sorties de capitaux risque d'aggraver la sévérité de l'ajustement extérieur et d'avoir des conséquences dommageables de plus longue durée pour l'accès du pays au financement international. Plusieurs administrateurs ont toutefois estimé que le rétablissement des contrôles sur les sorties peut être utile s'il est conjugué à une participation appropriée du secteur privé et s'il se situe dans le cadre d'efforts d'ajustement.

Les avis étaient beaucoup plus partagés sur la question de l'efficacité des mesures visant à décourager les entrées de capitaux ou à les contrôler. Si l'effet du contrôle sur le volume des entrées de capitaux est sujet à controverse, il semble plus largement admis qu'il tend à en modifier la composition au profit des apports à long terme. Les pays qui ont réglementé les entrées de capitaux n'ont cependant pas échappé à de graves revirements de ces flux lorsque leurs politiques étaient inadéquates. Les administrateurs ont donc souligné que le contrôle des entrées de capitaux ne saurait se substituer à des mesures plus fondamentales et que, si l'on décide d'y recourir, il doit s'inscrire dans le cadre d'une politique plus large. On peut faire valoir que la réglementation des entrées se justifie parfois pour des raisons prudentielles lorsque le cadre institutionnel et réglementaire est fragile, et pour faire face aux tensions extérieures du marché. Il n'en a pas moins été souligné qu'il est généralement préférable de remédier aux difficultés de cet ordre directement pour préserver les systèmes financiers des risques et éviter que le contrôle des capitaux ne compromette l'efficacité de la mobilisation et de l'affectation des ressources financières.

En ce qui concerne les étapes suivantes les administrateurs ont été d'avis qu'il fallait :

- afin de tirer des conclusions quant aux pratiques optimales, que les services du FMI continuent d'affiner leur analyse et d'examiner l'efficacité avec laquelle divers pays utilisent certaines mesures de contrôle précises, ainsi que la libéralisation par certains pays de différentes composantes des flux de capitaux;
- que des efforts supplémentaires soient faits pour s'assurer que le FMI axe sa surveillance sur l'ordre de priorité des différentes phases de la libéralisation des mouvements de capitaux et que des garde-fous efficaces sont en place pour aider l'économie, et spécialement le système financier, à résister aux chocs éventuels;
- que l'amélioration de la déclaration et du suivi des mouvements de capitaux se poursuive et vise notamment à aider les pays membres à renforcer le suivi des mouvements de capitaux privés à court terme, eu égard, en particulier, aux lignes de crédit interbancaires.

Participation du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises

L'effort visant à associer davantage le secteur privé à la prévention et à la résolution des crises est jugé déterminant pour obtenir un processus d'ajustement plus ordonné, limiter l'aléa moral et accroître la discipline du marché, ainsi que pour aider les emprunteurs des marchés émergents à se prémunir contre l'instabilité et la contagion. Au cours de l'exercice 1998/99, le Conseil d'administration du FMI a examiné avec la communauté internationale diverses propositions tendant à associer le secteur privé.

Ce qui s'est passé ces deux dernières années tend à montrer que l'approche cas par cas a donné d'assez bons résultats, encore que certains administrateurs aient estimé qu'il y aurait lieu d'adopter un cadre permettant d'impliquer le secteur privé, avec des règles clarifiées *ex ante* à l'intention des marchés de capitaux privés. Dans une large mesure, la voie d'approche suivie dans des pays tels que le Brésil, la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande passait essentiellement par un renforcement des politiques économiques, par des financements officiels et par diverses initiatives à l'égard du secteur privé. Dans les cas de la Corée, de l'Indonésie et de l'Ukraine, les pressions morales de la communauté internationale ont aidé à préserver un financement privé à l'appui des programmes d'ajustement de ces pays. Le Brésil a obtenu des banques commerciales créancières qu'elles ne retirent pas leur appui financier. Cet effort de coopération s'est traduit par le maintien des concours financiers et par un certain degré de répartition des charges, mais l'on continue à s'interroger sur l'opportunité de généraliser cet effort et sur ses éventuels effets préjudiciables (voir l'encadré 4).

Lors d'une réunion de mars 1999, les administrateurs ont estimé de manière générale qu'il fallait faire davantage pour créer des incitations et des instruments fondés sur le marché afin que le secteur privé reste impliqué.

Intensification des efforts de prévention des crises

La prévention des crises financières est fondamentale et incombe au premier chef aux pays membres travaillant en collaboration avec le FMI et la communauté internationale. Les pays doivent non seulement mener des politiques macroéconomiques et structurelles appropriées, mais aussi s'efforcer de créer des conditions dans lesquelles il sera plus facile au secteur privé d'évaluer les risques et de prendre des décisions, et pour cela améliorer la circulation de l'information et le cadre réglementaire et limiter les garanties accordées implicitement ou non au secteur privé. Les administrateurs s'accordent sur les grandes lignes suivantes :

Encadré 4

Mesures visant à associer le secteur privé à la solution des crises**Mesures *ex ante***

Des *lignes de crédit préventives privées*, utilisables en période de difficultés, pourraient, si leur coût d'emploi était équitable, protéger efficacement contre une évolution défavorable des marchés, y compris les risques de liquidité, et contribuer à une répartition effective des charges en période de tensions. En même temps, sur des marchés de capitaux complexes, les stratégies de couverture des institutions financières privées pourraient déboucher sur des opérations compensatoires avec le pays concerné ou déplacer les tensions vers d'autres marchés. Les pays membres devraient être encouragés à examiner les possibilités d'ouverture de lignes de crédit préventives auprès d'institutions financières privées.

Des *options de reconduction des lignes de crédit interbancaire* pourraient offrir une base contractuelle de reconduction des échéances à des conditions déterminées. Cependant, les lignes de crédit interbancaire sont souvent une source essentielle de liquidités à court terme pour les pays, et le déclenchement de l'option pourrait entraîner le retrait de lignes de crédit à court terme arrivant à échéance avant que l'option ne soit

exercée, ce qui aggraverait les problèmes de liquidité.

Une *garantie du service de la dette*, y compris au moyen d'obligations structurées conçues de telle sorte que la charge du service de la dette varierait à *contre-courant* de la situation économique globale du pays, pourrait réduire le risque de crise. Ces instruments seront sans doute plus facilement applicables aux pays membres dont les exportations sont très concentrées (c'est le cas de nombreux exportateurs de pétrole ou de produits primaires), les contrats pouvant dans leur cas être principalement indexés sur des évolutions exogènes.

Les *garanties officielles*, intégrales ou partielles, de nouveaux instruments de dette publique ou privée peuvent être attrayantes lorsque l'accès au marché est très réduit, par exemple au sortir d'une crise. On peut toutefois s'interroger sur l'efficacité des garanties. La Banque mondiale a récemment fait le bilan de son expérience en la matière et proposé un programme de garantie limitée, liée aux politiques menées par les pays. Les résultats de ce programme seront évalués ultérieurement.

Autres mesures

Des *opérations de reconduction concertée de la dette extérieure* ont permis à la Corée, confrontée à une hémorragie de réserves officielles, de stabiliser une situation critique et facilité la restructuration de créances interbancaires en obligations souveraines garanties. Cependant, le succès de la Corée reflète une situation particulière et pourrait être difficile à reproduire ailleurs. Lorsqu'elle décide de recourir à de telles opérations, la communauté internationale doit veiller tout particulièrement au risque que des opérations concertées ne conduisent les créanciers à retirer leurs lignes de crédit à l'annonce d'une crise survenue ailleurs, par crainte d'une reconduction concertée.

La *restructuration d'obligations souveraines internationales* soulève des questions difficiles qui doivent être examinées cas par cas. Dans la pratique, un arbitrage s'impose entre le répit procuré par l'apport immédiat de liquidité associé à la restructuration des obligations, d'une part, et la réduction qu'elle entraîne à moyen terme de la capacité du pays à mobiliser des ressources auprès des créanciers privés, de l'autre.

- Les pays devraient maintenir un profil d'endettement approprié en évitant une accumulation excessive de dettes à court terme ou une structure de la dette par trop contraignante, et en veillant à ce que le niveau des réserves officielles et la liquidité du système bancaire permettent de supporter sans à-coup une réduction temporaire de l'accès au marché des capitaux. Les pays devraient mettre en place ou renforcer des systèmes permettant de suivre de très près les engagements extérieurs privés, de manière à mieux surveiller les flux de capitaux à court terme et à signaler rapidement les difficultés qui se font jour.
- Les pays devraient exercer la discipline qui s'impose en ce qui concerne les opérations hors bilan du secteur officiel — notamment sur les produits financiers dérivés — et faire en sorte que les autorités de contrôle tiennent compte de la vulnérabilité des entités financières face aux opérations portant sur de tels produits. Les services du FMI prêteront davantage attention aux faiblesses potentielles liées à la structure de l'endettement ou aux dérivés financiers

dans le double contexte de la surveillance et de l'emploi des ressources de l'institution.

- La communication entre les emprunteurs des marchés émergents et les participants au marché des capitaux privés devrait demeurer effective. Les contacts de cette nature ont montré leur utilité pendant les périodes de tension sur les marchés d'Amérique latine. Le FMI devrait étudier les moyens d'aider les pays membres à établir des relations régulières avec leurs créanciers, y compris en continuant d'examiner avec d'autres organisations internationales la possibilité de créer des comités de liaison créanciers-débiteurs, en tenant dûment compte de risques tels que les délits d'initiés. Le FMI cherche aussi à développer ses contacts réguliers avec les marchés.

Mesures favorisant la participation du secteur privé

La prévention doit être étayée par des mesures conçues ou adaptées *ex ante* pour mieux associer le secteur privé à la prévention des crises ou à leur résolution ordonnée. De telles mesures prises à titre préventif pourraient

contribuer à neutraliser de façon ordonnée les pressions qui s'exercent sur la balance des paiements. Il s'agit notamment de dispositions par lesquelles les agents du secteur privé s'engageraient de fait à maintenir ou à fournir des apports supplémentaires de financement nets, ou à réduire la charge du service de la dette, en temps de crise, tout en limitant l'aléa moral ou en réduisant les distorsions sur le marché en temps ordinaire. Des dispositions s'imposent aussi pour faire face aux cas extrêmes lorsque les mesures préventives ne donnent pas les résultats escomptés et qu'il n'est pas possible d'arriver à un accord sur un refinancement ou une restructuration de dette ordonnés.

L'étude des options doit tenir compte de deux principes essentiels, à savoir que les contrats doivent être honorés et qu'il faut veiller à ce que les solutions adoptées pour aider à prévenir ou à régler une crise ne créent, du fait de leurs vastes répercussions, pas plus de problèmes qu'elles n'en résolvent.

Outre les propositions visant à réduire les distorsions éventuelles sur le marché du crédit interbancaire à court terme et à modifier les clauses des contrats obligataires, plusieurs mesures ont été proposées (voir encadré 4).

En mars 1999, un accord semblait se dessiner au Conseil d'administration dans trois domaines :

1) *Promotion de la réévaluation des normes de fonds propres du Comité de Bâle*, de manière à inclure des mesures destinées à réduire la distorsion constatée en faveur des lignes de crédit interbancaire à court terme des pays industrialisés aux banques des marchés émergents. (Le Comité de Bâle a annoncé par la suite — en juin 1999 — une réforme de l'Accord de Bâle sur les fonds propres.

2) *Modification des contrats obligataires*. On pourrait y parvenir en incluant des clauses de répartition des charges, en prévoyant l'aménagement des conditions (par décision à la majorité qualifiée) et la représentation collective, ou d'autres modifications visant les mêmes objectifs. Les obligations britanniques du type «trust deed» contiennent des clauses analogues et pourraient servir de modèle pour de futures émissions, mais ce ne sont pas les seules. Bien que cette question soit également examinée par d'autres instances, le dossier n'a guère avancé jusqu'à présent. Il pourrait donc être nécessaire que les grands pays industrialisés engagent une action concertée en vue d'encourager les emprunteurs des marchés émergents à modifier les conditions de leurs nouvelles émissions. Une autre solution serait de recourir à l'effet de démonstration, par l'insertion de nouvelles clauses contractuelles dans les émissions d'obligations internationales des pays membres du Groupe des Dix. Cela tendrait à faire de ce nouvel instrument la norme en la matière et son coût d'utilisation pourrait être réduit.

Il conviendrait aussi d'envisager une coordination de la réglementation applicable aux nouvelles émissions

souveraines admises sur les marchés nationaux, afin que les clauses contractuelles respectent un minimum de conditions. Une approche concertée de la réglementation, qui viserait à tenir compte des impératifs systémiques, protégerait les investisseurs en dépassant le rôle traditionnellement joué par les autorités de contrôle des marchés de valeurs mobilières. Pour sa part, le FMI encouragerait les pays membres à inclure dans les contrats obligataires des modalités qui faciliteraient la restructuration des émissions. Pour compléter ces mesures, on pourrait s'employer à mobiliser un consensus à l'appui de ces changements parmi les institutions financières participant à l'émission et au placement d'obligations souveraines.

3) *Financement conditionnel et garantie du service de la dette*. Les emprunteurs devraient étudier avec leurs créanciers la possibilité d'établir des lignes de crédit préventives privées¹³ ou d'autres instruments destinés à fournir des liquidités supplémentaires ou à réduire la charge du service de la dette en périodes de graves difficultés de balance des paiements.

Dans les cas extrêmes, si les mesures préventives ne se concrétisent pas par un appui d'un montant suffisant et s'il n'est pas possible d'arriver à un accord sur une restructuration volontaire de la dette, et en l'absence d'allègement des tensions sur les comptes extérieurs, les pays membres peuvent se trouver dans l'obligation d'envisager de combiner, sous une forme ou une autre, la cessation de paiements sur les obligations souveraines et l'imposition du contrôle des changes. De telles mesures risquent d'empêcher des entités non souveraines de continuer le service de leur dette extérieure. L'expérience acquise ces dernières années avec les opérations de réaménagement d'obligations souveraines ou de renégociation de la dette privée dans un contexte de contrôle des changes étant limitée, il est difficile de prédire les résultats des opérations de cette nature. Pour permettre au FMI d'appuyer les politiques d'ajustement d'un pays membre au cas où les négociations tardent à aboutir à la suite d'une action de cet ordre, la politique du FMI en matière d'assurances de financement et d'arriérés a été modifiée de manière à lui permettre, au cas par cas, de prêter à un pays ayant des arriérés. Toutefois, certaines questions se posent encore sur les conditions dans lesquelles le FMI agirait, et il reviendra au Conseil d'en décider.

Il convient aussi de rechercher comment l'on pourrait assurer dans les situations extrêmes, à la suite d'une cessation des paiements, que la négociation de la dette se déroulera de façon ordonnée, même si elle se prolonge. Quelques administrateurs estiment qu'il n'est

¹³L'Afrique du Sud et l'Argentine, entre autres pays, ont conclu des accords de financement avec des consortiums de banques commerciales étrangères en vue de créer un mécanisme destiné à fournir de la liquidité en temps de crise.

guère probable que les créanciers engagent des poursuites judiciaires d'une ampleur telle que les efforts d'ajustement du pays ou la capacité du FMI d'appuyer ces efforts soient en fait entravés. D'autres pensent plutôt qu'une action judiciaire des créanciers peut bloquer la restructuration ordonnée de la dette et remettre en cause l'appui que le FMI peut apporter aux efforts d'ajustement du pays. Dans ces conditions, on pourrait envisager à nouveau la possibilité d'adopter certaines mesures qui permettraient à la communauté officielle d'autoriser une suspension temporaire de ce type de poursuites, éventuellement en amendement l'article VIII, section 2 *b*) des Statuts du FMI.

À sa réunion d'avril 1999, le Comité intérimaire a demandé au Conseil d'administration de poursuivre ses travaux sur toutes ces questions, notamment sur les moyens de garantir un règlement plus ordonné des dettes.

Questions systémiques

La consolidation de l'architecture du système financier international a amené le Conseil d'administration à consacrer plusieurs réunions à divers aspects systémiques au cours de cet exercice. Le FMI a été guidé dans ces discussions par la volonté de contribuer à analyser les régimes de changes, de proposer des moyens d'améliorer le fonctionnement du système financier et d'adapter ses facilités de financement, ses ressources et son organisation à l'évolution du système monétaire international.

Conséquences de la mobilité des capitaux et de la forte instabilité des taux de change

Les mutations profondes que connaît le système monétaire et financier international depuis les accords de Bretton-Woods, et notamment depuis vingt ans, soulèvent des questions systémiques de vaste portée. Il ressort notamment de l'évaluation préliminaire des programmes appuyés par le FMI en Asie de l'Est que la stabilité des taux de change des pays affectés peut avoir amené les emprunteurs comme les créanciers à ignorer en grande partie les risques de change, s'estimant implicitement prémunis contre les pertes correspondantes. L'adoption d'un régime de taux de change plus flexible n'est cependant pas une solution miracle et, quel que soit ce régime, les vulnérabilités persisteront et des normes resteront nécessaires pour consolider les systèmes financiers et améliorer la transparence.

Le Conseil d'administration prévoit d'examiner ces questions avant l'Assemblée annuelle de 1999. S'agissant des régimes de change, le débat sera axé sur la forte instabilité de la valeur de change des grandes devises, la possibilité d'agir pour l'atténuer et les conséquences qui en découleront pour les politiques de change des économies à marché émergent. Pour ce qui est des marchés d'actifs, l'examen portera principale-

ment sur les aspects systémiques des grandes variations des apports de capitaux aux pays en développement et sur les éventuelles mesures systémiques générales à prendre pour modérer la phase d'expansion du cycle du côté des prêteurs comme des emprunteurs, notamment en vue de renforcer les systèmes financiers et d'améliorer la transparence et la responsabilisation.

Développement des facilités du FMI

L'adaptation des facilités du FMI au nouveau contexte international a progressé en 1998/99. En janvier 1999, le Conseil a examiné la facilité de réserve supplémentaire (FRS) pour s'assurer que le FMI est prêt à intervenir de manière prompte et efficace lorsqu'un pays membre a besoin d'un financement de balance des paiements.

Parallèlement, le FMI a aussi étudié les moyens de soutenir les pays membres dont l'économie est foncièrement saine et bien gérée mais qui craignent que les effets de contagion ne réduisent leur accès aux marchés de capitaux. Dans cette optique, le Conseil a décidé en avril 1999 la création d'une facilité de lignes de crédit préventives (LCP). S'ajoutant à la facilité de réserve supplémentaire (FRS), les LCP sont destinées à jouer un rôle préventif important contre les crises, notamment en accroissant les raisons d'adopter des politiques vigoureuses et de respecter les normes reconnues au plan international et en encourageant la participation fructueuse du secteur privé, ce qui réduit le risque de contagion sur les marchés de capitaux (voir encadré 5).

Renforcement des ressources du FMI

Pour défendre efficacement la stabilité du système monétaire international, conformément à son rôle, le FMI a besoin de ressources financières suffisantes. D'importantes mesures ont été prises à cette fin pendant l'exercice.

- Les Nouveaux Accords d'emprunt sont entrés en vigueur le 17 novembre 1998. Le montant total de ressources à la disposition du FMI dans le cadre des NAE et des Accords généraux d'emprunt (AGE) est de 34 milliards de DTS (environ 46 milliards de dollars), soit le double du montant disponible au titre des seuls AGE.
- L'augmentation des quotes-parts au FMI au titre de la Onzième révision générale ayant pris effet le 22 janvier 1999, le montant total des quotes-parts est passé de 146 milliards de DTS (environ 200 milliards de dollars) à 212 milliards de DTS (environ 290 milliards de dollars). L'augmentation des ressources utilisables au titre des quotes-parts a permis de rembourser les montants empruntés précédemment par recours aux AGE et aux NAE. À la fin d'avril 1999, le ratio de liquidité du FMI était de 89 %, contre 45 % un an avant.

Outre ces mesures, une allocation spéciale de DTS, qui nécessite un amendement aux Statuts du FMI, a

Encadré 5

Pour renforcer la prévention des effets de contagion, le FMI crée les lignes de crédit préventives

Fin avril 1999, le Conseil d'administration est convenu de mettre des lignes de crédit préventives (LCP) à la disposition immédiate des pays membres qui ont adopté de vigoureuses politiques économiques, afin que puissent être évités les problèmes de balance des paiements que risquerait d'entraîner la propagation d'une crise financière internationale. En approuvant une aide financière dans le cadre de la facilité de LCP, le FMI exprimerait sa confiance dans la politique économique du pays bénéficiaire et dans la volonté de celui-ci de l'ajuster au besoin en cas de contagion.

La LCP est établie pour une période de deux ans et fera l'objet d'une évaluation au bout d'un an. Ce nouvel instrument a été créé pour prévenir des crises :

- en incitant davantage les pays membres à adopter des politiques vigoureuses — notamment en matière de gestion de la dette et de viabilité des régimes de change — et à adopter des normes acceptées au plan international;
- en favorisant une participation positive du secteur privé et en réduisant ainsi les risques de contagion tout en tenant compte de l'incidence potentielle sur la position de liquidité du FMI;
- en témoignant de la volonté du FMI d'apporter un appui financier aux pays membres en cas de contagion.

La LCP fournit, si nécessaire, des financements à court terme pour aider les pays membres à faire face aux besoins exceptionnels de financement de la balance des paiements qui peuvent découler d'une perte soudaine et perturbatrice de la confiance du marché due à la contagion, c'est-à-dire à des circonstances qui échappent en grande partie au contrôle des pays et tiennent principalement à une évolution défavorable des marchés internationaux

de capitaux consécutive à des événements survenus dans d'autres pays. La LCP constitue un volet complémentaire de la décision antérieure relative à la facilité de réserve supplémentaire (FRS), qui diffère essentiellement de la LCP par le fait qu'elle est destinée aux pays déjà en crise, alors que la LCP constitue une mesure préventive en faveur des pays qui craignent un risque de contagion mais ne traversent pas de crise au moment où les fonds sont engagés.

Le FMI a assuré une utilisation et une protection efficaces de ses ressources en établissant les critères d'admissibilité suivants :

- le pays doit appliquer, au moment où le Conseil approuve l'engagement de fonds, une politique considérée comme peu susceptible de nécessiter le recours aux ressources du FMI et il n'est pas déjà confronté à un problème de balance des paiements dû à la contagion;
- ses résultats économiques doivent avoir reçu une évaluation positive du FMI aux précédentes consultations au titre de l'article IV et par la suite, compte tenu de ses progrès dans l'adoption de normes pertinentes acceptées au plan international; le pays membre doit notamment avoir souscrit à la Norme spéciale de diffusion des données (NSDD) et être jugé apte à réaliser des progrès satisfaisants pour s'y conformer;
- il doit entretenir des relations constructives avec ses créanciers privés pour favoriser une participation appropriée du secteur privé, et doit avoir limité de manière satisfaisante sa vulnérabilité extérieure grâce à la gestion de sa dette extérieure et de ses réserves internationales;

- il doit soumettre un programme économique et financier satisfaisant, assorti d'un cadre quantifié, qu'il doit être prêt à aménager au besoin.

Lorsqu'une demande d'utilisation effective des ressources de la LCP est présentée, le Conseil procède promptement à une revue spéciale d'«activation». Ce faisant, il doit s'assurer qu'en dépit des bons résultats qu'a donnés jusqu'alors le programme, le pays est durement touché par une crise due à la contagion et qu'il entend ajuster son action si besoin est.

La LCP n'est pas assujettie aux plafonds généraux d'accès aux ressources du FMI, mais il est prévu que les engagements se situeront dans une fourchette de 300 à 500 % de la quote-part, sauf circonstances exceptionnelles et compte dûment tenu de la position de liquidité du FMI.

Les ressources seront engagées pour un an au maximum. Lors de la revue spéciale d'«activation», le Conseil décidera du montant à décaisser immédiatement, de l'étalement du reliquat et de la concessionnalité applicable. Le délai de remboursement est de douze à dix-huit mois à compter de la date de chaque décaissement (et peut être prolongé de douze mois au maximum par le Conseil). Pendant les douze premiers mois suivant le premier tirage, le membre paiera une commission additionnelle fixée à 300 points de base au-dessus du taux appliqué aux tirages ordinaires (ce dernier équivaut à la moyenne pondérée des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire des cinq pays dont la monnaie est incluse dans le panier du DTS.) Le taux de la commission additionnelle sera majoré par la suite de 50 points de base tous les six mois, à concurrence de 500 points de base.

été proposée, et le processus de ratification par les pays membres se poursuit. Un obstacle de taille reste toutefois à surmonter — garantir le financement intégral de la FASR et de la participation du FMI à l'Initiative en faveur des PPTE. Des efforts supplémentaires s'imposent d'urgence pour assurer que le FMI disposera d'un volume de ressources suffisant pour soutenir les programmes d'ajustement structurel des

pays les plus pauvres et financer les allègements de dettes convenus.

Réforme institutionnelle et renforcement ou transformation du Comité intérimaire

Au cours de l'exercice, le Conseil a examiné des propositions tendant à renforcer le Comité intérimaire ou à le transformer en un Collège du Conseil des gouverneurs

du FMI investi du pouvoir de décision. Les administrateurs ont exprimé des points de vue divers sur le Collège. Lors d'une réunion de mars 1999, la plupart d'entre eux n'étaient toujours pas convaincus de l'utilité de sa création et ils avaient fait observer que le Comité intérimaire, nonobstant l'absence de pouvoirs de décision, s'est en fait déjà acquitté des responsabilités envisagées pour le Collège. Plusieurs étaient d'avis que les structures institutionnelles actuelles donnaient la légitimité et la responsabilisation voulues et que l'accent devait être mis sur leur consolidation, de même, d'une manière plus générale, que sur la question pressante qu'est la réforme du système monétaire international. Quelques administrateurs étaient d'avis que la poursuite de l'analyse s'imposait pour arriver à une décision sur la création du Collège et ils ont évoqué la nécessité d'étudier les effets qu'aurait le Collège sur les travaux et les responsabilités du Conseil d'administration. Toutefois, un petit nombre d'autres administra-

teurs estimaient important que la participation des pays membres aux prises de décision se fasse au niveau politique lorsqu'il s'agirait de grandes questions stratégiques. Il leur semblait qu'une telle participation aurait en particulier pour conséquence de souligner fortement que les décisions du FMI sont légitimes et pleinement assumées et que l'institution est tenue de rendre des comptes.

À sa réunion du 27 avril 1999, le Comité intérimaire a convenu que le FMI doit demeurer l'institution centrale du système monétaire international, tout en améliorant de manière pragmatique le mode de fonctionnement de ses composantes institutionnelles et la coopération avec d'autres institutions ou instances. Le Comité a chargé le Conseil d'administration de continuer à examiner la possibilité d'apporter des améliorations institutionnelles, notamment au Comité intérimaire, et de lui soumettre un rapport à sa réunion de l'automne 1999.



La surveillance

La surveillance du fonctionnement effectif du système monétaire international est au centre des buts et des opérations du FMI. En conséquence, celui-ci doit, en vertu des Statuts, exercer «une ferme surveillance sur les politiques de change des États membres». Pour s'acquiescer de ce mandat, il analyse en général les politiques économique et financière de chaque pays pour voir si elles permettront de parvenir à une croissance économique ordonnée et évalue les conséquences de ces politiques pour les autres pays, ainsi que pour l'économie mondiale. Ces dernières années, les profondes mutations qu'a connues l'économie mondiale — développement rapide des marchés des capitaux privés, accélération de l'intégration monétaire et régionale et adoption par de nombreux pays d'un régime de convertibilité aux fins des transactions courantes ainsi que de réformes d'inspiration libérale — ont fait ressortir l'importance d'une surveillance efficace et suivie. Ces mutations se traduisent par un élargissement des compétences du FMI (voir l'encadré 6).

En général, la surveillance exercée par le FMI vise surtout à encourager les pays à corriger leurs déséquilibres macroéconomiques, à freiner l'inflation et à entreprendre des réformes fondamentales de tendance libérale, notamment dans les domaines du commerce extérieur et des changes. Mais, de plus en plus, une panoplie beaucoup plus vaste de mesures structurelles ou institutionnelles (ce que l'on appelle la deuxième génération de réformes) adaptées à la situation de chaque pays se révèle nécessaire pour permettre aux pays de gagner et de conserver la confiance du secteur privé et d'établir les bases d'une croissance soutenue, notamment en augmentant l'efficacité du secteur financier, en améliorant la collecte et la diffusion des données, en donnant davantage de transparence au budget de l'État et aux politiques monétaire et financière, en favorisant l'autonomie et la gestion indépendante de la banque centrale et en encourageant la réforme du système juridique et la bonne gestion des affaires publiques. (Les initiatives engagées dans nombre de ces domaines sont examinées au chapitre 5.)

Traditionnellement, le FMI exerce sa surveillance sur une double base :

- l'une *bilatérale* — dans le cadre des consultations au titre de l'article IV, tenues le plus souvent chaque année, avec les États membres;
- l'autre *multilatérale* — à l'occasion de l'examen de l'évolution du système monétaire international à partir essentiellement des rapports préparés par ses services sur les perspectives de l'économie mondiale et des discussions périodiques de l'évolution des marchés internationaux des capitaux et du système financier mondial. (Voir les chapitres 2 et 3 pour les débats du Conseil sur ces thèmes.)

Plus récemment, la surveillance du FMI a également pris une dimension régionale, du fait qu'il examine par exemple périodiquement l'évolution de l'Union économique et monétaire européenne et de l'Union économique et monétaire ouest-africaine. En 1998/99, le Conseil a en outre fait le point sur la croissance et la désinflation dans les économies en transition.

Pour que la surveillance soit plus continue et plus efficace, le Conseil complète ses opérations normales et systématiques de suivi par des réunions informelles régulières — parfois mensuelles, parfois plus fréquentes — au cours desquelles il examine les grands courants d'évolution dans certains pays ou régions. En 1998/99, outre la discussion des consultations au titre l'article IV, à laquelle il a consacré 173 heures, le Conseil s'est réuni à 29 reprises, pour un total de plus de 87 heures, afin d'aborder des questions de fond se rapportant à la surveillance — discussion des *Perspectives de l'économie mondiale*, de la transparence des politiques des pays membres et de la surveillance, et des programmes suivis par les services du FMI. Il examine également au cours de réunions régulières l'évolution de l'économie mondiale et des marchés financiers. Ces évaluations continues par le Conseil permettent d'informer les services du FMI, et de guider leurs travaux sur les pays membres et sont par ailleurs communiquées aux autorités nationales par les administrateurs.

Encadré 6

Évaluation externe de la surveillance du FMI

Étant donné la place cruciale que tient dans les activités du FMI la surveillance des politiques de ses membres, le Conseil d'administration a décidé, au milieu de 1998, d'engager un groupe de trois experts extérieurs indépendants pour évaluer cette surveillance, en jauger l'efficacité, et recommander d'éventuelles améliorations. Les experts sont tenus d'évaluer également les moyens et instruments utilisés par le FMI pour exercer sa surveillance.

Les experts doivent répondre à quatre grandes questions :

- Dans quelle mesure la surveillance permet-elle d'identifier, dans les pays membres et dans l'économie mondiale, les faiblesses et les déséquilibres macroéconomiques, structurels et financiers qui empêchent de parvenir à une croissance durable

et non inflationniste et à la viabilité extérieure?

- Les recommandations de politique économique faites par le Conseil et les services du FMI sont-elles pertinentes, réalistes et formulées en temps opportun?
 - Quel est l'impact de ces recommandations sur les politiques des membres?
 - Dans quelle mesure, s'agissant de la surveillance, les techniques utilisées, les ressources affectées, le savoir-faire des services du FMI, les relations avec les autorités des pays membres et les moyens mis en œuvre pour diffuser les conclusions du Conseil d'administration sont-ils satisfaisants?
- Les experts ont commencé leurs travaux en juillet 1998 et devraient normalement achever leur rapport au cours de l'été 1999.

Surveillance bilatérale

Comme le prévoit l'article IV des Statuts, le FMI procède à des consultations avec ses membres, en général tous les ans, afin d'examiner leur situation économique et les politiques qu'ils appliquent. Une mission des services du FMI se rend dans le pays, recueille des informations sur la situation économique et financière de celui-ci et discute avec les autorités de l'évolution de l'économie depuis les dernières consultations, ainsi que des politiques monétaire, budgétaire et structurelle mises en œuvre. En général, l'administrateur pour le pays membre participe à ces discussions. Le plus souvent, les services du FMI résument les entretiens avec la mission dans un mémorandum ou une déclaration finale. Ce document est remis aux autorités qui peuvent décider de le diffuser, auquel cas le FMI le publie sur son site Internet. À son retour au siège, la mission rédige un rapport détaillé dans lequel elle analyse la situation économique du pays et évalue l'orientation des politiques en vigueur. Ensuite, le Conseil d'administration examine ce rapport. Son Président résume les opinions exprimées par les administrateurs pendant la réunion du Conseil. Un document intitulé «Résumé du Président» est ensuite préparé et transmis aux autorités du pays à titre de procès-verbal de la réunion, puis diffusé — si le pays le souhaite — avec des informations liminaires sous la forme d'une note d'information au public (NIP). Durant l'exercice 1998/99, le Conseil a conclu 124 consultations au titre de l'article IV avec des pays membres, dont 91 ont abouti à la publication d'une NIP (tableau 4);

les NIP sont également disponibles sur le site du FMI¹⁴.

Le Conseil exerce la surveillance dans le cadre non seulement des consultations au titre de l'article IV, mais aussi de la discussion des accords financiers à l'appui des programmes économiques des pays membres qui sont soumis à son approbation et des accords financiers de précaution. Les autres moyens qu'il utilise sont les programmes non formalisés suivis par les services du FMI et la procédure de surveillance renforcée.

- *Accords de précaution.* Le pays membre s'entend avec le FMI sur un accord de confirmation ou un accord élargi, dont il n'envisage d'utiliser les ressources que si les circonstances le justifient. Il a cependant le droit de tirer sur ces ressources dès lors qu'il remplit les conditions prévues dans l'accord. Ce type d'accord aide le pays en cadrant sa politique éco-

nomique et en montrant que le FMI souscrit à cette politique, ce qui a pour effet de renforcer la confiance à son égard. Il permet aussi au pays de pouvoir compter sur les ressources du FMI quand le besoin s'en fait sentir, sous réserve qu'il remplisse les conditions prévues.

- *Programmes non formalisés suivis par les services du FMI.* Les services du FMI suivent le programme économique du pays et examinent régulièrement avec les autorités les politiques appliquées. Cependant, le FMI ne souscrit pas formellement à ces politiques, ni n'apporte une aide financière au programme (voir également le chapitre 7).
- *Surveillance renforcée.* Cette surveillance implique un suivi formel et étroit, mais non une approbation formelle, par le FMI, de la politique économique du pays concerné. Bien qu'elle ait d'abord été établie pour faciliter les accords de rééchelonnement de la dette envers les banques commerciales, cette procédure est parfois utilisée à d'autres fins.

Surveillance mondiale et surveillance régionale

Au cours de l'exercice, le Conseil a consacré trois réunions à l'examen des rapports sur les *Perspectives de l'économie mondiale* et deux réunions à l'examen des études sur l'évolution des marchés internationaux des capitaux (voir les chapitres 2 et 3). En ce qui concerne

¹⁴Les NIP sont aussi publiées trois fois par an sous forme de recueils de la série *IMF Economic Reviews*.

Tableau 4
Consultations au titre de l'article IV conclues au cours de l'exercice 1998/99

Pays	Date	Date de la NIP	Pays	Date	Date de la NIP
Afrique du Sud	17 juillet 1998	2 septembre 1998	Lituanie	13 juillet 1998	21 juillet 1998
Albanie	13 mai 1998	—	Luxembourg	13 mai 1998	1 ^{er} juin 1998
Algérie	24 juillet 1998	24 août 1998	Macao	25 mars 1999	7 mai 1999
Allemagne	2 septembre 1998	18 septembre 1998	Macédoine, ex Rép.		
Angola	24 février 1999	—	yougoslave	19 juin 1998	—
Arabie Saoudite	1 ^{er} juillet 1998	—	Madagascar	8 février 1999	2 mars 1999
Argentine	3 mars 1999	11 mars 1999	Malawi	17 décembre 1998	30 décembre 1998
Australie	28 octobre 1998	17 novembre 1998	Mali	10 février 1999	25 février 1999
Autriche	17 juin 1998	24 juin 1998	Maurice	1 ^{er} juin 1998	29 juin 1998
Azerbaïdjan	26 juin 1998	17 août 1998	Mauritanie	29 janvier 1999	—
Bangladesh	28 octobre 1998	—	Mexique	4 septembre 1998	—
Bélarus	24 juillet 1998	—	Micronésie, États		
Belgique	12 février 1999	8 mars 1999	fédérés de	26 juin 1998	27 août 1998
Belize	28 août 1998	22 septembre 1998	Mongolie	23 novembre 1998	—
Bénin	6 juillet 1998	23 octobre 1998	Myanmar	5 juin 1998	—
Bolivie	18 septembre 1998	2 octobre 1998	Namibie	8 janvier 1999	—
Bosnie-Herzégovine	29 mai 1998	14 juillet 1998	Népal	8 février 1999	24 février 1999
Brunéi Darussalam	6 janvier 1999	—	Niger	28 août 1998	—
Bulgarie	19 février 1999	10 mars 1999	Nigéria	12 juin 1998	—
Burkina Faso	18 mai 1998	12 juin 1998	Norvège	15 janvier 1999	1 ^{er} février 1999
Burundi	8 janvier 1999	28 janvier 1999	Oman	10 juin 1998	21 juillet 1998
Cambodge	17 mars 1999	6 avril 1999	Ouzbékistan	4 septembre 1998	—
Cameroun	7 avril 1999	15 avril 1999	Pakistan	14 janvier 1999	27 janvier 1999
Canada	22 janvier 1999	5 février 1999	Panama	16 décembre 1998	5 janvier 1999
Chili	25 janvier 1999	3 février 1999	Paraguay	8 janvier 1999	29 janvier 1999
Chine, Rép. pop. de	29 juillet 1998	—	Pays-Bas	12 juin 1998	24 juin 1998
Chypre	24 juillet 1998	14 août 1998	Pérou	3 juin 1998	22 juin 1998
Colombie	9 décembre 1998	11 décembre 1998	Pologne	11 mars 1999	8 avril 1999
Corée	29 mai 1998	19 juin 1998	Portugal	26 octobre 1998	2 novembre 1998
Croatie	10 juillet 1998	27 juillet 1998	Rép. arabe syrienne	15 juin 1998	—
Djibouti	1 ^{er} juin 1998	—	Rép. Centrafricaine	20 juillet 1998	11 août 1998
Dominique	25 août 1998	22 septembre 1998	Rép. dém. pop. lao	15 juin 1998	7 juillet 1998
Égypte	11 janvier 1999	—	Rép. kirghize	3 mars 1999	29 mars 1999
Émirats arabes unis	4 novembre 1998	—	Roumanie	15 septembre 1998	6 octobre 1998
Érythrée	13 juillet 1998	—	Royaume-Uni	3 mars 1999	7 mars 1999
États-Unis	3 août 1998	7 août 1998	Rwanda	24 juin 1998	1 ^{er} septembre 1998
Fidji	14 septembre 1998	1 ^{er} octobre 1998	Saint-Marin	25 février 1999	11 mars 1999
Finlande	28 août 1998	10 septembre 1998	Sainte-Lucie	23 mars 1999	8 avril 1999
France	28 octobre 1998	11 novembre 1998	São Tomé-et-Príncipe	13 juillet 1998	—
Gabon	15 janvier 1999	—	Samoa	17 février 1999	12 mars 1999
Géorgie	27 juillet 1998	11 septembre 1998	Sénégal	25 novembre 1998	—
Ghana	2 décembre 1998	12 janvier 1999	Seychelles	17 juillet 1998	—
Grèce	5 août 1998	10 août 1998	Singapour	15 mars 1999	26 mars 1999
Grenade	23 mars 1999	2 avril 1999	Slovénie	7 janvier 1999	22 janvier 1999
Guatemala	27 mai 1998	—	Sri Lanka	27 juillet 1998	12 août 1998
Haïti	20 juillet 1998	10 septembre 1998	Suède	14 septembre 1998	25 septembre 1998
Honduras	14 septembre 1998	—	Suisse	22 février 1999	1 ^{er} mars 1999
Hong Kong (RAS)	29 janvier 1999	11 février 1999	Swaziland	11 janvier 1999	8 mars 1999
Hongrie	22 février 1999	4 mars 1999	Tadjikistan	17 décembre 1998	21 décembre 1998
Îles Marshall	26 juin 1998	—	Tanzanie	8 février 1999	31 mars 1999
Îles Salomon	10 juin 1998	16 juillet 1998	Tchad	29 mars 1999	14 mai 1999
Inde	31 août 1998	22 septembre 1998	Thaïlande	10 juin 1998	25 juin 1998
Indonésie	25 mars 1999	13 avril 1999	Tonga	23 octobre 1998	9 novembre 1998
Iran, Rép. islam. d'	19 mars 1999	—	Trinité-et-Tobago	15 juin 1998	24 juin 1998
Irlande	14 octobre 1998	22 octobre 1998	Tunisie	17 juin 1998	26 juin 1998
Israël	12 mars 1999	23 mars 1999	Turkménistan	19 juin 1998	—
Jamaïque	15 juillet 1998	10 août 1998	Turquie	6 août 1998	13 août 1998
Japon	5 août 1998	13 août 1998	Ukraine	26 mars 1999	27 avril 1999
Jordanie	15 avril 1999	—	Uruguay	3 septembre 1998	18 septembre 1998
Kazakhstan	24 juin 1998	1 ^{er} juillet 1998	Vanuatu	5 août 1998	16 septembre 1998
Kenya	22 mai 1998	—	Venezuela	17 juin 1998	—
Koweït	29 janvier 1999	22 février 1999	Yémen, Rép. du	23 mars 1999	15 avril 1999
Libye	25 février 1999	—	Zambie	25 mars 1999	29 avril 1999

Encadré 7

Le Pacte de stabilité et de croissance

En juin 1997, le Conseil européen a conclu les négociations sur le Pacte de stabilité et de croissance qui vise à garantir la discipline budgétaire dans les États membres pendant la dernière phase de l'Union économique et monétaire. Le Pacte couvre à la fois l'application de la procédure de déficit excessif prévue dans le traité de Maastricht et la surveillance à moyen terme des politiques budgétaires.

En vertu de la procédure de déficit excessif, les pays dont le déficit des administrations publiques dépasse la valeur de référence de 3 % du PIB sont

réputés être, sauf circonstances exceptionnelles, en situation de déficit excessif et reçoivent un avis du Conseil des ministres afin que ce déficit soit corrigé. Des sanctions sont imposées aux pays qui ne donnent pas la suite qui convient à ces avis.

Les pays doivent normalement soumettre des programmes de stabilité à moyen terme, mis à jour tous les ans, dans lesquels ils indiquent les moyens qu'ils comptent mettre en œuvre pour réaliser et respecter l'objectif à moyen terme : une situation budgétaire proche de l'équilibre ou excédentaire.

la surveillance régionale, il a examiné un vaste éventail de questions concernant l'Union économique et monétaire européenne, ainsi que l'évolution de l'Union économique et monétaire ouest-africaine.

L'union économique et monétaire européenne

En avril 1998, le Comité intérimaire avait noté avec satisfaction que la création de l'Union économique et monétaire européenne (UEM) serait l'un des événements monétaires internationaux les plus importants de l'après-Bretton Woods. On s'attendait à ce que l'UEM ait un impact considérable sur le système monétaire international en raison des espérances que faisait naître une économie dynamique et intégrée de 300 millions de consommateurs et aussi à ce que sa monnaie unique, l'euro, soutenue par une politique macroéconomique vigoureuse et une banque centrale européenne foncièrement attachée à maintenir l'inflation à un niveau faible devienne la deuxième devise du monde. Anticipant de profondes mutations, le Comité a demandé au Conseil de poursuivre l'examen des implications de l'UEM pour les opérations du FMI.

Le Conseil s'est réuni à plusieurs reprises durant l'exercice pour aborder diverses questions touchant à l'euro. Il a examiné les enjeux de politique économique qui se posaient dans la zone euro, les problèmes opérationnels et juridiques que soulevait l'euro pour le FMI, la politique monétaire et la politique de change de la zone euro — dans le contexte des consultations au titre de l'article IV avec les pays de cette zone et du dialogue avec la Banque centrale européenne —, ainsi que l'impact de l'euro sur certains pays non membres de l'UE.

Enjeux de politique économique pour la zone euro

Lors d'une réunion qui s'est tenue en août 1998, les administrateurs ont examiné les enjeux de politique

économique que devait relever la zone euro. Ils ont noté qu'à bien des égards, la conjoncture était favorable à la mise en place de l'euro le 1^{er} janvier 1999, car la reprise économique s'était apparemment accélérée dans l'ensemble de la zone et était de plus en plus entraînée par la demande intérieure. En outre, le faible taux d'inflation et la réduction sensible des déséquilibres budgétaires devaient permettre, s'ils perduraient, d'assurer la période prolongée d'expansion nécessaire pour que l'Europe puisse faire baisser son chômage chronique. Cependant, plusieurs administrateurs ont souligné qu'il restait beaucoup à faire pour assouplir le fonctionnement des marchés du travail, ainsi que des produits, afin de ramener les

taux de chômage à un niveau acceptable et d'assurer la réussite durable de l'UEM. Dans ces conditions, ils se sont demandé comment il était possible de consolider les acquis de la convergence et d'en tirer parti.

Les administrateurs ont jugé la zone euro bien armée pour faire face aux enjeux économiques, les trois piliers d'une coordination efficace des politiques économiques étant la Banque centrale européenne (BCE), qui a pour mission de préserver la stabilité des prix, le Pacte de stabilité et de croissance (voir l'encadré 7), expression d'une volonté de mener des politiques budgétaires saines, et le système de surveillance multilatérale des politiques de l'emploi négocié aux sommets du Conseil européen d'Amsterdam (juin 1997) et de Luxembourg (novembre et décembre 1997). À cet égard, ils ont reconnu que la responsabilité ultime de la politique budgétaire et structurelle de chaque pays demeure du ressort de ses autorités.

Les administrateurs ont fait observer que la BCE aurait pour tâche cruciale d'établir sa propre crédibilité. Si, à cet égard, les résultats impressionnants obtenus par les banques centrales nationales ces dernières années sont de bon augure, nombre d'entre eux ont évoqué certains obstacles initiaux à surmonter afin d'établir un cadre viable pour la conduite de la politique monétaire.

La BCE devrait adapter ses instruments de façon pragmatique et expliquer clairement, sans relâche et de manière transparente les facteurs qui dictent sa ligne de conduite, afin de bien montrer aux marchés, et à l'opinion publique en général, qu'elle agit conformément à sa mission : assurer la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro. D'après plusieurs administrateurs, les divergences cycliques devraient se réduire au fur et à mesure de la mise en application de la politique monétaire commune et des progrès de l'intégration écono-

mique et, en conséquence, ne pas poser de problème majeur pour la politique monétaire.

La conduite des politiques budgétaires et structurelles nationales est d'une importance cruciale, non seulement pour les perspectives économiques des pays pris individuellement, mais aussi pour l'ensemble de la zone euro, car les politiques nationales débordent inévitablement sur les autres pays, du fait de leurs implications pour la politique monétaire commune et le taux de change de l'euro. Plusieurs administrateurs ont fait observer à cet égard qu'un certain nombre d'économies avancées dans le cycle avaient poursuivi une politique budgétaire expansionniste en 1998 ou n'avaient pas suffisamment tiré parti de la conjoncture favorable pour renforcer leur politique à moyen terme. Une maîtrise plus stricte de la politique budgétaire dans ces pays devrait empêcher l'apparition dans la zone de différentiels d'inflation élevés et de fortes fluctuations des taux d'intérêt.

Il importe de laisser la politique budgétaire jouer un rôle de stabilisation conjoncturelle afin de modérer les fluctuations cycliques de la demande au niveau national, et ainsi éviter de nouveaux écarts à l'avenir. Compte tenu de la tendance passée des pays de l'Union à poursuivre une politique budgétaire d'accompagnement de la conjoncture, les administrateurs ont jugé essentiel qu'ils s'engagent clairement à tenir l'objectif du Pacte de stabilité et de croissance qui leur accorde une marge de manoeuvre pour faire face aux divergences cycliques normales tout en contenant les déficits publics sous la barre des 3 % du PIB.

L'objectif à moyen terme d'un solde budgétaire proche de l'équilibre, conforme au Pacte de stabilité et de croissance, était alors indiqué pour la plupart des pays, encore que des excédents se justifiaient dans quelques cas. Un objectif à moyen terme moins ambitieux pourrait certes donner une marge suffisante pour permettre aux stabilisateurs automatiques de jouer en cas de fluctuations cycliques normales, mais un certain nombre de considérations justifient un effort supplémentaire : il serait notamment souhaitable de se ménager la possibilité de recourir à des mesures anticycliques discrétionnaires, de faire face à de brusques mouvements des taux d'intérêt, ainsi qu'à l'incertitude qui entoure en général le calcul de l'écart de production, et de préparer les finances publiques aux problèmes liés au vieillissement de la population qui finiront par se poser à terme.

Bien qu'il subsiste des écarts entre les pays, le processus de convergence a permis à l'ensemble de la zone euro de se rapprocher nettement ces dernières années d'une situation satisfaisante pour le moyen terme. La dégradation des soldes structurels primaires des administrations publiques que les projections laissent apparaître, notamment pour 1998, montre qu'il y a encore des pays qui risquent fort de ne pas atteindre l'objectif

à moyen terme défini dans le Pacte de stabilité et de croissance et qu'il est à craindre que, prêtant trop d'attention aux déficits effectifs (au lieu des déficits corrigés des variations cycliques), certains décideurs ne prennent des mesures expansionnistes durant les phases ascendantes du cycle économique.

Cela étant, les administrateurs ont été d'avis que les budgets pour 1999 et les programmes de stabilité à soumettre au Conseil des ministres avant la fin de 1998 devaient montrer de façon convaincante que les soldes budgétaires se situeraient à un niveau permettant de respecter l'objectif à moyen terme : une position proche de l'équilibre ou excédentaire en 2001 au plus tard. Il s'agissait d'un objectif particulièrement important pour les pays ayant une dette publique élevée. Pour qu'il puisse être atteint, les finances publiques devraient subir un ajustement relativement modéré qui donnerait en outre la possibilité de réaménager les systèmes fiscaux — et notamment les régimes de retraite et la protection sociale — dans le cadre d'un ensemble plus vaste de réformes structurelles s'attaquant aux racines du chômage élevé et du faible taux de participation que connaît l'Europe. Les administrateurs ont noté que la réforme des dépenses pourrait avoir un impact direct sur les incitations du marché du travail et contribuer puissamment à réduire les impôts et les cotisations sociales. Selon le Conseil, les réformes initiales devraient porter sur la réduction des dépenses primaires.

Lors de leur réunion d'août 1998, les administrateurs ont souligné l'importance de compléter les réformes budgétaires par d'autres mesures structurelles propres à accroître la souplesse de l'économie réelle. Il fallait intensifier les efforts pour assouplir les marchés des produits et du travail afin de réduire le chômage structurel actuellement élevé. De nombreux administrateurs ont noté que les pays avaient commencé à corriger les rigidités structurelles, mais que les progrès n'étaient pas suffisants pour avoir un impact observable sur le chômage structurel dans la plupart des pays. D'après le Conseil, il était essentiel que les structures institutionnelles et celles des marchés laissent suffisamment de souplesse pour faire face à des chocs asymétriques.

Le contenu global de la politique économique de la zone euro devant être déterminé essentiellement au niveau national (et compte tenu des effets d'entraînement qui devraient en découler), les administrateurs ont insisté sur l'importance d'une coordination effective des politiques nationales. Certains ont toutefois estimé que les pratiques actuelles au sein de l'Union européenne, renforcées par le Pacte de stabilité et de croissance, concilient parfaitement deux impératifs : limiter les effets d'entraînement tout en permettant à chaque pays d'adapter sa politique à sa propre situation. Les administrateurs ont souligné que la surveillance régionale du FMI peut favoriser l'adoption d'orientations générales souhaitables et d'un ensemble

Encadré 8

Le FMI accorde le statut d'observateur à la Banque centrale européenne

Le 22 décembre 1998, le Conseil d'administration a accordé, avec effet le 1^{er} janvier 1999, le statut d'observateur au FMI à la Banque centrale européenne (BCE), qui est invitée à envoyer un représentant aux réunions du Conseil dont l'ordre du jour comporte les points suivants :

- la surveillance par le FMI, conformément à l'article IV, de la politique monétaire et de la politique de change communes de la zone euro;
- la surveillance par le FMI, conformément à l'article IV, des politiques économiques des différents pays membres de la zone euro;
- le rôle de l'euro dans le système monétaire international;
- les perspectives de l'économie mondiale;
- les rapports sur les marchés internationaux des capitaux;
- l'évolution de l'économie mondiale et des marchés internationaux.

La BCE est également invitée à envoyer un représentant aux réunions du Conseil dont certains points de l'ordre du jour présentent, de l'avis de la BCE et du FMI, un intérêt pour les deux organisations.

de politiques individuelles appropriées. Ces efforts doivent être complétés par les consultations individuelles entre le FMI et les pays.

S'agissant de l'orientation des taux d'intérêt pour la période à venir, les administrateurs ont fait observer qu'à l'échelle de la zone, la reprise (à la fin d'août 1998) n'en était encore qu'à un stade précoce et qu'il subsistait une marge considérable de capacité non utilisée. De plus, l'inflation était faible et l'évolution des salaires et des agrégats monétaires ne donnait guère de raisons de craindre une poussée inflationniste, ce qui était également l'avis des marchés, comme en témoignait le niveau historiquement bas des taux longs. À elles seules, ces considérations justifiaient le maintien des taux d'intérêt à court terme à un niveau stable dans le noyau de pays participant au mécanisme de change, les taux des autres pays de la zone devant converger vers ce niveau. Les administrateurs ont par ailleurs fait état des risques de dégradation découlant de l'évolution observée en Russie et en Asie, ainsi que de l'aggravation de la situation dans plusieurs économies de marché émergentes, qui étaient autant de raisons de ne pas durcir prématurément la politique monétaire; le relèvement des taux d'intérêt devait donc être différé jusqu'à ce que la reprise se soit affermie et que les effets des facteurs extérieurs puissent être mieux cernés. Le Conseil a alors estimé qu'une politique de taux d'intérêt attentiste était indiquée.

Implications opérationnelles et juridiques pour le FMI

En septembre 1998, le Conseil a examiné les implications opérationnelles et juridiques de l'UEM pour le

FMI. Les administrateurs ont estimé que le transfert de pouvoirs monétaires des pays de la zone euro aux institutions de l'Union n'affecterait pas les relations juridiques entre ces pays et le FMI qui découlent des Statuts, car seuls des pays peuvent adhérer au FMI. Cependant, l'adoption d'une monnaie commune et le transfert des compétences à des institutions communes risquent de modifier l'exercice des droits inhérents à la qualité de membre et l'exécution des obligations y afférentes.

Les administrateurs ont noté que l'adoption d'une politique monétaire unique sous la responsabilité d'une banque centrale européenne indépendante aurait des conséquences importantes pour la surveillance exercée par le FMI. Étant donné que la politique économique de la zone euro aura un impact considérable sur d'autres pays, ils ont estimé que le FMI, qui est chargé de surveiller rigoureusement les politiques extérieures et les politiques de change des pays membres, devait intensifier ses discussions avec l'UE et les institutions de la zone euro, surtout la BCE.

Les administrateurs sont convenus que, si elles devaient continuer d'être menées comme par le passé, les consultations au titre de l'article IV avec les pays de la zone euro ne pouvaient être achevées sans un examen des politiques clés (politique monétaire et politique de change) par le FMI, conformément aux missions qui lui sont confiées. Il a donc été décidé que les consultations au titre de l'article IV devraient s'accompagner de discussions avec les institutions pertinentes de l'UE — la BCE, le Conseil des ministres et le Comité des affaires économiques et financières, plus particulièrement en ce qui concerne la composition de la politique économique et le taux de change. Les modalités envisagées prévoient des entretiens semestriels entre les services du FMI et les institutions de l'UE responsables des politiques communes dans la zone euro, ainsi qu'un rapport annuel des services du FMI et un débat au Conseil sur la politique monétaire et la politique de change de la zone euro dans le cadre des consultations au titre de l'article IV avec les pays concernés. Les entretiens avec les différents pays de la zone euro et avec les institutions de l'UE devraient être aussi rapprochés que possible.

S'agissant de la transparence dont le FMI devrait faire preuve dans la surveillance de l'UEM, les administrateurs sont convenus qu'avec l'accord des pays membres concernés, le FMI pourrait publier des notes d'information au public à l'issue de ses débats sur la surveillance de la zone euro.

Il importe, aux yeux des administrateurs, que le Conseil ait connaissance des vues des institutions pertinentes de l'UE lors de ses débats pour affiner la surveillance de la zone euro, aussi ont-ils été favorables à l'idée d'accorder à la BCE le statut d'observateur au FMI (voir l'encadré 8). Ils ont mis en évidence les implications du passage à l'euro pour la communication des statistiques et des informations nationales et régio-

nales et ont demandé aux services du FMI de prendre les dispositions nécessaires, principalement avec la BCE et EUROSTAT, pour le transfert régulier et rapide de séries de données.

Politique monétaire et politique de change de la zone euro

En mars 1999, les administrateurs ont examiné pour la première fois depuis le lancement de l'euro le 1^{er} janvier la politique monétaire et la politique de change de la zone euro dans le contexte des consultations au titre de l'article IV avec les pays membres de cette zone. L'Union économique et monétaire européenne (UEM) offre à ses membres et aux autres pays du monde la possibilité de renforcer la stabilité économique et d'améliorer leurs performances et les membres de la zone euro ont déjà bien préparé le terrain en vue de concrétiser ces avantages : un cadre solide a été mis en place pour guider la politique monétaire et la politique budgétaire, la stabilité des prix a été réalisée et semble assurée pour l'avenir prévisible, les critères de Maastricht ont permis de faire progresser l'assainissement budgétaire et le programme de marché intérieur a nettement accéléré l'intégration des marchés au sein de l'Union européenne. Cependant, d'importants défis restent à relever; en particulier, il faut poursuivre l'ajustement des finances publiques et les pays doivent s'attaquer d'urgence aux rigidités structurelles qui pénalisent l'emploi et la croissance.

La détérioration des perspectives de croissance à court terme ces six derniers mois a compliqué la tâche des autorités des pays membres de la zone. Elles doivent certes se situer dans une perspective à moyen terme, mais il est aussi indispensable que leurs politiques soutiennent judicieusement la demande intérieure. La zone euro a besoin d'une période prolongée de forte demande intérieure afin de combler un écart de production actuellement élevé et d'absorber la composante cyclique du chômage. En outre, pour la plupart des administrateurs, elle doit soutenir davantage la demande mondiale.

Les membres du Conseil ont estimé que, la stabilité des prix étant bien assurée et la nécessité de poursuivre l'ajustement budgétaire limitant la possibilité de laisser jouer les stabilisateurs automatiques dans nombre de pays de la zone, un assouplissement ne pouvait venir que de la politique monétaire. Les taux d'intérêt à court terme avaient sensiblement baissé dans la zone euro au cours de l'année écoulée, apportant à l'activité un soutien opportun. Au cours des mois ayant précédé la réunion du Conseil, les arguments en faveur d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt avaient pris du poids, étant donné que les risques économiques ne cessaient de s'intensifier dans le monde et que, dans la zone, la vigueur de la reprise anticipée demeurait incertaine et des pressions à la baisse continuaient de s'exercer sur l'inflation. D'après les administrateurs, la Banque cen-

trale européenne devrait agir avec détermination au cas où certains signes donneraient à penser que l'activité continue de ralentir. En particulier, une baisse des taux d'intérêt se justifierait si l'environnement mondial continuait de se dégrader, si la confiance des consommateurs diminuait sensiblement ou si celle des milieux industriels ne se rétablissait pas.

Les administrateurs ont estimé que la dépréciation de l'euro depuis son lancement traduit la vigueur continue de l'économie des États-Unis et l'incertitude qui entoure les perspectives de croissance dans la zone euro.

Les administrateurs ont souligné que, compte tenu des perspectives incertaines de la zone euro et de l'économie mondiale, il était particulièrement important, au début des opérations de la BCE, que le public se fasse une idée exacte du cadre monétaire utilisé et ait confiance dans ce cadre. Ils ont en général salué le travail accompli pour mettre au point la stratégie monétaire de la BCE, qui est à la fois judicieuse et pragmatique eu égard aux incertitudes résultant du changement de régime. Plusieurs ont estimé que, pour des raisons de discipline et de responsabilisation, la BCE devait assigner une limite inférieure explicite à l'inflation. La BCE a fait d'importants progrès sur le plan de la communication publique, aussi les administrateurs l'ont-ils encouragée à continuer de développer sa stratégie dans ce domaine. Nombre d'entre eux ont en particulier estimé qu'elle devait donner plus de précisions sur ses évaluations des anticipations inflationnistes et être davantage disposée à expliquer comment elle compte adapter la politique monétaire en fonction de l'évolution de la situation économique, et notamment des fluctuations de l'inflation au sein de la fourchette de taux qui définit la stabilité des prix. Quelques administrateurs ont signalé que ces déclarations d'intention risquaient d'avoir des limites, étant donné les considérations complexes sur lesquelles se fondent les décisions de politique monétaire, et que l'opinion comprendrait mieux la politique monétaire de la BCE en la voyant à l'action et en écoutant ses explications.

De nombreux administrateurs ont estimé qu'il est également important pour les autorités budgétaires, lorsqu'elles déterminent l'orientation macroéconomique à donner à leur politique, de savoir comment la BCE pourrait réagir aux évolutions macroéconomiques. Si cette orientation dépend dans certains pays de diverses considérations économiques qui sont abordées dans les consultations au titre de l'article IV, la nécessité d'un assainissement budgétaire plus poussé dans un certain nombre de pays de la zone euro, surtout ceux dont le déficit ou l'endettement sont assez élevés, et l'absence d'ajustement budgétaire structurel en 1998 et dans la loi de finances de 1999 limitent la possibilité de laisser jouer les stabilisateurs automatiques en cas de faiblesse de l'activité. En même temps, le bon fonctionnement des stabilisateurs dépend aussi

du rythme de l'activité et du degré de soutien apporté par la politique monétaire. Les administrateurs ont en général fait valoir qu'il était particulièrement important, compte tenu de l'environnement macroéconomique incertain, que le dosage des moyens d'action budgétaires et monétaires assure un niveau suffisant de demande globale dans la zone euro.

La gestion de la demande ne peut à elle seule remédier à la lenteur de la croissance et au niveau élevé de chômage dont souffre la zone euro. Il est indispensable de réformer avec détermination les systèmes de recettes et de dépenses publiques et de s'attaquer résolument aux rigidités structurelles pour faire baisser sensiblement le chômage. En outre, les mesures qui seraient prises rapidement sur ces fronts stimuleraient la confiance et permettraient aux autorités de s'attaquer plus facilement à l'actuelle faiblesse cyclique.

De nombreux administrateurs ont noté que les programmes de stabilité à moyen terme tablent en général sur des améliorations cycliques et une diminution des dépenses d'intérêts pour réduire encore les déficits budgétaires et ne prévoient pas même les ajustements annuels relativement modestes des soldes primaires structurels qui permettraient de ramener les comptes budgétaires à l'équilibre en 2001-2002. En outre, le ralentissement peu marqué de la progression des dépenses envisagé dans la plupart des pays ne confère pas à leurs autorités une latitude suffisante pour réduire les impôts. Ces administrateurs ont souligné que des stratégies budgétaires à moyen terme plus ambitieuses renforceraient la crédibilité du Pacte de stabilité et de croissance, donneraient une plus grande marge de manœuvre aux autorités monétaires et aideraient à se préparer à affronter les conséquences du vieillissement de la population.

Pour ce qui est des réformes structurelles, celle du marché du travail est déjà bien avancée dans certains pays et, ces dernières années, le marché intérieur de l'Union européenne a continué de se renforcer nettement (intensification de la concurrence dans le secteur des télécommunications et libéralisation des services publics, notamment). Cependant, sur le plan de la lutte contre les causes profondes du chômage élevé, les résultats ont été décevants. Les pays doivent donner une formation à un grand nombre de travailleurs non qualifiés qui sont souvent dépourvus d'expérience professionnelle récente, s'attaquer aux rigidités omniprésentes sur les marchés du travail et des produits, alléger les lourdes charges fiscales qui pèsent sur l'emploi et réduire les contre-incitations qui résultent de la générosité et de la durée des prestations sociales, ainsi que de la difficulté de vérifier si les prestataires sont à même de réintégrer le marché de l'emploi. Un certain nombre d'administrateurs ont en outre souligné qu'une libéralisation plus profonde des échanges, surtout dans l'agriculture, permettrait d'allouer de façon

plus efficiente les ressources et aiderait à maintenir la stabilité des prix.

Les administrateurs ont jugé rassurant que la BCE estime que la situation des institutions financières de la zone euro était saine malgré la récente crise mondiale et qu'il n'y ait eu aucun signe de contraction du crédit. Néanmoins, devant l'intégration plus poussée des marchés financiers européens et la prolifération des opérations complexes, il était nécessaire d'examiner si les dispositifs en vigueur permettraient de régler efficacement les problèmes financiers qui pourraient surgir sur les marchés européens. Il était particulièrement important de veiller à ce que l'information circule rapidement et avec efficacité entre les autorités de contrôle des pays et la banque centrale européenne.

Le 27 avril 1999, le Comité intérimaire a salué l'avènement de l'Union économique et monétaire européenne (UEM), qui devrait contribuer à la stabilité financière et à la croissance durable de la zone euro et du reste de l'économie mondiale. Il a noté avec satisfaction la réduction des trois taux d'intérêt directeurs décidée au début d'avril par la Banque centrale européenne. Il a souligné l'importance de marchés ouverts et compétitifs, éléments essentiels des efforts visant à soutenir la croissance et la stabilité de l'économie mondiale et a vivement encouragé les membres de la zone euro à s'attaquer aux causes profondes du chômage élevé. Un dosage adéquat de mesures visant à soutenir une demande intérieure plus dynamique, accompagné de réformes structurelles des marchés du travail, des capitaux et des biens et services, est essentiel pour améliorer les perspectives de croissance et d'emploi, surtout sur le moyen terme, de manière à faire de la zone euro une importante source de croissance de l'économie mondiale.

Impact de l'UEM sur certains pays

En juillet 1998, le Conseil a examiné l'impact de l'UEM sur certains pays non membres de l'Union européenne (pays d'Europe centrale ou orientale, du Bassin méditerranéen et de la zone franc¹⁵). Les administrateurs ont noté les avantages considérables que l'UEM apportera à moyen terme à ces pays, mais ils ont par ailleurs souligné la nécessité pour leurs autorités de poursuivre des politiques financières et structurelles réduisant au minimum les risques et tirant le meilleur parti des chances offertes par l'euro. Pour atténuer le détournement des courants d'échanges ou d'investissements qui pourrait résulter d'une baisse des frais de transaction au sein de la zone euro, ces pays doivent accélérer les réformes structurelles visant à améliorer l'ouverture et la compétitivité

¹⁵R. Feldman *et al.*, *Impact of EMU on Selected Non-European Union Countries*, Étude spéciale du FMI n° 174 (Washington, FMI, 1998).

de leur économie. En outre, au vu de l'intensification de la concurrence des marchés financiers de l'Union européenne, il est encore plus nécessaire pour les partenaires non membres de l'UEM d'activer la réforme de leur secteur financier.

Plusieurs administrateurs ont estimé que la libéralisation des mouvements de capitaux revêt une priorité élevée pour les pays qui aspirent éventuellement à devenir membres de l'UE. À cet égard, ils ont souligné la nécessité d'une libéralisation parfaitement ordonnée dont l'un des principaux objectifs serait la restructuration du secteur financier. Le Conseil a également fait valoir l'importance pour les pays de l'UE de préserver la liberté des échanges afin d'intensifier les relations commerciales avec les autres pays. Quant au risque d'instabilité du taux de change à court terme, qui pourrait pénaliser les pays qui entretiennent des liens commerciaux étroits avec l'UEM ou qui sont lourdement endettés en euros, les administrateurs l'ont jugé en général mineur, car il est probable que la politique monétaire menée dans le cadre de l'UEM restera éminemment crédible.

Les administrateurs ont souhaité avoir l'occasion de poursuivre la discussion des conséquences de l'UEM pour la surveillance du FMI. Ils ont jugé nécessaire d'en faire ressortir plus explicitement les retombées éventuelles, dans le contexte de la surveillance des politiques des pays membres de la zone euro, notamment en ce qui concerne la lutte contre les rigidités structurelles et le maintien d'une politique budgétaire suffisamment rigoureuse. Ils ont également jugé nécessaire de se pencher davantage sur les conséquences pour les pays non membres de l'UE de l'évolution de la situation économique et financière dans la zone euro et sur les questions que soulève le secteur financier. Du fait de l'intégration plus poussée de l'économie mondiale, il peut parfois être judicieux d'accorder une plus grande attention au choix du régime de change. Étant donné que l'UEM et l'accès à l'UE conditionnent le cadre, le contenu et la portée de la politique macroéconomique des futurs membres de l'UE, les administrateurs ont été d'avis que, dans le contexte de la surveillance, le FMI devait aider ces pays en leur recommandant les réformes macroéconomiques et structurelles complémentaires à opérer, afin notamment de créer un cadre légal et institutionnel et de donner plus de souplesse aux marchés.

L'Union économique et monétaire ouest-africaine

Les administrateurs ont examiné en mai 1998 la possibilité de renforcer la surveillance du FMI sur l'évolution de la situation en Afrique au moyen d'un dialogue formel entre le FMI et les institutions régionales de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA). Les résultats économiques des pays membres de l'UEMOA se sont améliorés depuis la dévaluation du franc CFA de janvier 1994. Néanmoins, les administrateurs ont noté

que la durabilité de ces résultats dépendait de la poursuite de solides politiques macroéconomiques et de l'intensification des réformes structurelles. Ils ont souligné combien il était important de continuer d'accroître l'investissement — en particulier l'investissement privé — dont le ratio au PIB restait bas par rapport aux autres pays en développement.

Le réaligement du taux de change en 1994 — qui aurait dû être effectué depuis longtemps — a permis d'améliorer la compétitivité de la région et entraîné une forte augmentation de la croissance de la production et des exportations. Les administrateurs ont également noté que, malgré la tendance à l'appréciation réelle du taux de change depuis 1994, la compétitivité de l'UEMOA restait globalement convenable. Il était cependant nécessaire de surveiller étroitement l'évolution des indicateurs de compétitivité. En outre, plusieurs administrateurs ont reconnu que les mesures de libéralisation des échanges risquaient d'avoir sur le solde extérieur des pays un effet négatif qui devait être pris en compte lors de l'évaluation des besoins d'aide de balance des paiements dans le contexte des vastes programmes d'ajustement structurel.

La politique monétaire de la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) a contribué à la stabilité macroéconomique de la région, y compris la stabilité de la parité vis-à-vis de la monnaie pivot, qui n'avait été modifiée qu'une seule fois depuis 1948. Il a été largement admis que le régime de parité fixe faisait peser des contraintes sur la politique monétaire régionale et qu'il était impossible de mener une politique monétaire au niveau national. Tout en reconnaissant que les instruments indirects de la politique monétaire adoptés en 1993 semblaient dans l'ensemble adéquats, les administrateurs ont insisté sur la nécessité de poursuivre les actions entreprises pour en accroître l'efficacité. Ils ont également reconnu l'utilité des plafonds imposés au financement monétaire des administrations publiques et indiqué combien il importait de les faire respecter dans le contexte de l'assainissement des finances publiques.

La qualité de l'intermédiation financière dans la zone UEMOA pourrait s'améliorer si le fonctionnement du marché régional interbancaire était renforcé, une licence unique adoptée pour les établissements bancaires de la zone et la concurrence entre les établissements financiers intensifiée. Les administrateurs ont également souligné l'importance d'améliorer le fonctionnement du système judiciaire. Tout en reconnaissant que la qualité du contrôle bancaire de l'Union était dans l'ensemble adéquate, ils ont insisté sur l'importance de mener rapidement à bien les programmes de restructuration en cours dans un certain nombre des pays membres. Ils ont recommandé que les gouvernements cherchent à privatiser entièrement le système bancaire et examinent sans délai la possibilité d'aligner les ratios de fonds propres sur les normes internationales.

Encadré 9

Conférence sur la transition

Le FMI a organisé les 1^{er}, 2 et 3 février 1999 une conférence sur la transition en Europe centrale et orientale. L'objectif était de tirer les leçons de dix années de transition afin de définir, pour un groupe de pays de plus en plus divers, de meilleures politiques et des réformes plus efficaces.

Dans son allocution d'ouverture, M. Camdessus, Directeur général du FMI, a examiné l'expérience de la décennie écoulée et les actions à engager dans l'avenir; il a en outre souligné combien il importe d'assurer l'État de droit et a mis l'accent sur les questions cruciales pour l'avenir.

La première séance a été consacrée à l'évolution de l'inflation et de la croissance. Les économies en transition d'Europe ont enregistré au début des années 90 une réduction spectaculaire de l'inflation qui a été à l'origine d'une croissance robuste. Bien qu'un grand nombre de réformes n'aient pas encore été menées à leur terme, la plupart de ces économies, surtout en Europe centrale et dans les États baltes, ont vu leur croissance progresser de manière satisfaisante et se heurtent désormais à des problèmes analogues à ceux que connaissent les économies de marché à

revenu intermédiaire. L'objectif dans tous les pays en transition doit être de veiller à la bonne conduite des affaires économiques; dans beaucoup de pays, l'État ne s'est pas suffisamment désengagé des activités économiques et, par contre, il n'intervient pas assez dans le domaine du droit et de l'ordre public. Les taux de croissance ont en général été plus élevés dans les économies en transition d'Asie (Chine, Mongolie, République démocratique populaire lao et Vietnam) que dans les pays d'Europe centrale ou orientale. La croissance la plus rapide a été enregistrée dans les régions où les réformes, surtout celle de l'agriculture, ont été les plus profondes et où les conditions initiales (secteur agricole assez important et main-d'œuvre rurale excédentaire, notamment) étaient plus favorables qu'en Europe.

Les participants à la deuxième séance, qui avait pour thème les réformes structurelles, ont conclu que les privatisations ont en général permis d'améliorer la situation financières des entreprises et leurs comptes d'exploitation, mais qu'au vu de leur bilan global contrasté, surtout dans les pays de l'ex-URSS, il y a lieu de s'interroger

sur les méthodes utilisées et les résultats obtenus. Les intervenants sont convenus que les privatisations étaient la seule solution possible et que l'État devait mobiliser ses énergies pour qu'elles donnent de meilleurs résultats, par exemple en cherchant à élargir la base de capital ou à céder les actifs à des investisseurs stratégiques. En ce qui concerne la réforme du secteur bancaire, trois piliers ont été identifiés : le gouvernement d'entreprise, la concurrence et le contrôle prudentiel. Ce dernier n'était optimal dans aucun pays de la région, mais les plus performants partagent un certain nombre de caractéristiques communes : par exemple, ils réglementent efficacement l'entrée dans le système (ou la sortie du système) des banques nationales ou étrangères pendant la libéralisation et créent un secteur bancaire commercial privé. Les moins performants dans le domaine de la réforme bancaire ont eux aussi des points communs : absence de concurrence, qualité médiocre des actifs, manque d'expérience dans le secteur, forte participation de l'État au capital, faible niveau du crédit aux entreprises et environnement économique instable.

Le Conseil a appuyé les mesures prises par les pays de l'UEMOA pour libéraliser le régime du commerce de la région moyennant l'adoption d'un tarif extérieur commun qui s'appliquerait intégralement en janvier 2000. Les administrateurs sont convenus que le nouveau barème tarifaire contribuerait à augmenter la production potentielle de l'ensemble de l'Union, car il permettrait d'augmenter la productivité et d'intensifier la concurrence et faciliterait l'intégration de la région à l'économie mondiale. Ils ont été d'avis que les pertes de recettes publiques imputables à la libéralisation des échanges, et en particulier à la mise en place du nouveau tarif extérieur commun, devraient d'abord être compensées par l'élimination des exemptions fiscales et des exonérations de droits de douane et par une amélioration de l'administration et du recouvrement des impôts.

Les administrateurs ont salué les efforts actuellement déployés pour harmoniser la fiscalité indirecte et adopter un code commun des investissements visant à éliminer, ou pour le moins à réduire considérablement, les exemptions de droits de douane et de taxe sur la

valeur ajoutée. Ils ont aussi encouragé les autorités à poursuivre les actions en cours pour améliorer le climat des affaires.

Dans la logique du traité de l'UEMOA, les administrateurs ont encouragé les autorités à poursuivre leurs efforts en vue de promouvoir la convergence régionale des performances économiques. Tout en reconnaissant les progrès réalisés ces deux dernières années sur le plan du respect des critères de convergence dans les domaines du solde budgétaire, de la contribution locale aux investissements publics et de la réduction des arriérés de paiements, ils ont incité les autorités à prendre des mesures énergiques pour intensifier la convergence de façon à promouvoir la stabilité et la croissance. Ils se sont félicités des actions engagées pour établir un cadre budgétaire commun et un ensemble d'indicateurs économiques comparables et ont indiqué que, pour améliorer la surveillance, il était indispensable de publier, dans de bons délais, des données fiables sur la comptabilité nationale, la dette intérieure et la balance des paiements.

La troisième séance a porté sur la nécessité pour les pays en transition de se doter d'institutions qui soutiennent l'économie de marché. Les intervenants ont noté que les entrées de capitaux dans ces pays avaient atteint des niveaux élevés et que les concours exceptionnels que l'on utilisait au départ avaient été remplacés par l'investissement étranger ou des flux d'autre nature, qui bénéficiaient avantageusement d'un climat juridique et politique favorable.

Les intervenants ont souligné que le rôle de l'État se transforme pendant la transition; la thérapie de choc représente la première phase de l'ajustement, mais la phase la plus délicate est celle au cours de laquelle de nouvelles institutions sont lentement mises en place, les incitations sont modifiées et le rôle de l'État est complètement repensé.

Les intervenants ont également examiné la question de l'économie parallèle dont la contribution au produit intérieur dépasse probablement 40 % du PIB dans plusieurs pays de l'ex-URSS et 20 % dans beaucoup d'autres. Ce n'est pas la fiscalité élevée qui pousse les entreprises à opérer sur ce type de marché, mais l'interventionnisme réglementaire, la précarité de

l'État de droit et la corruption. La réglementation excessive amène les entreprises à dissimuler leur activité, réduit les recettes publiques, affaiblit les institutions et accroît les risques de corruption; pour briser ce cercle, les gouvernements doivent moins intervenir, réformer l'administration, simplifier les lois et en assurer l'application, créer un système judiciaire indépendant, et donner davantage de transparence aux administrations publiques sur lesquelles le contrôle du public serait renforcé.

La transition à l'économie de marché s'est accompagnée d'une augmentation très sensible des inégalités de revenu, car les revenus du travail indépendant ou du capital (traditionnellement sources d'inégalités) représentent maintenant une fraction plus élevée du revenu national; en outre, certains anciens fonctionnaires se retrouvent au chômage et, parfois, les pauvres se trouvent exclus des transferts sociaux.

Après trois jours de débats, il apparaissait manifestement que les privatisations, les inégalités de revenu et les besoins institutionnels avaient évolué différemment selon les pays en transition (à cause en partie de leurs spéci-

ités historiques et géographiques) et que la stabilisation macroéconomique, dont la nécessité était largement admise, ne constituait que la première étape du processus de transition. Il est maintenant indispensable pour ces pays d'établir ou de renforcer les incitations et les infrastructures légales, budgétaires ou réglementaires nécessaires au fonctionnement d'une économie de marché.

Shigemitsu Sugisaki, Directeur général adjoint du FMI, a résumé la conférence en soulignant certains de ses thèmes fondamentaux :

- la stabilité budgétaire et monétaire est essentielle pour que la transition soit un succès;
- un secteur financier solide est un élément indispensable de la stabilité macroéconomique;
- les privatisations jouent un rôle capital dans l'établissement d'une économie de marché viable;
- la correction des inégalités de revenu revêt une importance de plus en plus grande;
- la mise en place d'institutions qui aident l'État à soutenir l'économie de marché est une opération complexe et de longue haleine qui est au cœur du processus de transition.

L'évolution observée dans les pays en transition

En novembre 1998, le Conseil d'administration a examiné comment la croissance et la désinflation avaient évolué dans les économies en transition. Les administrateurs ont noté que la reprise avait été inégale dans ces pays, qui se trouvaient d'ailleurs à des stades d'avancement différents (voir l'encadré 9). La transition était très avancée dans un certain nombre de pays baltes ou de pays d'Europe centrale, dont les problèmes économiques se rapprochaient progressivement de ceux que connaissent les économies de marché à revenu intermédiaire; dans ces pays, les réformes structurelles ont joué un rôle capital. En revanche, un vaste ensemble de réformes visant à établir les fondements du marché devaient encore être menées à bien dans la plupart des pays de la Communauté des États indépendants (CEI) et, dans une certaine mesure, dans les pays d'Europe du Sud-Est.

Les administrateurs ont fait observer que, dans certains pays baltes ou d'Europe centrale (Pologne, Hongrie, Estonie et Lettonie, par exemple), un embal-

ment de la reprise était à craindre, avec des risques de surchauffe et d'inversion des mouvements de capitaux. À l'avenir, la croissance devait tabler davantage sur la mobilisation de l'épargne et l'intermédiation efficace du secteur financier, ce qui faisait ressortir la nécessité d'asseoir le système bancaire sur des bases solides. Des initiatives beaucoup plus importantes devaient être lancées pour rationaliser, voire peut-être limiter, des programmes sociaux encore coûteux tout en assurant une protection sociale suffisante.

Dans le cas de la CEI et, dans une certaine mesure, des pays d'Europe du Sud-Est, les actions à engager variaient d'un pays à l'autre : la Bulgarie, et plus encore la Roumanie, devaient mener à bien un vaste programme de privatisations et imposer effectivement des contraintes budgétaires rigoureuses, le Bélarus et le Turkménistan s'engager sérieusement dans la réforme et l'Ouzbékistan relancer la réforme. La persévérance était indispensable, surtout pour assurer un suivi convenable de la réforme des finances publiques et du secteur financier. Les privatisations jouent un rôle capital

pour assurer l'efficacité économique et renouer avec la croissance, objectifs qui ne peuvent être atteints que si les pays imposent des contraintes budgétaires rigoureuses tout en mettant en place un cadre légal propre à protéger les droits afférents à la propriété et à faire respecter l'État de droit.

Les administrateurs ont reconnu qu'entre 1993 et 1997, de nombreuses économies en transition ont réalisé une désinflation rapide, au moindre coût en termes de production, en mettant en place assez vite — avant que s'installent les anticipations inflationnistes — de puissants programmes de stabilisation. La faible inertie de l'inflation s'expliquait par le recours limité à l'indexation des prix et des salaires et la rapidité de la libération des prix. La désinflation (par rapport à des niveaux élevés d'inflation) et la limitation des variations de l'inflation ont amélioré les perspectives de croissance à moyen terme dans les économies en transition.

Les administrateurs ont noté que le durcissement des contraintes budgétaires, alors que parallèlement la banque centrale était déclarée indépendante et que les plafonds imposés au crédit de cet établissement à l'État avaient été renforcés, a été l'élément principal des programmes de stabilisation. Bien que la relation entre les résultats budgétaires et une poursuite de la désinflation à des niveaux modérés d'inflation soit moins manifeste, la désinflation risquait même dans ce cas d'être freinée par une politique budgétaire susceptible de provoquer une surchauffe ou de mettre en péril la solvabilité à long terme des finances publiques. À cet égard, les administrateurs ont encouragé les pays qui avaient mené avec succès une politique de désinflation à appliquer des réformes structurelles visant à renforcer leur position budgétaire à long terme.

Certains administrateurs ont estimé que l'absence de points d'ancrage pour l'inflation n'a certes pas empêché la désinflation d'être rapide, mais qu'elle risquait de soumettre la politique monétaire à des pressions excessives à un stade ultérieur de la transition, alors que quelques autres se sont interrogés sur le bien-fondé d'un ciblage de l'inflation dans le contexte de la transition. Les administrateurs ont estimé que le risque d'une réaccélération de l'inflation pourrait être réduit au minimum par des réformes institutionnelles visant à donner plus d'autonomie à la banque centrale et de transparence à la politique monétaire.

En ce qui concerne le rôle des points d'ancrage monétaire, les administrateurs ont estimé que les taux de change fixes ont sans doute contribué sensiblement à la

longue phase d'inflation modérée qu'ont connue certains pays. Quelques autres ont souligné les inconvénients que présentent éventuellement ces taux, faisant en particulier valoir que les mouvements de capitaux risquent d'être plus instables à mesure que les pays progressent vers l'économie de marché, et ils ont préconisé d'introduire une certaine souplesse dans les régimes de change. À cet égard, on pourrait prêter une attention plus grande aux coûts et avantages des différents systèmes de change en fonction de la situation macroéconomique globale et du stade de la transition, y compris la question du changement de régime de change.

Pour maintenir les taux d'inflation à un niveau bas, il faut aussi établir un système financier sain. À vrai dire, l'instabilité financière qui est allée de pair avec la faiblesse des systèmes bancaires a joué un rôle crucial dans les quelques périodes de flambée des prix observées entre 1993 et 1997.

Les administrateurs se sont dits préoccupés par les retombées de la crise russe qui a atteint son point culminant en août 1998. Cette crise a renforcé les leçons qui peuvent être tirées de la phase de transition :

- la viabilité de la stabilisation financière est compromise lorsque les réformes structurelles visant à renforcer les droits afférents à la propriété et à améliorer la gestion des affaires publiques ne sont pas menées à terme;
- le coût d'une réforme incomplète en termes de perte de production et de recrudescence de l'inflation peut être élevé.

Les administrateurs ont demandé que ces considérations soient prises en compte dans la conception des futurs programmes appuyés par le FMI.

Dans tous les pays, et en particulier dans la CEI et en Europe du Sud-Est, la tâche fondamentale qui consiste à mettre fermement en place de bonnes règles de conduite des affaires économiques reste à accomplir. Si, dans de nombreux pays, l'État ne s'est pas suffisamment dégagé de l'activité économique, les autorités négligent peut-être trop désormais certains domaines qui permettraient de renforcer l'État de droit. La mauvaise gestion des affaires économiques a retardé les réformes structurelles, ce qui a freiné la reprise, ainsi que le développement d'un nouveau secteur des entreprises plus dynamique. En ce qui concerne les réformes structurelles, les administrateurs ont fait valoir que la coopération entre le FMI et la Banque mondiale devait être étroite afin de soutenir de la manière la plus efficace et la plus cohérente possible les efforts de stabilisation des pays en transition.

