



CHAPITRE 1

L'évolution de l'économie mondiale au cours de l'exercice 2000

L'économie mondiale s'étant mieux adaptée qu'on ne l'avait d'abord pensé aux crises survenues en 1997-98, la situation économique et financière s'est globalement améliorée au cours de l'exercice¹ (tableau 1.1 et graphique 1.1). Dans l'ensemble, la croissance s'est raffermie ou est demeurée vigoureuse dans les économies avancées, les pays en développement d'Asie et les pays en transition, mais a ralenti dans les pays d'Afrique, du Moyen-Orient et de l'Hémisphère occidental. L'inflation de base a été pour ainsi dire stable, ou a fléchi dans la plupart des régions, bien que certains pays aient continué d'accuser des déséquilibres budgétaires ou extérieurs. Les flux de capitaux à destination des marchés émergents se sont redressés en 1999 et le coût du financement a quelque peu diminué, mais, à cause de la fragilité de la situation, la reprise a été freinée dans de nombreux pays. En même temps, les pays sortant de la récession ont trouvé les débouchés nécessaires pour leurs exportations grâce à la demande dynamique en Amérique du Nord et croissante en Europe et dans certaines régions d'Asie.

Les autres grandes évolutions qui ont marqué 1999 et le début de 2000 sont la hausse des cours mondiaux du pétrole, qui ont atteint leur plus haut niveau depuis 1991, ainsi que la remontée des cours de nombreux autres produits de base, le raffermissement des taux d'intérêt dans les économies avancées, exception faite du Japon, et les plus-values enregistrées sur la plupart des marchés des actions, grâce essentiellement aux entreprises à vocation technologique. Les problèmes économiques ou financiers qui devaient résulter du passage à l'an 2000 ne se sont pas concrétisés, à cause en partie des initiatives prises par les secteurs privé ou public des pays ou les institutions internationales pour organiser ce passage ou pour en surmonter les difficultés.

En 1999/2000, l'activité a rebondi dans l'ensemble des pays en développement, du fait essentiellement des progrès enregistrés par les pays asiatiques touchés par la

crise et, dans une moindre mesure, la Russie. En Amérique latine, par contre, la croissance a été en moyenne inchangée, alors qu'on craignait initialement qu'elle ne s'effondre quand la crise financière de la fin de 1998 et du début de 1999 a frappé la région. En fait, la production industrielle a commencé à se redresser dans les grands pays de la région au milieu de 1999, et a suivi des tendances qui, dans les économies avancées, demeuraient à l'évidence divergentes. L'expansion s'est poursuivie à vive allure en Amérique du Nord, au Royaume-Uni, en Australie et dans quelques petits pays européens, mais a légèrement ralenti en Europe pour l'année dans son ensemble. La reprise s'est toutefois accélérée dans les grands pays de la zone euro au second semestre de 1999 et en 2000. L'économie japonaise est demeurée faible en 1999, la demande ayant considérablement varié durant l'année. Cet environnement mondial, marqué par une demande et une reprise fortes dans certains secteurs mais par une situation fragile dans d'autres, explique en partie l'évolution des marchés des produits de base et des capitaux, ainsi que le redressement du commerce mondial.

Environnement mondial

En ce qui concerne les *marchés des produits de base*, les cours mondiaux du pétrole ont presque triplé par rapport au faible niveau de 10 dollars le baril observé à la fin de 1998 et au début de 1999 et sont demeurés à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 25 et 30 dollars jusqu'à la fin de l'exercice. Ce renchérissement du pétrole, qui est imputable en partie à une contraction volontaire de l'offre par certains grands producteurs et à la vigueur inattendue de la reprise en Asie, a exercé, en 1999 et au début de 2000, des tensions à la hausse sur l'inflation dans de nombreux pays, tensions qui ont cependant été moins fortes que pendant les années 70 et n'ont guère eu d'impact jusqu'au début de 2000 sur les indicateurs de l'inflation de base. Il a en outre aidé à améliorer la situation financière des pays exportateurs. Les cours des autres produits de base se sont légèrement redressés, et l'indice du FMI des cours des produits de base non pétroliers a augmenté de 3 % environ durant l'exercice, mettant ainsi fin à un recul

¹Ce chapitre couvre en principe les évolutions observées au cours de l'exercice (mai 1999-avril 2000). Il est souvent nécessaire de se reporter aux années civiles à cause de lacunes dans les données.

Tableau 1.1

Aperçu général de l'économie mondiale*(Variation annuelle en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Production mondiale	2,0	2,3	3,7	3,6	4,1	4,1	2,5	3,3
Économies avancées	2,1	1,4	3,3	2,7	3,2	3,3	2,4	3,1
Principaux pays industrialisés	2,0	1,3	3,0	2,3	3,0	3,1	2,5	2,8
États-Unis	3,1	2,7	4,0	2,7	3,6	4,2	4,3	4,2
Japon	1,0	0,3	0,6	1,5	5,0	1,6	-2,5	0,3
Allemagne	2,2	-1,1	2,3	1,7	0,8	1,5	2,2	1,5
France	1,5	-0,9	2,1	1,8	1,1	2,0	3,4	2,7
Italie	0,8	-0,9	2,2	2,9	1,1	1,8	1,5	1,4
Royaume-Uni	0,1	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,2	2,0
Canada	0,9	2,3	4,7	2,8	1,7	4,0	3,1	4,2
Autres économies avancées	2,5	1,9	4,5	4,3	3,8	4,2	2,0	4,6
<i>Pour mémoire</i>								
Pays industrialisés	1,9	1,1	3,1	2,4	3,0	3,2	2,7	2,9
Zone euro	1,5	-0,8	2,4	2,3	1,5	2,4	2,8	2,3
Nouvelles économies industrielles d'Asie	6,0	6,3	7,6	7,3	6,2	5,8	-2,3	7,7
Pays en développement	6,4	6,4	6,7	6,1	6,5	5,8	3,2	3,8
Afrique	-0,7	0,4	2,3	3,2	5,6	2,9	3,1	2,3
Asie	9,4	9,4	9,6	9,0	8,3	6,7	3,8	6,0
Chine	14,2	13,5	12,6	10,5	9,6	8,8	7,8	7,1
Inde	4,2	5,0	6,7	7,6	7,1	5,8	4,7	6,8
ASEAN-4 ¹	6,3	6,9	7,6	8,0	7,3	3,3	-9,5	2,5
Moyen-Orient et Europe	6,2	3,5	0,5	3,8	4,6	4,7	2,7	0,7
Hémisphère occidental	3,6	4,1	5,0	1,7	3,6	5,4	2,1	0,1
Brésil	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,7	3,6	-0,1	0,5
Pays en transition	-14,4	-7,6	-7,6	-1,4	-0,6	1,7	-0,7	2,4
Europe centrale et orientale	-8,8	-3,8	-2,9	1,7	1,6	2,3	1,8	1,4
Bélarus et Ukraine non compris	-5,3	0,2	3,2	5,6	3,7	2,7	2,0	1,5
Russie	-19,4	-10,4	-11,6	-4,2	-3,4	0,9	-4,5	3,2
Transcaucasie et Asie centrale	-14,1	-11,0	-11,5	-5,0	1,3	2,6	2,3	4,4
Volume du commerce mondial (biens et services)	4,7	3,8	9,0	9,1	6,7	9,7	4,2	4,6
Importations								
Économies avancées	4,7	1,5	9,6	8,9	6,2	9,1	5,5	7,4
Pays en développement	11,2	11,0	7,1	11,1	8,3	10,5	0,4	-0,3
Pays en transition	-24,7	9,3	4,5	12,3	8,3	7,1	2,9	-5,4
Exportations								
Économies avancées	5,2	3,3	8,9	8,8	5,9	10,3	3,7	4,4
Pays en développement	11,5	8,0	12,2	8,3	11,2	10,9	4,5	1,7
Pays en transition	-21,3	9,0	1,3	10,3	5,3	4,9	6,3	3,9
Prix des produits de base								
Pétrole ²								
En DTS	-4,5	-11,1	-7,3	1,8	23,7	-0,2	-31,2	37,6
En dollars	-1,7	-11,8	-5,0	7,9	18,4	-5,4	-32,1	38,7
Produits de base non pétroliers (moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de produits de base)								
En DTS	-2,8	2,7	10,6	2,3	3,3	2,0	-13,5	-7,7
En dollars	0,1	1,8	13,4	8,4	-1,2	-3,3	-14,7	-6,9
Prix à la consommation								
Économies avancées	3,5	3,1	2,6	2,6	2,4	2,1	1,5	1,4
Pays en développement	36,1	49,8	55,1	22,9	15,1	9,5	10,1	6,5
Pays en transition	788,9	634,3	273,3	133,5	42,4	27,3	21,8	43,7
LIBOR à six mois (en pourcentage)								
Dépôts en dollars	3,9	3,4	5,1	6,1	5,6	5,9	5,6	5,5
Dépôts en yen	4,3	3,0	2,4	1,3	0,7	0,7	0,7	0,2
Dépôts en euros	9,8	7,4	5,7	5,7	3,7	3,5	3,7	3,0

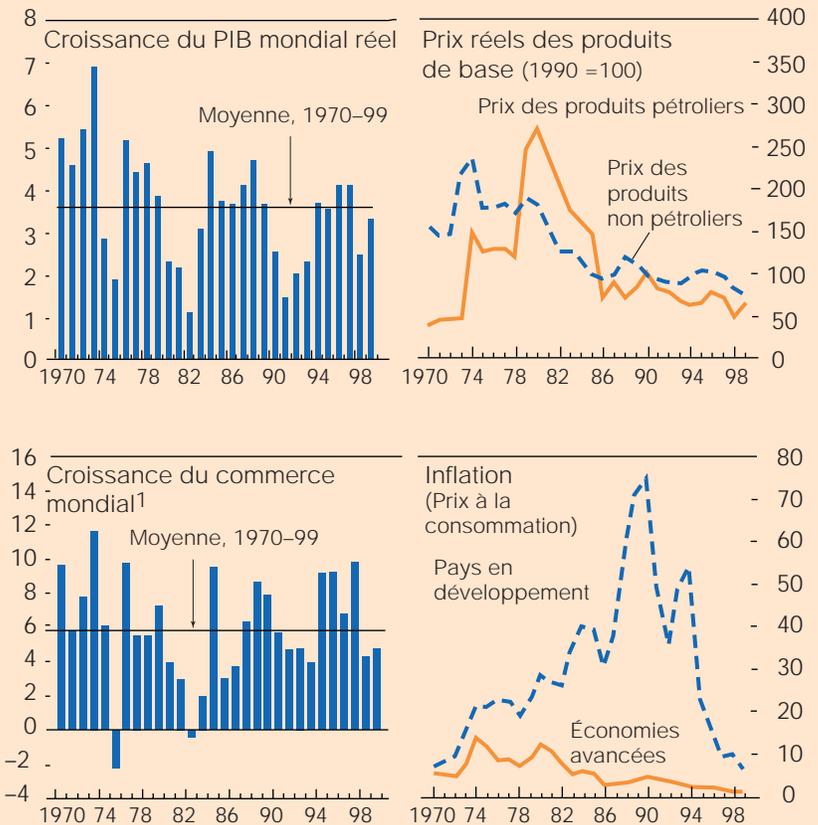
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (mai 2000)¹Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.²Moyenne non pondérée des prix du marché du disponible des bruts Brent, Dubaï et West Texas Intermediate.

tendanciel de quelque 30 % depuis le précédent record enregistré en 1996. Cependant, les prix ont évolué différemment selon les produits, et les termes de l'échange ne se sont pas améliorés dans tous les pays exportateurs.

Le *commerce mondial* — en volume — s'est redressé en 1999, ce qui a contribué à l'amélioration de l'environnement extérieur de nombreux pays. Dans les économies avancées, les importations se sont fortement accrues, principalement sous l'effet de la croissance de la demande intérieure aux États-Unis dont la vigueur ne s'est pas démentie et de la reprise qui s'est amorcée en Europe au second semestre de 1999. Elles ont été particulièrement fortes dans la région Asie et Pacifique, sauf au Japon, où la demande intérieure a été dans l'ensemble stagnante. S'agissant des pays en développement, pour lesquels les données sont préliminaires, les importations ont augmenté en Asie, grâce en partie au redressement qui a suivi la crise en Thaïlande et dans les autres pays. En Chine aussi, la demande de biens et de services étrangers s'est nettement accrue, encore que la progression connue des importations s'explique en partie par une vigoureuse campagne de lutte contre la contrebande. Par contre, le volume des importations a diminué dans les autres régions. Dans les pays de l'Hémisphère occidental, l'ajustement macroéconomique requis a provoqué une chute des importations de tous les grands pays en développement, à l'exception du Mexique. La Russie a également enregistré une compression sensible de ses importations, laquelle a eu pour effet de freiner la demande d'exportations dans les pays voisins, surtout pendant le premier semestre de l'année.

Les *flux de capitaux* à destination des marchés émergents sont demeurés faibles en 1999. Ils ne se sont que légèrement redressés par rapport aux niveaux auxquels ils étaient tombés en 1998 sous l'effet de la crise et sont restés en deçà des moyennes observées pour la décennie. En outre, dans le cadre des financements privés, les émissions de valeurs mobilières ont pris le pas sur les prêts bancaires. Ce sont les émissions d'actions qui ont enregistré la plus forte progression, et leur produit est allé presque exclusivement aux pays d'Asie où la reprise était la plus avancée. En réalité, du fait du redressement des pays émergents d'Asie, les entrées brutes de capitaux privés dans la région ont pour ainsi dire doublé.

Graphique 1.1
Indicateurs mondiaux
(Variation annuelle en pourcentage)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (mai 2000)
1 Biens et services, en volume.

Les flux à destination des pays en développement du Moyen-Orient et d'Afrique ont eux aussi augmenté; en revanche, ils n'ont guère varié dans le cas de la région Hémisphère occidental et ont diminué dans celui de l'Europe.

Les *charges financières* supportées par les marchés émergents ont varié en 1999 et en 2000, mais sont demeurées élevées par rapport à la période antérieure à la crise asiatique, sous l'effet à la fois des écarts considérables de taux d'intérêt et d'une légère tendance à la hausse des taux d'intérêt dans les pays avancés. Au début de 1999, la crise financière qui a frappé plusieurs pays d'Amérique latine a provoqué une forte majoration des écarts de taux pour les obligations dans certains pays (et une réduction des capitaux disponibles), dont l'impact s'est cependant dissipé rapidement en raison des mesures correctives que ceux-ci ont prises. De façon plus générale, les différences entre les écarts

de taux d'intérêt semblent avoir été plus grandes dans le cas des marchés émergents, les prêteurs ayant pris davantage en compte les risques propres à chaque pays, de sorte que la contagion a été moins forte que durant les périodes précédentes d'instabilité sur les marchés financiers. Le non-respect par certains pays de leurs obligations de paiements extérieurs ultérieurement dans l'année et en 2000 n'a pas, semble-t-il, soumis à des pressions systémiques les écarts de taux sur le marché secondaire. Au début de l'automne, les marchés obligataires se sont redressés (et les écarts de taux sur les marchés émergents ont diminué) à mesure que les investisseurs acquéraient la conviction que les problèmes informatiques liés au passage à l'an 2000 seraient évités. Le regain de confiance des investisseurs a favorisé ce redressement, ainsi qu'une plus grande différenciation des taux et un environnement dans l'ensemble plus stable, autant de facteurs qui, par leurs effets de synergie, ont renforcé la reprise en Asie en 1999 et dans d'autres régions ultérieurement dans l'année.

Les *taux d'intérêt des émissions libellées en dollars ou en euros* ont en général augmenté au cours de la période pour les instruments à échéance plus ou moins rapprochée, encore que les courbes de rendement ont eu tendance à s'aplatir au début de 2000. En Amérique du Nord et en Europe, les banques centrales ont durci la politique monétaire en vue d'endiguer la montée de l'inflation. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a relevé les taux d'intérêt entre le milieu de 1999 et la fin de 2000, et a ainsi plus qu'inversé les réductions opérées en 1998 pour fournir des liquidités aux marchés après la crise russe et le quasi-effondrement d'un important fonds spéculatif, qui menaçait le bon fonctionnement des marchés financiers. Dans la zone euro, qui s'engageait dans la voie de la reprise, les taux directeurs ont été relevés à la fin de 1999. Au Japon, par contre, la politique de taux d'intérêt «quasi nuls» suivie par la banque centrale depuis le début de 1999 figurait parmi les mesures prises pour relancer l'économie.

Sur les *marchés des changes*, les trois grandes monnaies mondiales ont enregistré d'importantes variations. L'euro, qui est devenu la monnaie unique de 11 pays européens le 1^{er} janvier 1999, s'est déprécié tout au long de l'année par rapport au yen et au dollar, alors que le yen s'appréciait par rapport au dollar pendant le second semestre (voir chapitre 2). À quelques exceptions près, les monnaies des grands pays à marché émergent ont dans l'ensemble été stables en 1999, surtout en comparaison des années précédentes. En Asie, les monnaies des pays touchés par la crise se sont appréciées ou sont restées pour ainsi dire stables en 1999 et au début de 2000, à la suite du retournement de la situation économique et financière dans ces pays. En Amérique latine, le real s'est déprécié par rapport au dollar et les monnaies des pays voisins lorsque le Brésil a adopté un régime de taux de change flottant au début

de 1999, avant de se stabiliser ultérieurement dans l'année; après avoir appliqué pendant des années un système de bandes de fluctuation mobiles, le Chili est passé à un régime de flottement libre, sans aucune conséquence sensible sur la valeur tendancielle de la monnaie. Les autres grandes monnaies de la région ont été dans l'ensemble stables par rapport au dollar. De même, le rouble est devenu beaucoup moins instable, surtout à la fin de 1999.

Économies avancées et économies de marché émergentes : principales évolutions

En *Asie*, la reprise qui a suivi la crise de 1997-98 et la récession qui en avait résulté a été impressionnante. La Corée, la Malaisie et la Thaïlande ont soutenu cette reprise par des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes, qui ont contribué au retournement de la demande intérieure. En outre, le dynamisme des exportations à destination de la région et de l'Amérique du Nord a stimulé la croissance, de sorte qu'il a été possible d'accroître les importations sans revenir aux déficits extérieurs courants constatés avant la crise. En conséquence, la région a été pourvoyeur net de ressources financières sur les marchés mondiaux des capitaux en 1999. Cette même année, la reprise a commencé également à gagner du terrain en Indonésie, dont le taux de croissance du PIB réel a été positif après une forte contraction l'année précédente. En 1999, l'expansion en *Chine* a légèrement ralenti, alors qu'elle s'est redressée en *Inde*. Elle est cependant demeurée assez robuste dans les deux pays pour que le revenu par habitant continue d'augmenter et que le recul de la pauvreté se poursuive. En Chine, la croissance a été soutenue et renforcée par l'amélioration de la situation dans les autres économies de la région — ce qui a été à l'origine d'excellents résultats à l'exportation — et par les premiers effets du programme de relance budgétaire adopté au second semestre de 1999; la baisse des prix, qui était devenue de plus en plus inquiétante pour les autorités, a commencé à se ralentir au milieu de 1999, mais le chômage est demeuré un sujet de préoccupation. En Inde, un redressement de la production industrielle en 1999 a aidé à compenser le ralentissement de la production agricole au second semestre de l'année.

En *Amérique latine*, l'impact macroéconomique de la crise financière de 1998-99 a été moins grave que lors de la précédente crise asiatique, et la croissance était au rendez-vous dans la plupart des économies de la région à la fin de 1999. Au *Brésil*, la reprise s'est amorcée au début de l'année, sous l'effet de l'augmentation de la production agricole et industrielle, cette dernière étant soutenue par l'amélioration de la compétitivité. En *Argentine*, la demande intérieure a été faible en 1999, mais la production industrielle a commencé à se redresser au milieu de l'année, ce qui laissait présager un retournement de la situation économique. De même, un redressement de la production industrielle a été le signe avant-coureur d'une

reprise robuste au *Chili*. Un fléchissement de l'activité a été évité au *Mexique* en raison de la vigueur de la demande d'importations aux États-Unis, le premier partenaire commercial de ce pays, de l'augmentation des recettes pétrolières due à la hausse des cours et de l'accroissement de la demande intérieure. Dans la plupart de ces pays, la reprise a été rapide grâce à un taux d'inflation relativement bas, qui a stimulé la confiance et donné aux autorités la possibilité d'engager certaines actions pour remédier, le cas échéant, à une situation économique fragile. Cependant, la *Colombie*, l'*Équateur* et le *Venezuela* ont accusé une contraction plus marquée.

En *Afrique*, la croissance a ralenti en 1999, sous l'effet essentiellement de la faiblesse de la situation économique dans plusieurs grands pays. L'*Afrique du Sud* a été touchée directement par la crise financière mondiale qui a eu des répercussions sur ses marchés d'exportation, alors que la remontée des cours du pétrole durant l'année a aidé le *Nigéria* et les autres pays exportateurs pendant le second semestre de 1999, sans toutefois influencer sensiblement sur les indicateurs économiques annuels. Le *Kenya* et plusieurs autres pays ont subi l'impact de la faiblesse des cours des produits de base non pétroliers, qui, conjuguée au renchérissement des importations de pétrole, a aggravé la récente tendance à la baisse des termes de l'échange de ce pays. Dans nombre de pays d'Afrique subsaharienne, l'activité a pâti du niveau médiocre des précipitations en 1999, ainsi que des dérapages observés dans l'exécution de la politique économique de certains pays de la région. Il est encourageant de constater que le taux de croissance moyen des pays de la région appliquant un programme appuyé par le FMI a augmenté. Certains de ces pays ont pu bénéficier d'un allègement de leur dette dans le cadre de la première étape de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (voir chapitre 5).

Au *Moyen-Orient*, le revenu national des pays exportateurs de pétrole s'est accéléré sous l'impulsion de la hausse des cours et de ses effets sur les termes de l'échange. Cette hausse a aussi permis d'alléger les pressions exercées les années précédentes sur les comptes extérieurs et budgétaires par le faible niveau des cours. La croissance a toutefois été faible dans ces pays, car la hausse des cours mondiaux a résulté en partie d'une réduction de leur production de pétrole, qui représente une part importante de leur production globale. L'économie *égyptienne*, qui a bénéficié d'un environnement marqué par une inflation faible, a été l'une des plus vigoureuses de la région. Parmi les autres pays, il convient de citer la *Turquie*, dont l'économie s'est fortement contractée en 1999 et où un programme d'ajustement a été mis en place à la fin de l'année.

Les évolutions macroéconomiques dans les *pays en transition* ont reflété à la fois la hausse des cours du pétrole et le comportement des marchés à l'exportation. Les résultats macroéconomiques de la *Russie* ont dépassé les prévisions faites après la crise financière de 1998, mais les exportations en volume ne se sont pas redressées aussi fortement et aussi rapidement après la dépréciation du rouble que dans les pays d'Asie et d'Amérique latine. Les soldes budgétaire et extérieur courant de la Russie ont aussi bénéficié du renchérissement mondial du pétrole. Les États baltes et ceux d'Europe centrale ont surmonté le récent ralentissement économique observé dans l'Union européenne, encore que leur croissance ait fléchi pendant l'année.

En 1999, les *économies avancées* ont continué d'enregistrer des résultats économiques divergents. La croissance de la production et de la demande a été robuste aux États-Unis l'an dernier et en 2000, alors que l'économie japonaise a été pour ainsi dire stagnante pour l'ensemble de l'année 1999, car à une phase d'expansion au premier semestre a succédé une phase de contraction au second semestre. Au début de 2000, toutefois, les premiers signes de reprise ont pu être observés : redressement de la production industrielle, augmentation sensible des commandes de machines et redémarrage des exportations. Cependant, cette reprise est restée fragile, comme le montre la faiblesse de la demande de biens de consommation pendant l'année. En Europe, l'activité s'est accélérée, surtout au second semestre de 1999, mais cette observation générale masque certaines différences entre les pays : la croissance était plus forte en France que dans les autres grands pays continentaux, et nombre de petits pays membres de la nouvelle union monétaire européenne ont connu une expansion vigoureuse.

En 1999, le *solde extérieur courant* de l'ensemble des pays industrialisés s'est dégradé d'un montant équivalant à 170 milliards de dollars. Cependant, cette dégradation a été inégale selon les pays. Elle a surtout été causée par l'augmentation du déficit des États-Unis, qui a atteint un niveau sans précédent par rapport au PIB et qui a été enregistré à un moment où le dollar était fort et où la hausse des dépenses d'investissement dépassait celle de l'épargne intérieure. L'excédent courant s'est légèrement contracté au Japon et dans la zone euro, en partie du fait du renchérissement du pétrole. En résumé, les pays industrialisés ont stimulé comme il convenait la demande dans les économies de marché émergentes, mais parallèlement, à en juger par les flux nets de capitaux, les financements à destination de ces économies n'ont augmenté que faiblement.





CHAPITRE 2

Surveillance bilatérale, mondiale et régionale

La surveillance des politiques économiques et financières des pays membres est au cœur même de la mission du FMI, qui est d'améliorer le fonctionnement du système monétaire international. Les crises financières qui ont secoué le Mexique en 1994, puis l'Asie et d'autres économies de marché émergentes quelques années plus tard, ont donné à la surveillance une importance encore plus grande. Le FMI l'a adaptée à l'évolution des besoins des pays membres dans une économie mondiale de plus en plus intégrée. De ce fait, la surveillance est également la fonction du FMI qui fait la synthèse de la plupart des initiatives engagées ou projetées à l'appui des efforts déployés par la communauté internationale pour renforcer l'architecture du système monétaire et financier de la planète (voir chapitre 4). Le FMI a en outre veillé à préserver la continuité du processus à la faveur de mécanismes et de débats informels et complémentaires.

La surveillance du FMI se décline comme suit :

- *Surveillance bilatérale.* Elle prend la forme de consultations (en général annuelles) avec les pays membres sur leurs politiques. Il s'agit des « consultations au titre de l'article IV » (pour désigner l'article des Statuts du FMI qui les prescrit).
- *Surveillance mondiale.* Elle correspond au bilan de l'économie mondiale que le Conseil d'administration dresse à intervalles réguliers à partir des rapports sur les perspectives de l'économie mondiale préparés par les services du FMI, et à l'examen périodique de l'évolution et des perspectives des marchés internationaux de capitaux ainsi que des questions de politique générale qu'ils soulèvent.
- *Surveillance régionale.* La surveillance régionale des unions monétaires s'est récemment intensifiée. Par exemple, durant l'exercice de 2000, le Conseil d'administration a examiné l'évolution de l'Union économique et monétaire européenne et de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale¹. L'intensification des échanges entre les

services du FMI et les autorités régionales permet de compléter les consultations engagées avec les pays membres.

Pour donner à la surveillance plus de continuité et d'efficacité, le Conseil d'administration complète les activités programmées de suivi systématique par des séances informelles, dont la fréquence peut être mensuelle, voire plus rapprochée, sur les grands événements qui touchent certains pays ou certaines régions. Le Conseil examine également de façon périodique les faits marquants de l'économie mondiale et des marchés financiers. L'évaluation qu'opère le Conseil d'administration de manière continue sert de base et d'orientation aux travaux des services du FMI sur les pays membres, et ses résultats sont communiqués aux autorités nationales par les administrateurs.

Le FMI s'efforce par tous ces moyens d'avertir des dangers et d'anticiper l'action requise de la part de ses pays membres.

Ces dernières années, plusieurs phénomènes ont mis en lumière l'importance vitale d'une surveillance efficace et rapprochée de l'économie mondiale. Citons à cet égard la rapide croissance des marchés de capitaux privés, l'intégration accrue sur le plan économique et financier, les retombées internationales des erreurs de politique intérieure et les répercussions de la convertibilité monétaire aux fins des transactions courantes et des réformes axées sur le marché dans la plupart des pays membres.

Pour être efficace, la surveillance du FMI dépend de plus en plus des éléments suivants :

- *Fourniture d'informations.* Le FMI encourage les pays à agir avec plus de transparence et à procéder à une divulgation plus complète de données fiables dans de bons délais. C'est pourquoi les activités de surveillance accordent une plus grande attention aux lacunes ou carences qui pourraient entraver l'analyse et insistent sur l'importance de la franchise quant à la qualité des données disponibles.
- *Continuité de la surveillance.* Aux consultations annuelles s'ajoutent des visites intermédiaires des services du FMI dans les pays membres ainsi que de

¹L'une des deux unions monétaires de la zone franc (l'autre étant l'Union économique et monétaire ouest-africaine).

- fréquentes réunions informelles du Conseil d'administration pour passer en revue les principaux événements qui s'y sont produits.
- *Portée de la surveillance.* La surveillance au niveau du pays porte essentiellement sur les politiques menées en matière de taux de change ainsi que sur les plans macroéconomique et structurel. Partant de la situation que connaît le pays, elle vérifie si ces politiques sont propres à maintenir une stabilité raisonnable des prix, à assurer la viabilité des comptes externes et à promouvoir la croissance. Sous l'effet de l'intégration rapide des marchés financiers internationaux, l'évolution des mouvements de capitaux, les questions liées au secteur financier et l'évaluation de la vulnérabilité externe — en particulier dans le cas des pays à marché émergent — sont aussi devenues des dimensions essentielles de la surveillance. L'éventail de domaines couverts continuera probablement d'évoluer comme l'économie mondiale, mais les questions liées à la viabilité externe et à la vulnérabilité aux crises de balance des paiements ou monétaires continueront d'occuper une position privilégiée. La surveillance porte aussi dans certains cas sur des domaines qui ne relèvent pas de sa vocation première, comme la pauvreté, la santé, l'éducation, l'environnement, la bonne gestion publique et le budget de la défense lorsqu'ils exercent une influence directe et considérable sur la situation macroéconomique.
 - *Évaluation de la vulnérabilité.* La surveillance bilatérale accorde une importance croissante aux analyses de vulnérabilité, en particulier pour les économies de marché émergentes. Cette analyse repose sur le recueil d'informations plus complètes et plus actualisées — notamment sur les indicateurs relatifs à la dette et aux réserves et sur les mouvements de capitaux. Des travaux ont en outre été engagés sur les éléments structurels et institutionnels de la gestion des réserves de change, le suivi rapproché des engagements externes du système bancaire, les indicateurs macroprudentiels de vulnérabilité du secteur financier, ainsi que sur les systèmes d'alerte rapide.
 - *Transparence.* De considérables progrès ont été accomplis du point de vue de la transparence de la politique des pays membres et des conseils que leur donne le FMI. Près d'un tiers des pays membres ont pris part à un programme-pilote prévoyant la publication volontaire des rapports des services du FMI sur les consultations au titre de l'article IV, et l'immense majorité des pays membres publient des notes d'information au public (NIP)² à l'issue des dites consultations.

²Les notes d'information au public (NIP) sont publiées, si les pays membres le souhaitent, une fois achevées les consultations au titre de l'article IV. La diffusion des notes vise à renforcer la surveillance de la politique économique en donnant plus de transparence à l'évaluation qu'en fait le FMI.

- *Surveillance et normes.* L'observation, à titre volontaire, de normes et de codes de bonnes pratiques internationaux est perçue de plus en plus comme un moyen d'améliorer les conditions d'exercice de la politique économique et de réduire la vulnérabilité financière et macroéconomique des pays. Le travail d'élaboration et de renforcement des normes progresse, notamment avec la mise en place de la norme spéciale de diffusion des données (NSDD), le code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière et les principes fondamentaux du Comité de Bâle pour un contrôle bancaire efficace. Des progrès ont également été enregistrés dans la préparation d'évaluations de l'observation des normes par les pays membres dans le cadre des activités expérimentales du programme d'évaluation du secteur financier (PESF) et des rapports sur l'observation des normes et codes (RONC). La surveillance fournit un cadre pour articuler et examiner avec les autorités nationales les conséquences des évaluations de l'observation de normes et de codes.

Surveillance bilatérale

Le FMI engage des consultations avec ses pays membres — en général chaque année — afin de passer en revue l'évolution de leur situation et de leur politique économiques. Loin de se limiter à la dimension macroéconomique, ces consultations abordent les autres domaines qui influent sur les résultats de la politique macroéconomique, dont le marché du travail, la gestion publique et l'environnement. Compte tenu de l'intégration croissante des marchés financiers à l'échelle mondiale, le FMI s'intéresse également de façon plus directe aux questions relatives aux mouvements de capitaux et aux secteurs financier et bancaire (voir au chapitre 4 l'analyse des mécanismes de renforcement de la surveillance du secteur financier des pays membres).

Pour mener à bien ses activités de surveillance bilatérale, le FMI envoie une mission dans le pays, recueille des informations sur sa situation économique et financière et discute avec les autorités de l'évolution de l'économie depuis les dernières consultations, ainsi que des mesures d'ordre monétaire, budgétaire et structurel mises en œuvre. En général, l'administrateur pour le pays membre participe à ces discussions. Le plus souvent, les services du FMI résumant les entretiens de 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, rend compte des questions de fond examinées avec les autorités et évalue l'orientation des politiques en vigueur. Ensuite, le Conseil d'administration examine ce rapport lors d'une réunion où le pays

Tableau 2.1
Consultations au titre de l'article IV conclues au cours de l'exercice 2000

Pays	Date	Date de la NIP	Pays	Date	Date de la NIP
Afrique du Sud	14 février 2000	10 mars 2000	Kiribati	16 juillet 1999	22 septembre 1999
Albanie	14 juin 1999	22 juin 1999	Koweït	13 mars 2000	4 avril 2000
Allemagne	20 octobre 1999	3 novembre 1999	Lesotho	12 juillet 1999	—
Antigua-et-Barbuda	10 novembre 1999	22 novembre 1999	Lettonie	28 juillet 1999	10 août 1999
Antilles néerlandaises	7 juin 1999	13 juillet 1999	Liban	8 septembre 1999	—
Arabie Saoudite	6 octobre 1999	—	Libéria	28 février 2000	11 avril 2000
Arménie	8 octobre 1999	5 novembre 1999	Lituanie	26 juillet 1999	3 août 1999
Aruba	7 mai 1999	26 mai 1999	Malaisie	7 juillet 1999	8 septembre 1999
Australie	28 janvier 2000	15 février 2000	Maldives	27 octobre 1999	—
Autriche	9 juin 1999	21 juin 1999	Malte	18 juin 1999	13 juillet 1999
Azerbaïdjan	30 juin 1999	9 août 1999	Maroc	9 juin 1999	25 juin 1999
Bahamas	3 août 1999	27 août 1999	Maurice	3 août 1999	18 août 1999
Bangladesh	24 janvier 2000	—	Mexique	17 mars 2000	22 mars 2000
Barbade	5 novembre 1999	10 décembre 1999	Moldova	6 août 1999	23 août 1999
Bélarus	27 juillet 1999	—	Mongolie	24 janvier 2000	17 février 2000
Belgique	25 février 2000	3 mars 2000	Mozambique	28 juin 1999	14 juillet 1999
Bénin	23 août 1999	—	Myanmar	13 octobre 1999	—
Bhoutan	7 juin 1999	17 juin 1999	Népal	18 février 2000	14 mars 2000
Bolivie	7 février 2000	25 février 2000	Nicaragua	15 septembre 1999	27 septembre 1999
Bosnie-Herzégovine	8 mars 2000	16 mars 2000	Nigéria	8 décembre 1999	—
Botswana	6 octobre 1999	17 novembre 1999	Norvège	28 janvier 2000	15 février 2000
Brazil	28 juillet 1999	23 août 1999	Nouvelle-Zélande	30 août 1999	15 septembre 1999
Bulgarie	31 mars 2000	19 avril 2000	Oman	30 juin 1999	16 juillet 1999
Burkina Faso	21 mai 1999	28 juin 1999	Ouganda	26 août 1999	—
Burundi	15 mars 2000	7 avril 2000	Ouzbékistan	31 janvier 2000	—
Canada	2 février 2000	18 février 2000	Palaos	10 novembre 1999	24 novembre 1999
Cap-Vert	24 mai 1999	14 juin 1999	Panama	16 février 2000	28 février 2000
Chine, Rép. pop. de	23 juillet 1999	—	Papouasie- Nouvelle-Guinée	8 juin 1999	—
Colombie	20 décembre 1999	29 décembre 1999	Paraguay	1 ^{er} mars 2000	—
Corée	17 décembre 1999	29 décembre 1999	Pays-Bas	15 octobre 1999	25 octobre 1999
Costa Rica	6 octobre 1999	26 octobre 1999	Pérou	24 juin 1999	6 juillet 1999
Côte d'Ivoire	15 juin 1999	16 juillet 1999	Philippines	22 juillet 1999	10 août 1999
Croatie	7 janvier 2000	31 janvier 2000	Pologne	15 mars 2000	31 mars 2000
Danemark	5 août 1999	26 août 1999	Portugal	8 octobre 1999	22 octobre 1999
Djibouti	18 octobre 1999	—	Qatar	24 janvier 2000	—
Dominique	10 janvier 2000	16 février 2000	Rép. arabe syrienne	2 juillet 1999	—
El Salvador	5 novembre 1999	15 novembre 1999	Rép. dém. pop. lao	22 novembre 1999	2 décembre 1999
Érythrée	8 mars 2000	—	Rép. Dominicaine	6 août 1999	25 août 1999
Espagne	30 juin 1999	30 juillet 1999	Rép. slovaque	21 juillet 1999	4 août 1999
Estonie	24 juin 1999	1 ^{er} juillet 1999	Rép. tchèque	21 juillet 1999	29 juillet 1999
États-Unis	30 juillet 1999	5 août 1999	Royaume-Uni	1 ^{er} mars 2000	6 mars 2000
Éthiopie	27 juillet 1999	16 août 1999	Russie	28 juillet 1999	2 août 1999
Finlande	8 octobre 1999	18 octobre 1999	Rwanda	19 novembre 1999	6 décembre 1999
France	22 octobre 1999	28 octobre 1999	Saint-Vincent-et-les Grenadines	10 novembre 1999	10 décembre 1999
Gambie	18 juin 1999	12 juillet 1999	São Tomé-et-Principe	28 avril 2000	16 mai 2000
Géorgie	21 avril 2000	18 mai 2000	Slovénie	3 mars 2000	16 mars 2000
Ghana	19 novembre 1999	7 décembre 1999	Soudan	12 mai 1999	3 juin 1999
Grèce	20 octobre 1999	8 novembre 1999	Sri Lanka	13 octobre 1999	22 octobre 1999
Guatemala	16 décembre 1999	29 décembre 1999	Suède	25 août 1999	2 septembre 1999
Guinée	21 décembre 1999	8 mars 2000	Suisse	14 février 2000	4 mars 2000
Guinée-Bissau	13 septembre 1999	8 octobre 1999	Suriname	30 juin 1999	19 août 1999
Guinée équatoriale	23 août 1999	30 août 1999	Tadjikistan	27 janvier 2000	14 février 2000
Guyana	12 mai 1999	21 mai 1999	Thaïlande	12 janvier 2000	10 février 2000
Haïti	3 septembre 1999	24 septembre 1999	Togo	21 mai 1999	7 juillet 1999
Honduras	18 février 2000	6 mars 2000	Trinité-et-Tobago	9 juin 1999	21 juin 1999
Hongrie	8 mars 2000	17 mars 2000	Tunisie	2 septembre 1999	17 septembre 1999
Irlande	4 août 1999	20 août 1999	Turkménistan	1 ^{er} novembre 1999	—
Islande	5 mai 1999	14 mai 1999	Turquie	22 décembre 1999	3 janvier 2000
Israël	23 mars 2000	24 avril 2000	Uruguay	27 juillet 1999	30 juillet 1999
Italie	3 juin 1999	23 juin 1999	Venezuela	6 août 1999	—
Jamaïque	10 janvier 2000	27 janvier 2000	Vietnam	21 mai 1999	8 juin 1999
Japon	4 août 1999	13 août 1999	Zimbabwe	5 mai 1999	—
Kazakhstan	26 juillet 1999	9 août 1999			
Kenya	16 décembre 1999	5 janvier 2000			

est représenté par son administrateur. Le Président du Conseil d'administration (le Directeur général) ou le Président par intérim résume les opinions exprimées par les administrateurs à cette occasion. Un document intitulé «Résumé du Président» est ensuite préparé. Si l'administrateur qui représente le pays membre donne son accord, le texte est diffusé avec des informations liminaires sous forme d'une note d'information au public. Durant l'exercice 2000, le Conseil a conclu 127 consultations au titre de l'article IV avec des pays membres, dont 106 ont abouti à la publication d'une NIP (tableau 2.1); les NIP sont également disponibles sur le site Internet du FMI.

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 et des accords financiers de précaution, ainsi que par le biais des programmes suivis par le FMI.

- *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 financières 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 économique et en montrant que le FMI avalise 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 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.

Surveillance mondiale

Perspectives de l'économie mondiale

La surveillance que le Conseil d'administration effectue à l'échelle mondiale repose sur les rapports des services du FMI sur les perspectives de l'économie mondiale, qui présentent une analyse exhaustive pour l'ensemble du monde et divers pays et régions, ainsi que des études thématiques. Ces rapports sont en général préparés (et publiés) à intervalles semestriels, mais, si les conditions de l'économie mondiale le justifient, leur fréquence peut être plus rapprochée.

Durant l'exercice 2000, le Conseil d'administration s'est réuni à deux reprises pour examiner les perspectives de l'économie mondiale : en septembre 1999 et en mars 2000. Ses discussions ont été centrées sur le raffermissement de la reprise économique mondiale.

En septembre 1999, les administrateurs ont salué le regain de vigueur enregistré par l'économie mondiale sous l'effet de la reprise rapide de la plupart des pays asiatiques frappés par la crise et, dans une moindre mesure, de la Russie, des premiers signes d'un renversement de tendance longtemps attendu au Japon, des résultats plus favorables que prévu enregistrés par le Brésil, du raffermissement de l'activité dans la majeure partie de l'Europe occidentale et de la poursuite de la croissance aux États-Unis. La détente observée sur les marchés financiers a appuyé l'expansion de nombreuses économies de marché émergentes qui ont aussi bénéficié, pour certaines d'entre elles, de la hausse des prix de certains produits de base, et en particulier du pétrole. Dans le même temps, l'activité des pays industrialisés a continué d'être soutenue par une inflation en général modérée, des taux d'intérêt peu élevés et, le plus souvent, des finances publiques en meilleure posture. Les administrateurs ont souscrit aux projections des services du FMI, qui laissent entrevoir une accélération de l'expansion en l'an 2000, le léger ralentissement attendu aux États-Unis et au Canada devant être plus que compensé par le renforcement de l'activité dans les autres pays industrialisés et dans la plupart des économies de marché émergentes.

Si les administrateurs sont convenus que les risques qui entourent ces projections s'équilibrent globalement, plusieurs d'entre eux ont souligné l'incertitude qui pèse sur les perspectives de l'économie mondiale. Les répercussions éventuelles d'un fléchissement de l'activité aux États-Unis ont été jugées particulièrement préoccupantes. Pour la plupart des administrateurs, ce ralentissement est inévitable et nécessaire, car les déséquilibres intérieurs et extérieurs de l'économie américaine se sont accentués. Plusieurs d'entre eux ont cependant observé qu'il ne faut pas considérer que la transition en douceur vers une croissance un peu plus modérée et soutenable est pour autant acquise. Ils se demandaient aussi, de même que d'autres administrateurs, si la reprise serait assez robuste au Japon et en Europe pour compenser le fléchissement de l'expansion aux États-Unis.

Lors de leur réunion de mars 2000 sur les perspectives de l'économie mondiale, les administrateurs se sont réjouis du redressement rapide de l'économie mondiale observé en 1999 et de la perspective d'une croissance encore plus forte en l'an 2000. Les conditions économiques et financières se sont améliorées de manière spectaculaire dans le monde au cours d'une année qui a vu la croissance s'accélérer dans presque toutes les régions. Les administrateurs ont noté que la vigueur remarquable de l'économie des États-Unis et la forte croissance apparente en Europe de l'Ouest ont soutenu de manière décisive des reprises plus marquées que prévu en Asie, en Amérique latine et dans d'autres économies de marché émergentes. Les mesures éner-

giques que les responsables économiques des pays frappés par la crise ont adoptées pour intensifier les efforts d'ajustement et de réforme ont aussi joué un rôle important, de même que le soutien de la communauté internationale. Les administrateurs ont estimé qu'au moins à court terme, si les prévisions de croissance mondiale devaient être révisées, elles le seraient fort probablement à la hausse.

Dans le même temps, les administrateurs ont exprimé une certaine inquiétude face au risque d'une correction des cours des valeurs mobilières (en particulier dans les secteurs de la technologie et de l'information) extrêmement élevés de par le monde, au manque de clarté des signes de reprise économique au Japon, aux facteurs de vulnérabilité qui subsistent dans les économies de marché émergentes et aux déséquilibres économiques et financiers mondiaux grandissants qui, s'ils n'étaient pas rectifiés, pourraient perturber sensiblement la croissance mondiale future. Un redressement continu de la demande intérieure en Europe de l'Ouest et au Japon ainsi qu'un certain ralentissement de l'expansion aux États-Unis aideront à réduire les écarts de taux de croissance entre les principaux pays industrialisés. Plusieurs administrateurs ont également évoqué les incertitudes supplémentaires nées des augmentations des prix du pétrole. Étant donné ces préoccupations, et en dépit de l'amélioration générale de la situation économique mondiale, les responsables des divers pays du monde sont confrontés à des défis importants, mais fort différents. Dans certains pays, la politique macroéconomique doit être axée sur le soutien de la reprise en cours, tandis que, dans d'autres, il est probablement nécessaire d'affermir davantage l'orientation macroéconomique afin de réduire les risques de surchauffe. D'une manière plus générale, des réformes structurelles plus vigoureuses et plus vastes renforceraient les perspectives de croissance continue de presque tous les pays en développement et de nombreuses économies avancées.

L'évolution dans les principales zones monétaires

Examinant la situation des *États-Unis*, les administrateurs ont noté qu'en dépit de plusieurs relèvements des taux d'intérêt opérés par la Réserve fédérale, les signes de ralentissement de l'activité économique étaient rares et que la croissance semblait s'être en fait accélérée vers la fin de 1999. Il est possible, selon eux, que le taux de croissance potentiel des États-Unis ait été accru par la vigueur de l'augmentation de l'investissement et de la productivité, la modération des pressions salariales et le faible taux d'inflation issus des mutations intervenues dans l'économie. De nombreux administrateurs n'en ont pas moins exprimé leur inquiétude devant les déséquilibres internes et externes grandissants qui accompagnent la prolongation de l'expansion. Ils ont cité notamment le déficit des transactions courantes, qui n'a

jamais été aussi prononcé, le taux d'épargne privée nette largement négatif et le niveau élevé des cours des valeurs mobilières. Les administrateurs ont reconnu le rôle essentiel de la demande intérieure aux États-Unis dans le soutien de la reprise mondiale, ainsi que l'importance du dynamisme de l'investissement intérieur et de l'accroissement de l'épargne nationale pour l'évolution du solde des transactions courantes. Cependant, de nombreux administrateurs ont jugé probablement inévitable un nouveau relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis, faute de signes plus nets d'un ralentissement de la demande. Ils ont fait valoir que cette stratégie renforcerait les perspectives d'«atterrissage en douceur» de l'économie, alors qu'une réaction plus tardive augmenterait le risque d'une nouvelle aggravation des déséquilibres et d'un «atterrissage brutal» par la suite. De même, la diminution des écarts de taux de croissance de par le monde contribuerait à réduire le déficit extérieur des États-Unis.

Certains administrateurs ont toutefois noté que des majorations supplémentaires de taux d'intérêt aux États-Unis risqueraient de nuire aux perspectives de reprise durable dans quelques-unes des principales économies de marché émergentes, en particulier dans les pays d'Amérique latine devant satisfaire à d'importants besoins de financement extérieur au cours des années à venir. En conséquence, ces administrateurs ont préconisé la prudence à l'égard de nouveaux durcissements de la politique monétaire, estimant plutôt que la poursuite du rééquilibrage des finances publiques dans le but de ralentir la progression de la demande intérieure permettrait d'éviter les retombées sur les marchés de capitaux mondiaux. Cependant, ils ont reconnu qu'il pourrait être difficile, au plan politique, de recourir à de nouvelles restrictions budgétaires alors que le budget se solde déjà par un excédent. En ce qui concerne plus généralement la politique budgétaire des États-Unis, les administrateurs ont reconnu que de nouvelles mesures de stimulation — qu'elles prennent la forme d'un allègement sensible de la fiscalité ou d'un accroissement considérable des dépenses —, seraient particulièrement dangereuses dans cette conjoncture. Aussi ont-ils estimé qu'il conviendrait plutôt d'utiliser l'essentiel des accroissements propices de l'épargne publique pour réduire la dette et satisfaire aux besoins budgétaires à plus long terme qui découleront du vieillissement de la population.

En ce qui concerne le *Japon*, les administrateurs sont convenus que les indicateurs économiques ne permettent pas de se faire une idée claire des possibilités de reprise. Les données relatives au PIB du quatrième trimestre de 1999 et les tendances des dépenses des ménages confirmaient un nouvel affaiblissement de l'activité réelle après son bref redressement du premier semestre de 1999, tandis que l'indice d'indicateurs avancés justifiait davantage d'optimisme quant aux perspectives économiques.

Selon la plupart des administrateurs, une reprise endogène vigoureuse tirée par la demande intérieure privée était encore exclue dans l'immédiat au Japon et, en conséquence, il faudrait poursuivre une politique macroéconomique de soutien. Les administrateurs ont reconnu que les taux d'intérêt nuls continuaient de répondre aux besoins de la politique monétaire, et plusieurs d'entre eux ont suggéré que les autorités devraient envisager de nouvelles mesures pour assouplir les conditions monétaires, tout particulièrement si le yen s'appréciait de nouveau. Selon certains administrateurs, l'adoption d'une formule de ciblage du taux d'inflation pourrait aider à améliorer le cadre monétaire. La plupart des administrateurs étaient d'avis que la politique budgétaire devait aussi continuer à soutenir la reprise, quoique certains d'entre eux estimaient qu'un recentrage dans le sens d'un assainissement des finances publiques devrait commencer sans tarder, en raison de la progression rapide de la dette publique, des tensions sur les taux d'intérêt à long terme et de la nécessité de remédier aux pressions budgétaires qu'allaient sous peu exercer les régimes publics de pension. À cet égard, plusieurs administrateurs se sont demandé si les trains de mesures budgétaires successifs suffiraient à relancer une croissance autoentretenu. Tous les administrateurs ont souligné le rôle décisif des réformes structurelles dans l'amélioration de la confiance et, par conséquent, dans l'accroissement de l'efficacité des politiques macroéconomiques, mais ils ont aussi noté que les taux d'intérêt nuls et les niveaux élevés de la dette publique risquaient de limiter la marge de manœuvre disponible pour maintenir des politiques macroéconomiques expansionnistes. Dans ce contexte, les administrateurs ont exprimé leurs préoccupations devant les retards dans l'exécution de certaines réformes structurelles importantes et ce qu'ils considèrent comme un affaiblissement d'autres initiatives. L'ajustement structurel pourrait affecter certains secteurs, mais l'impact serait plus que compensé ultérieurement par la plus large progression de la confiance et de l'activité qu'entraîneraient des mesures destinées à libéraliser les marchés intérieurs, à renforcer le système financier et à remédier à d'autres faiblesses structurelles.

Les administrateurs ont salué le redressement de la confiance et de l'activité dans la *zone euro*. Ils ont noté les améliorations des résultats économiques des principales économies de la région, tout en faisant observer que la croissance restait sensiblement plus dynamique dans plusieurs des pays de plus petite taille. La politique budgétaire devrait jouer un rôle central dans la modération des risques de surchauffe à l'intérieur des économies qui progressent à un rythme rapide, même si les aménagements des finances publiques risquent de poser des difficultés politiques étant donné l'apparition d'excédents budgétaires dans certains de ces pays. Un vaste programme de réformes budgétaires s'imposait,

selon eux, dans la plupart des économies de la zone euro afin de diminuer les pressions sur les dépenses courantes et à plus long terme et d'accroître les possibilités d'allègement de la fiscalité. Les administrateurs ont fait valoir que la reprise en cours représente pour les pays de la zone euro une opportunité notable de poursuivre les réformes budgétaires et l'application des mesures d'ajustement structurel complémentaires qui s'imposent, en particulier sur les marchés du travail et des produits, pour soutenir une reprise durable. Tous les administrateurs ont estimé que la politique monétaire devrait continuer à privilégier le maintien de faibles taux d'inflation, mais certains d'entre eux pensaient que les conditions monétaires devraient rester généralement axées sur la reprise, étant donné que les capacités inutilisées demeurent manifestement substantielles dans la région. Pour d'autres encore, un durcissement des conditions monétaires était envisageable dans l'année à venir, car les pressions sur les prix risquaient de se développer dans certains pays, notamment sur les marchés des actifs.

Les prix des actifs

Examinant l'évolution des économies avancées, les administrateurs se sont particulièrement intéressés aux tendances d'évolution des prix des actifs. Ils ont relevé que leur hausse suscitait une inquiétude générale aux États-Unis et dans une grande partie de l'Europe de l'Ouest. Le niveau élevé des prix des actifs pose un redoutable problème macroéconomique dans le contexte actuel de faible inflation sur les marchés des biens et des services. D'une part, étant donné les difficultés pratiques que soulève le calcul de la valeur d'équilibre des prix des actifs et le fait que ces derniers se négocient sur des marchés relativement efficaces, les administrateurs ont fait observer qu'il serait inopportun de chercher à en cibler les prix dans le cadre de la politique macroéconomique. D'autre part, comme un accroissement rapide et persistant des prix des actifs pourrait exacerber les tensions inflationnistes et menacer la stabilité financière par son effet sur la demande globale et le crédit intérieur, l'évolution des prix des actifs pourrait avoir de quoi préoccuper sérieusement les banques centrales. Les administrateurs sont convenus que, dans la mesure où les prix des actifs donnent des renseignements précieux sur l'évolution ultérieure de l'activité économique et de l'inflation, ces informations devraient être prises en compte dans le cadre du ciblage de l'inflation et des agrégats monétaires, mais que la stabilité des prix des biens et des services devrait rester la préoccupation essentielle. Tout en convenant que le ciblage des prix des actifs ne devrait pas devenir un objectif permanent de la politique économique, certains administrateurs ont estimé qu'il est parfois nécessaire que la politique macroéconomique aille «à contre-courant» et cherche à remédier aux excès des marchés financiers, même en

l'absence de signes d'inflation sur les marchés des biens et des services, mais ils ont reconnu qu'il est difficile dans la pratique de déterminer dans quel cas et dans quelle mesure une telle politique doit être appliquée.

S'agissant des États-Unis, les administrateurs ont fait observer qu'en dépit d'une certaine incertitude, de nombreuses analyses de la valeur des cours indiquaient une certaine surévaluation des grands indices généraux. Les effets de richesse dus au marché des valeurs mobilières pouvant, d'après plusieurs signes, contribuer à maintenir la progression de la demande intérieure à un rythme dépassant de loin celui de la production potentielle, les administrateurs ont jugé opportunes les mesures prises pour resserrer les conditions monétaires, estimant toutefois que la nécessité d'un nouveau durcissement devra continuer à faire l'objet d'un examen attentif.

En ce qui concerne la zone euro, les administrateurs sont convenus que le principal défi macroéconomique découlant de l'évolution des prix des actifs reste l'ampleur des divergences régionales, car les prix des biens immobiliers, en particulier, augmentent à un rythme beaucoup plus rapide dans certains pays à croissance forte situés à la périphérie de la zone euro que dans l'ensemble de la région. Les administrateurs ont fait observer que, si une expansion plus rapide pouvait se justifier à la périphérie, du moins en partie, étant donné le processus de convergence régionale des revenus lié à l'intégration économique et à l'adoption de l'euro, l'effet considérable que pourraient avoir les corrections des prix des actifs sur les conditions financières dans certains petits pays européens représentait un problème pour la conduite de la politique monétaire.

Les perspectives des marchés émergents

Passant à l'analyse de l'évolution économique de l'Asie, les administrateurs ont salué le redressement rapide des pays frappés par la crise ainsi que les projections annonçant la poursuite d'une vigoureuse expansion. Ils ont fait observer que la progression des exportations avait joué un rôle clé dans cette reprise, puisqu'elle a renforcé le soutien apporté par les dépenses publiques et, plus récemment, par la demande intérieure privée. Les administrateurs sont convenus que les incitations budgétaires devraient être supprimées à mesure que la croissance deviendrait autonome. De fait, plusieurs administrateurs ont signalé que, dans les pays les plus avancés sur la voie de la reprise, la politique macroéconomique devrait viser avant tout à réduire les risques de surchauffe et à contenir l'accroissement de la dette publique. Les administrateurs ont vivement engagé les pays touchés par la crise à maintenir l'élan des réformes structurelles, en particulier du secteur financier et de celui des entreprises ainsi que du cadre institutionnel et prudentiel sous-jacent, en avertissant que les reprises en cours pourraient se révéler éphémères si ces efforts de réforme se relâchaient. Selon eux, des réformes structu-

relles supplémentaires étaient nécessaires en Chine et en Inde pour préserver les taux de croissance élevés.

En ce qui concerne l'ensemble de l'*Amérique latine*, en raison du maintien de politiques macroéconomiques et structurelles prudentes, le ralentissement de 1999 a en définitive été moins marqué que prévu, encore que plusieurs pays aient connu de graves récessions. Les administrateurs ont souscrit aux projections des services du FMI indiquant qu'un redressement plus général s'amorcerait en 2000 et se poursuivrait en 2001. Plusieurs facteurs ont contribué à l'amélioration des conditions économiques régionales, notamment une croissance vigoureuse aux États-Unis, la montée des cours des produits primaires et le recul de l'inflation et des taux d'intérêt. Cependant, plusieurs administrateurs ont signalé que certains facteurs de vulnérabilité subsistaient — en particulier le niveau élevé des besoins de financement extérieur auxquels doivent faire face les plus grandes économies et les faiblesses persistantes dans quelques-unes des plus petites. Les administrateurs ont vivement engagé les pays concernés à poursuivre l'application des mesures destinées à réduire les risques et à maintenir la confiance des investisseurs internationaux. Parmi les mesures indispensables figurent la réduction des déficits budgétaires — de nouveaux progrès étant attendus dans ce domaine en l'an 2000 —, le cadrage de la politique monétaire de manière à maintenir ou à obtenir de faibles taux d'inflation et, afin de faciliter la réalisation de ces objectifs, la poursuite des réformes structurelles et institutionnelles, y compris une plus grande libéralisation du commerce extérieur. En outre, les administrateurs ont souligné qu'il était important de faire augmenter l'épargne intérieure publique et privée pour réduire la dépendance à l'égard du financement extérieur.

L'économie de la *Russie* a enregistré un redressement rapide en 1999, mais les perspectives de reprise durable restent incertaines. Les réductions des déséquilibres budgétaires et extérieurs de la Russie opérées en 1999 résultaient pour l'essentiel de la hausse des prix du pétrole, mais la compression des importations ou la production de biens qui s'y substituent ont aussi contribué à la croissance. Les administrateurs sont convenus qu'un vaste et vigoureux effort de réforme était nécessaire pour créer un climat plus favorable à l'investissement et améliorer les perspectives de croissance à moyen terme. La priorité doit aller au renforcement des institutions et des processus sur lesquels repose une économie de marché, y compris l'amélioration du cadre juridique, de la politique en matière de concurrence, de la transparence et de la gestion des affaires publiques. Ces réformes viendraient s'ajouter aux efforts déployés pour remédier aux principales faiblesses structurelles dont souffre l'économie, en particulier la fiscalité, le système bancaire et de nombreux pans du secteur des entreprises.

Les conditions économiques ont été généralement bonnes dans les *économies en transition d'Europe centrale et orientale* souhaitant adhérer à l'Union européenne. La croissance devrait s'accélérer dans tous ces pays en l'an 2000, grâce, dans la plupart des cas, à la progression des exportations vers l'Europe de l'Ouest et au raffermissement de la confiance des investisseurs. Cependant, l'ajustement structurel doit progresser encore afin d'étayer une amélioration durable des perspectives économiques et de mieux préparer ces pays à leur entrée ultérieure dans l'Union européenne. Dans certains pays, il serait aussi souhaitable que le rééquilibrage des finances publiques avance à un rythme plus rapide parallèlement à l'accélération de la croissance, afin de réduire les pressions à la hausse sur les taux d'inflation et d'intérêt.

En ce qui concerne la plupart des pays du *Moyen-Orient* et plusieurs pays d'*Afrique*, la montée récente des prix internationaux du pétrole a contribué à améliorer la position des finances publiques, les soldes extérieurs courants et d'autres indicateurs économiques. L'augmentation des cours de certains produits de base autres que le pétrole — par exemple les métaux — a également alimenté la progression des recettes d'exportation de plusieurs pays d'Afrique, mais le bas prix d'autres produits (thé, café et coton, par exemple) ainsi que les intempéries (en particulier au Mozambique) ont affecté les perspectives de croissance partout ailleurs. À cet égard, les administrateurs ont noté qu'il importe de continuer à diversifier l'économie de ces pays en vue de réduire leur vulnérabilité face aux fluctuations des prix et du volume de leurs exportations de produits primaires. Ils ont jugé encourageants les progrès sensibles accomplis dans la mise en place des bases d'une expansion plus large, notamment dans de nombreuses petites économies d'Afrique. Étant donné les problèmes économiques et sociaux qui subsistent, ces réformes doivent être amplifiées afin de faire reculer nettement la pauvreté et d'établir un environnement plus favorable au développement économique.

Le renforcement de la croissance dans les pays les plus pauvres

Lors de l'examen des perspectives de l'économie mondiale en mars 2000, les administrateurs ont réaffirmé leur volonté d'œuvrer au relèvement des niveaux de vie de ceux qui sont le moins bien pourvus. Bien que les résultats économiques de la plupart des pays en développement aient dans l'ensemble laissé à désirer au cours des trente dernières années, les administrateurs ont jugé généralement encourageantes les hausses du revenu réel par habitant observées dans de nombreux pays pauvres d'Asie, en particulier en Chine et en Inde, et, plus récemment, dans quelques pays d'Afrique, où ont été menés à bien des programmes qui visaient à as-

surer une stabilité raisonnable des prix, avec des soldes budgétaires prudents et des régimes de change viables.

Les administrateurs ont souligné le rôle décisif que joue dans le développement l'existence d'institutions propices au marché et d'un climat général dans lequel les particuliers et les entreprises peuvent épargner et investir et compter récolter à l'avenir les fruits de leurs efforts. L'instabilité politique, la guerre et l'absence d'état de droit sont autant d'obstacles majeurs à l'établissement de ce climat de confiance et, d'une manière plus générale, au développement. Il est nécessaire, selon les administrateurs, de continuer à supprimer les distorsions qui faussent les marchés intérieurs et, pour ce faire, il convient d'abolir le contrôle des prix et les subventions, de libéraliser le commerce extérieur et de lutter contre la corruption au moyen d'une gestion publique efficace et transparente. De nombreux pays en développement doivent aussi développer des marchés financiers plus solides et capables d'orienter de manière efficiente l'épargne vers des investissements rentables. Beaucoup de ces pays, et en particulier les plus pauvres, gagneraient aussi à donner une plus grande priorité à la promotion de la santé et de l'éducation, afin de briser le cycle de la pauvreté grâce à une productivité accrue. Cependant, les administrateurs ont élevé une mise en garde : il n'existe pas de formule unique pour engager et maintenir la croissance économique, et chaque pays doit décider du meilleur moyen de mettre en place les fondements de sa prospérité économique grâce à une action commune de l'État et des représentants de la société civile. Dans cette optique, les administrateurs ont souligné que l'«internalisation» des réformes est une condition essentielle de leur réussite.

Un endettement extérieur intolérable est un obstacle majeur à la croissance économique et à l'allègement de la pauvreté, en particulier dans quelques-uns des pays les plus pauvres. Sans un allègement notable de la dette, les incitations à la réforme de l'État et à l'investissement privé s'émoussent, et les pays peuvent sombrer dans le cercle vicieux de la dette et de la pauvreté. Les administrateurs ont souligné l'opportunité qu'offre l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), récemment renforcée, au moyen de laquelle la dette serait abaissée à des niveaux tolérables grâce aux efforts concertés de la communauté internationale (voir chapitre 5).

Les administrateurs ont reconnu les contributions importantes que l'ensemble des pays membres, et les économies avancées en particulier, apportent à l'allègement de la dette, tant directement que par l'intermédiaire d'organisations internationales. Plusieurs administrateurs ont plaidé pour le renversement de la tendance à la baisse de l'aide officielle au développement et signalé qu'il serait dangereux de considérer l'allègement de la dette lié à l'initiative en faveur des PPTE comme un substitut à l'aide future au déve-

loppement. Les mêmes administrateurs ont indiqué qu'il faut employer plus efficacement l'aide au développement, par exemple en renforçant les incitations à la réforme dans les pays bénéficiaires et en améliorant le ciblage de l'aide sur les besoins de ces pays. De nombreux administrateurs ont également demandé aux économies avancées de donner plus d'efficacité à l'initiative en faveur des PPTE en réformant leurs politiques commerciales, en particulier dans des domaines tels que les produits agricoles et les textiles, les politiques actuelles étant particulièrement préjudiciables aux débouchés et aux perspectives de croissance des pays en développement.

Marchés internationaux de capitaux

À la fin de juillet 1999, les administrateurs ont procédé à leur examen annuel de l'évolution et des perspectives des marchés internationaux de capitaux, et ils ont tiré les enseignements des turbulences qui ont secoué les marchés financiers en 1998 et des crises qu'ont traversées quelques marchés émergents. Bien que la situation des marchés financiers se soit améliorée durant l'année écoulée, les administrateurs ont mis en relief les risques et les incertitudes qui se profilaient. De manière plus générale, les administrateurs avaient des avis divers sur les leçons à retenir des turbulences de 1997-98 et sur les initiatives à l'étude pour remédier aux faiblesses de l'architecture financière internationale. Les points de vue concordaient généralement pour soutenir les efforts visant à améliorer la discipline du marché, la réglementation et le contrôle prudentiels, mais les avis divergeaient sur les mesures spécifiques à prendre et la question de savoir si l'on accordait suffisamment d'attention à la mise en œuvre d'incitations appropriées. Les administrateurs ont convenu que les risques liés à la mondialisation et les moyens de les prévenir devraient rester au cœur des travaux de recherche du FMI.

Problématique et risques

Tout en considérant que la situation des marchés internationaux de capitaux s'était beaucoup améliorée par rapport à 1998, les administrateurs ont signalé en juillet 1999 qu'il subsistait certains risques et incertitudes et que le sentiment général demeurait fort instable. En outre, si les places financières des économies avancées étaient dans une large mesure revenues à la normale, les conditions de financement extérieur restaient inhabituellement rigoureuses pour maints marchés émergents. Les marges dont leurs emprunts extérieurs étaient assortis demeuraient très élevées et les banques actives sur les marchés internationaux continuaient à se retirer des marchés émergents. En raison de ces incertitudes, il subsistait une grande volatilité et certains facteurs importants de vulnérabilité.

La vigueur persistante américaine, les signes d'un redressement général de l'activité en Europe continen-

tales et les progrès enregistrés par le Japon dans la voie de la résolution des difficultés du secteur financier et des problèmes macroéconomiques étaient de bon augure. Les principaux risques étaient liés au niveau exceptionnellement élevé des valeurs mobilières et du dollar américains, ainsi qu'à la possibilité qu'un réajustement spontané ou de nouvelles mesures de la Réserve fédérale pour resserrer la politique monétaire entraînent une importante correction du cours des actions. Si de nombreux administrateurs estimaient que les économies avancées étaient en mesure d'absorber une légère correction des cours boursiers américains, certains autres éprouvaient des doutes quant à l'ampleur et à la répartition de l'effet de levier dans les systèmes financiers évolués qui risquaient de subir des retombées plus graves, avec des conséquences néfastes pour les pays émergents, en particulier ceux dont les marchés sont déjà fragiles.

Tout en se félicitant du redressement de la valeur des actifs des marchés émergents depuis le début de 1999, un certain nombre d'administrateurs ont mis en relief les risques inhérents à la rigueur persistante des conditions de financement extérieur et au retrait des investisseurs internationaux. La réduction de l'accès aux marchés internationaux de capitaux a imposé de lourdes contraintes aux systèmes bancaires de plusieurs pays émergents, provoquant une contraction du crédit intérieur à la disposition des entreprises locales et rendant le service de leur dette plus difficile à assurer. Un certain nombre d'administrateurs ont constaté un enchaînement pernicieux depuis la décision de la Russie de restructurer unilatéralement sa dette en août 1998 : le retrait des investisseurs internationaux des marchés émergents a contribué au tarissement des liquidités et à l'apparition de niveaux de volatilité élevés, ce qui a eu pour effet de décourager l'arrivée de nouveaux investisseurs. Bien qu'assez confiants dans les perspectives à court terme, certains administrateurs restaient préoccupés au sujet du degré réel de restructuration du secteur financier et des entreprises de plusieurs pays asiatiques frappés par la crise.

Les turbulences sur les marchés matures et les institutions et activités à fort effet de levier

Les administrateurs ont examiné les questions systémiques et autres liées aux institutions et activités à fort effet de levier en 1998 ainsi que les réformes à l'étude pour contenir le surendettement des entreprises. L'accumulation de risques financiers qui a précédé les remous de 1998 a soulevé une série de questions fondamentales sur l'efficacité des mécanismes de défense mis en place contre le risque systémique — pointant en particulier leurs déficiences sur le plan de la discipline des marchés, de la réglementation et du contrôle prudentiels et de la surveillance macroprudentielle. Cependant, les avis divergeaient quelque peu quant à l'impor-

tance à accorder aux différents mécanismes de défense et aux moyens de les renforcer. Quelques administrateurs étaient partisans de la mise en place de contrôles directs sur les fonds spéculatifs, mais la plupart estimaient qu'il était extrêmement difficile d'exercer un contrôle direct sur ces institutions et appuyaient les efforts — du Comité de Bâle pour le contrôle bancaire, notamment — visant à influencer indirectement sur les fonds spéculatifs par un net renforcement de la supervision exercée par les banques qui sont leurs partenaires et par une meilleure discipline du marché.

De nombreux administrateurs ont vu dans le manque de discipline dont faisaient preuve les créanciers, les contreparties et les actionnaires un facteur déterminant de l'aggravation de la vulnérabilité et du renforcement de l'effet de levier qui ont précédé les turbulences de 1998. Toutefois, ce manque de discipline était peut-être, selon eux, la manifestation de lacunes plus profondes qui mettent en évidence la nécessité d'améliorer considérablement la publicité et la transparence des données financières et de mieux aligner les structures incitatives, tant sur le plan interne que sur celui du marché et de la réglementation. Selon plusieurs administrateurs, les institutions financières privées, de même que les pouvoirs publics, ont ainsi un défi majeur à relever : celui de préserver les facteurs d'efficacité de la finance moderne tout en réduisant la tendance systémique aux excès financiers et à une dynamique de marché virulente. Plusieurs administrateurs ont noté qu'un contrôle prudentiel et une surveillance du marché plus énergiques pouvaient beaucoup aider à dépister les vulnérabilités et à y remédier. Selon eux, les dispositifs de protection des institutions financières mis sur pied par les pouvoirs publics créent des contre-incitations qui peuvent nuire à la discipline du marché. Certains administrateurs ont estimé que, dans leur analyse, les services du FMI auraient pu approfondir la question de l'aléa moral et des options permettant de le diminuer. D'autres administrateurs n'étaient cependant pas convaincus que les dispositifs de protection publics avaient eu un effet pervers ou qu'ils étaient hypertrophiés. De façon plus générale, les administrateurs ont reconnu que la capacité de contrôle et de surveillance des systèmes financiers modernes restait un élément déterminant.

Tous les administrateurs se sont félicités des propositions de réforme sur le renforcement de la transparence et de la publicité financières dans les secteurs public et privé. Ces propositions exigeront sans doute plus d'informations de la part de l'ensemble des institutions financières, y compris les institutions à fort effet de levier (IFL). L'une des prochaines étapes marquantes sera de parvenir à un accord sur les paramètres essentiels dont il conviendra de disposer sur le degré d'exposition au risque des entreprises et la fréquence à laquelle les données y afférentes doivent être communiquées aux mar-

chés, aux contreparties et, le cas échéant, aux organes de contrôle.

De nombreux administrateurs ont signalé que le renforcement de la publicité et de la transparence proprement dit ne suffira peut-être pas à améliorer l'évaluation du risque de crédit et de contrepartie; aussi des structures incitatives internes adéquates s'imposent-elles pour encourager les entreprises à recueillir assez d'informations et à agir en conséquence. Plusieurs administrateurs ont fait remarquer que les propositions de réformes à l'étude ne traitent généralement pas de la nécessité de modifier les structures incitatives. À cet égard, un certain nombre d'administrateurs considèrent le projet de révision de l'Accord de Bâle sur les fonds propres comme un premier pas dans la correction d'éventuelles distorsions réglementaires.

Plusieurs administrateurs se sont dits préoccupés par le fait que le rythme accéléré de la libéralisation, de l'innovation et de la mondialisation des opérations financières entraînait une mutation de la nature et des causes du risque systémique qui n'était pas pleinement comprise. Ils ont donc signalé qu'il conviendrait d'étudier de manière plus approfondie comment les organes régulateurs chargés de superviser les institutions financières d'envergure internationale pourraient se maintenir au fait de l'évolution d'une économie mondiale de plus en plus dynamique et intégrée.

S'agissant de la dynamique de marché, les administrateurs ont noté qu'il n'existait pas de réponse claire à la question de la mise au point de mécanismes de contrôle «optimaux» aptes à concilier la lenteur de l'ajustement aux chocs qui caractérise généralement les relations bancaires avec la rapidité des ajustements qui s'opèrent sur les marchés de capitaux modernes. De l'avis de certains administrateurs, la clé de la prévention de remous tels que ceux de l'automne 1998 se trouve dans un renforcement des procédures de gestion et de contrôle du risque pour éviter les situations de surendettement des entreprises. D'autres administrateurs ont toutefois indiqué que l'application mécanique et rigide de pratiques de gestion du risque — conjuguée aux fréquentes réévaluations du marché — peut exacerber inutilement les tensions qui s'exercent sur les marchés financiers une fois que la crise a éclaté, en raison de la vitesse à laquelle elles imposent un rééquilibrage des portefeuilles et du rapport fonds propres/engagements.

En ce qui concerne la surveillance macroprudentielle, plusieurs administrateurs ont signalé qu'il importe de mieux comprendre et surveiller les liaisons complexes entre la politique monétaire et la politique financière, en particulier l'influence qu'a pu avoir l'abondance de liquidités dans l'expansion de l'effet de levier en 1998. Plusieurs administrateurs ont recommandé que l'on s'attache davantage aux modalités de surveillance de la croissance des liquidités à l'échelle

mondiale et, plus généralement, à déterminer dans quelle mesure elle préfigure un renforcement des effets de levier et l'accumulation de déséquilibres; quelques administrateurs ont toutefois signalé que cela poserait des difficultés de définition et de calcul. Un certain nombre d'administrateurs se sont également demandé si les autorités nationales exploitaient convenablement les synergies entre la surveillance macroprudentielle et le contrôle de chaque institution financière. Plusieurs administrateurs ont indiqué qu'un contrôle prudentiel et une surveillance du marché plus énergiques, dans une optique de stabilisation conjoncturelle, pourraient contribuer notablement à prévenir un développement excessif de l'effet de levier. Quelques administrateurs ont cependant exprimé des réserves, vu qu'il est difficile de déterminer le bon moment pour modifier les coefficients de fonds propres, compte tenu du cycle de la conjoncture et des décalages conjoncturels d'un pays à l'autre.

Un certain nombre d'administrateurs ont signalé que, si l'amélioration des mécanismes de défense (gestion du risque dans le secteur privé, contrôle bancaire et surveillance du marché) pouvait contribuer à résoudre les problèmes systémiques liés aux IFL, elle ne pouvait à l'évidence dissiper l'inquiétude que suscite l'impact de ces institutions sur les marchés de petite ou de moyenne taille. À cet égard, plusieurs administrateurs ont jugé nécessaire de poursuivre la réflexion pour mieux comprendre les conditions dans lesquelles les activités des IFL peuvent déstabiliser les marchés de petite ou de moyenne dimension.

Ripostes non conventionnelles

Plusieurs autorités nationales ont eu recours à des ripostes assez inédites pour faire face à des pressions extérieures sans précédent, notamment par des interventions officielles sur les marchés des obligations et des actions, et par l'instauration ou l'intensification de la réglementation des mouvements de capitaux ou du contrôle des changes. Pour un certain nombre d'administrateurs, le recours à ces instruments se justifie compte tenu de l'énormité des pressions par rapport aux fondamentaux sous-jacents et des tactiques agressives de certains investisseurs. Ces administrateurs ont estimé que ce type de ripostes n'était pas à exclure dans des circonstances particulières, pour compléter d'autres ajustements de politique économique, reconnaissant toutefois qu'à long terme, elles peuvent avoir un impact négatif sur le rapport risque/rendement de divers investissements sur le marché financier. D'autres administrateurs ont, pour leur part, considéré qu'au vu des résultats enregistrés, l'efficacité et le bien-fondé de ces interventions restaient, pour le moins, à démontrer.

Un certain nombre d'administrateurs ont vu dans la réglementation des mouvements de capitaux instau-

rée par la Malaisie une assurance utile contre de futures attaques spéculatives, considérant qu'à ce titre elle avait porté ses fruits. La Malaisie avait, selon eux, utilisé à bon escient la protection que donne le contrôle des mouvements de capitaux afin de poursuivre la restructuration de son secteur bancaire et des entreprises locales. Certains administrateurs ont toutefois noté que la réglementation en place pouvait nuire aux intérêts à long terme de la Malaisie et freiner à l'avenir les entrées de capitaux. Ils ont donc engagé les autres pays à la prudence dans l'utilisation de mesures de cette nature.

Agences de notation

Les administrateurs ont noté que les principales agences de notation sont devenues d'importantes sources d'évaluation indépendante du risque de crédit souverain et commercial. La note décernée par ces agences peut avoir un impact déterminant sur le coût du crédit pour les emprunteurs et sur la volonté des investisseurs institutionnels de détenir certains titres. En outre, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire ayant proposé de faire de la cote de crédit un élément clé des pondérations du risque relatif aux positions ouvertes des banques, selon de nombreux administrateurs, l'influence des agences de notation allait probablement s'accroître.

Compte tenu de l'effet que peuvent avoir les variations de la notation sur les flux de capitaux vers les marchés émergents, un certain nombre d'administrateurs se sont déclarés préoccupés par l'action des principales agences de notation durant les récentes crises des marchés émergents et les périodes qui les ont précédées. Ils ont signalé que ces agences avaient introduit un phénomène d'accompagnement de la conjoncture dans la circulation des capitaux à l'échelle mondiale et ainsi contribué à l'afflux massif de capitaux vers les marchés émergents, de même qu'à leur inversion brutale. En outre, de l'avis de certains administrateurs, les agences de notation n'avaient ni averti de l'imminence de la crise ni présenté un reflet fidèle des fondamentaux économiques. Certains administrateurs ont toutefois noté que les enseignements que ces agences ont tirés de leur expérience s'apparentent aux recommandations formulées par les services du FMI en vue d'améliorer la surveillance.

Plusieurs administrateurs ont émis des réserves quant à l'utilisation de la notation du crédit — notamment pour ce qui a trait à la dette souveraine — comme base pour pondérer les risques des prêts bancaires. Faisant remarquer que la notation de la dette souveraine n'a pas fait clairement la preuve de son exactitude, les mêmes administrateurs ont considéré que les agences de notation devaient affiner considérablement leur analyse, notamment en tenant compte de l'interpénétration et de la complexité accrues des marchés internationaux.

Surveillance régionale

Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale

Lors d'une réunion en février 2000, les administrateurs ont passé en revue la situation de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) et les questions de politique économique d'envergure régionale. Ils ont salué les efforts déployés par les pays membres de la CEMAC (Cameroun, République du Congo, Gabon, Guinée équatoriale, République Centrafricaine et Tchad) afin de renforcer l'intégration économique et de préparer la voie à un marché unique. Compte tenu de l'élargissement de l'éventail des politiques définies et exécutées à l'échelle régionale, le dialogue de politique économique avec les institutions régionales pourrait être un utile complément de la surveillance bilatérale et devrait faciliter le suivi des programmes qui bénéficient des concours du FMI dans la CEMAC.

Les administrateurs ont noté qu'après les remarquables progrès enregistrés sur le plan économique par les membres de la Communauté à la suite de la dévaluation du franc CFA au début de 1994, la situation économique et financière de la région s'est gravement dégradée en 1998 et au début de 1999. Le relâchement des finances publiques dans un des principaux pays de la zone, la politique monétaire accommodante de la banque centrale régionale ainsi que les conflits intérieurs dans deux autres pays n'ont fait qu'aggraver la forte détérioration des termes de l'échange.

Dans ce contexte, les administrateurs ont salué l'adoption par la CEMAC en septembre 1999 d'un train de mesures régionales préparées par la banque centrale afin de promouvoir la convergence des politiques macroéconomiques, la discipline budgétaire et la coopération économique. Ces mesures, ainsi que le redressement des cours internationaux du pétrole, l'amélioration de la sécurité dans la région et les ajustements en cours dans les pays membres, devraient contribuer à éclaircir les perspectives économiques de la région pour 2000 et les années suivantes. Les administrateurs ont engagé les gouvernements membres et les institutions régionales à saisir l'occasion de la création de la CEMAC pour mettre en place un solide cadre de coordination étroite des politiques structurelles et budgétaires afin de donner une ferme assise au régime de change commun.

Les administrateurs ont observé que le réalignement de la parité opéré en janvier 1994 avait contribué à améliorer la compétitivité de la région et à renforcer la croissance de la production non pétrolière et des exportations. Selon les indicateurs disponibles, la compétitivité de la CEMAC semblait globalement satisfaisante, mais les administrateurs ont souligné qu'il convenait de les suivre de près, compte tenu de la grande vulnérabi-

lité démontrée par le solde des transactions courantes. Afin de stimuler la croissance de la productivité, maintenir la compétitivité de la région et promouvoir la diversification de l'économie, il était essentiel d'adopter des politiques macroéconomiques saines et d'avancer résolument sur la voie des réformes structurelles — en améliorant notamment la gestion des affaires publiques — dans tous les pays.

Le système projeté de surveillance régionale mutuelle des politiques budgétaires des pays membres contribuera à la stabilité financière de la CEMAC, la rigueur de la discipline budgétaire devant demeurer une priorité pour tous les pays membres. Les administrateurs ont vu avec intérêt la proposition de mise en place de fonds de stabilisation pétroliers afin de mieux aligner les concours de la banque centrale sur les grands objectifs macroéconomiques. Ils se sont réjouis de l'intention d'éliminer progressivement le mécanisme actuel d'avances automatiques (plafonnées) à l'État dans le cadre de la mise en place d'un marché régional de titres publics comme moyen de financement non bancaire des besoins internes du Trésor.

Les administrateurs ont évoqué les progrès enregistrés par la COBAC (Commission bancaire d'Afrique centrale) dans le contrôle des banques de la région, mais ont souligné qu'il importait de mener rapidement à terme les programmes de restructuration bancaire dans les deux pays restants de la région et de parachever la privatisation des banques. Ils ont en outre encouragé les autorités à renforcer leurs dispositifs prudentiels en suivant les principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace recommandés par le Comité de Bâle, et à développer les capacités techniques de la COBAC.

La qualité de l'intermédiation financière de la région profiterait d'un meilleur fonctionnement du marché interbancaire régional, de l'adoption d'un régime unifié d'agrément bancaire pour l'ensemble de la zone et d'une concurrence plus vive entre institutions financières. Les administrateurs ont engagé la CEMAC à procéder rapidement à l'établissement d'un marché financier régional opérationnel.

Le Conseil d'administration s'est félicité des grandes réformes de politique commerciale engagées en 1994 par les pays de la CEMAC, tout particulièrement en ce qui a trait à l'adoption d'un tarif extérieur commun et à la libéralisation du commerce intrarégional. Les administrateurs ont encouragé les autorités à libéraliser davantage les relations commerciales en simplifiant la structure tarifaire, en réduisant les tarifs moyens et en éliminant les barrières intrarégionales restantes.

Les administrateurs ont insisté sur le fait que toute stratégie de croissance économique et d'intégration régionale devrait prévoir l'établissement d'un cadre juridique et réglementaire commun propice au développement du secteur et de l'investissement privés et à une affectation efficiente des ressources. Ils ont

souligné la nécessité de mettre en application les récentes initiatives formulées dans les domaines du droit des affaires, de la charte de l'investissement et de la politique en matière de concurrence. Les administrateurs ont également rappelé qu'il était nécessaire d'améliorer la production de statistiques régionales fiables et d'actualité afin de renforcer la surveillance régionale, et ont encouragé les autorités à obtenir une assistance technique dans ce domaine.

Certains administrateurs ont fait savoir qu'ils espéraient voir les pays de la CEMAC admissibles obtenir un allègement de leur dette dans le cadre de l'initiative renforcée en faveur des PPTE.

Politique monétaire et de change dans la zone euro

En mars 2000, à l'examen de la politique monétaire et de change dans la zone euro, les administrateurs ont noté que les perspectives à court terme s'étaient améliorées grâce au renforcement et à la généralisation de la reprise, mais que, sur le plan de la politique économique, la principale tâche à accomplir consistait encore à créer les conditions d'une croissance rapide et durable. Aussi les administrateurs ont-ils engagé les autorités à mener une stratégie monétaire fermement axée sur la stabilité des prix, à adopter des politiques budgétaires nationales visant à promouvoir l'épargne publique et à stimuler favorablement l'offre, et à intensifier les réformes structurelles.

Les administrateurs ont félicité la Banque centrale européenne (BCE) pour avoir suivi une politique d'appui à l'économie de la zone euro durant l'année 1999 sans mettre en danger la stabilité des prix à moyen terme. Tout en reconnaissant la nécessité de revenir progressivement à une orientation plus neutre au fur et à mesure de l'évolution du cycle conjoncturel, de nombreux administrateurs ont estimé que cet appui devait se maintenir en 2000. De manière plus précise, ils n'ont vu aucune raison urgente d'accroître les taux d'intérêt dans un avenir proche, compte tenu de la capacité inutilisée qui subsiste encore sur les marchés du travail et des produits — et qui ne s'amenuise que graduellement —, de la modération des revendications salariales et de la pression à la baisse des prix résultant de la déréglementation de secteurs clés. Ces administrateurs ont également rappelé que la politique monétaire ne doit pas perdre de vue la nécessité de jauger avec prudence les marges de ressources non utilisées, en tenant compte de certains signes d'une amélioration du rapport inflation-production dans la zone euro, comme cela avait été le cas aux États-Unis. En revanche, d'autres administrateurs ont estimé qu'il y avait plus de risques pour la stabilité des prix, à cause — entre autres facteurs — de l'abondance de liquidités observée en 1999 et du renchérissement du pétrole et des produits de base. Ils ont donc estimé qu'il était toujours nécessaire de con-

trer avec célérité les menaces inflationnistes. De manière générale, les administrateurs ont reconnu que l'application résolue des réformes structurelles offrait les meilleures chances de croissance non inflationniste et de maintien de la confiance des marchés, tout en permettant à la politique monétaire de se concentrer sur le maintien de la stabilité des prix.

La BCE a considérablement développé l'information du public sur sa stratégie et son évaluation de la conjoncture, mais les administrateurs ont estimé qu'une plus grande transparence pourrait rendre la gestion monétaire plus efficace. Aussi ont-ils salué l'intention de la BCE de publier des projections macroéconomiques — en ce qui concerne l'inflation notamment —, ce qui, sans représenter un écart par rapport à la stratégie de politique monétaire admise, permettrait de mieux comprendre comment la BCE établit ses perspectives d'inflation et rendrait la politique plus crédible et prévisible.

Dans le contexte du regain d'activité dans la zone euro et des déséquilibres du solde des transactions courantes et du compte de capital entre les principales zones monétaires, les administrateurs sont convenus que la faiblesse de l'euro était inopportune. Selon eux, la réaction décalée des taux de change aux flux commerciaux risque d'aggraver les déséquilibres existants et d'accroître les risques d'inversions soudaines des taux de change et de pressions protectionnistes.

Les administrateurs ont cependant observé qu'il était opportun de réagir sur le plan de la politique monétaire uniquement lorsque la stabilité des prix à moyen terme était menacée. Dans la mesure où la faiblesse de l'euro s'explique par le décalage entre les États-Unis et la zone euro dans le cycle économique, et par l'inquiétude des marchés face aux rigidités structurelles qui risquent de menacer la durabilité de l'expansion, une réaction monétaire qui ne répondrait pas à une menace visible pour la stabilité des prix aurait très peu de chances de renforcer l'euro. Selon le Conseil d'administration, le redressement de l'euro devrait passer par un meilleur alignement des marchés sur les atouts fondamentaux de l'économie de la zone euro, une plus grande convergence des cycles des États-Unis et de la zone euro et des progrès plus substantiels sur le front de la réforme fiscale et structurelle dans le nombreux pays de la région.

Les administrateurs ont reconnu les progrès en matière de stabilité budgétaire enregistrés dans la préparation de la troisième phase de l'Union économique et monétaire, survenue le 1^{er} janvier 1999. Cependant, la plupart des administrateurs ont souligné un relâchement dans les efforts d'ajustement en 1998-99 et précisé qu'il convenait de leur insuffler une nouvelle vigueur. Ces améliorations étaient jugées nécessaires pour donner plus de champ à la politique budgétaire, ce qui revêt une importance particulière dans un cadre

de politique monétaire uniforme. Ces administrateurs ont indiqué que, si les programmes de stabilité actualisés pour 2002-03 étaient, dans certains cas, plus ambitieux que les précédents en matière de réduction des impôts, ils n'apportent ni les améliorations au solde structurel primaire ni les allègements fiscaux dont la région dans son ensemble a besoin.

Avec l'amélioration de la conjoncture, les administrateurs ont souligné qu'à l'horizon 2003, tous les pays de la zone euro devraient avoir pour objectif d'équilibrer leur budget, voire de dégager des excédents, et la région devrait tabler sur des réductions du ratio recettes/PIB. Ils ont en outre souligné que la plupart des pays devaient améliorer de façon soutenue leur situation budgétaire en réformant davantage le secteur de la santé et en modifiant les régimes de retraite afin d'opérer des réductions durables des dépenses publiques. L'encadrement de ces dépenses est jugé essentiel pour alléger sensiblement la fiscalité tout en maintenant la prudence sur le plan budgétaire et en réalisant globalement les équilibres ou excédents budgétaires envisagés dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance³.

Si les pays de la zone euro ont enregistré des progrès considérables dans la réforme des marchés des produits,

des services et des capitaux, la stratégie de réforme à l'échelle régionale a toujours une portée trop limitée. Les administrateurs ont engagé les gouvernements à accélérer la réforme du marché du travail afin de faire reculer le chômage dans l'ensemble de l'espace européen.

La plupart des administrateurs ont estimé que de nombreux pays devaient revoir les conditions donnant droit à l'assurance chômage et autres prestations sociales, promouvoir une échelle salariale moins rigide et plus différenciée, et étendre la portée des programmes de formation professionnelle et d'apprentissage les plus efficaces. S'agissant des marchés des produits et des services, les administrateurs se sont félicités des progrès des privatisations et de la déréglementation, mais ont appelé à des efforts redoublés pour préserver les avantages de la concurrence. Ils ont signalé qu'il y avait lieu d'ouvrir davantage certains secteurs encore protégés et de lever certains obstacles administratifs à la création d'entreprises et d'emplois dans les secteurs des services et du commerce.

Enfin, certains administrateurs ont noté que la libéralisation des échanges offrait de considérables avantages, non seulement pour la croissance à l'échelle mondiale, mais également pour les pays de l'espace euro sur le plan des prix internes, de l'affectation des ressources et des comptes extérieurs. Ils ont encouragé les pays de la zone euro à ouvrir davantage leurs marchés aux produits des pays à revenus faible et intermédiaire et noté que certains secteurs, dont l'agriculture, demeuraient fortement protégés.

³Le Pacte de stabilité et de croissance, adopté par le Conseil européen en juin 1997, vise à assurer la discipline budgétaire dans les États membres durant la phase finale de l'Union économique et monétaire.

