

Le Directeur général en Asie . . .

## Les taux flottants de l'euro, du dollar et du yen exigent une gestion responsable

**H**orst Köhler, Directeur général du FMI, s'est rendu en Asie à la mi-janvier pour s'entretenir avec des fonctionnaires et des représentants d'institutions financières privées de Singapour, de la RAS de Hong Kong et du Japon, et participer à la réunion des ministres des finances d'Asie et d'Europe à Kobe (Japon). À Hong Kong, il a aussi inauguré une antenne du bureau existant du représentant résident du FMI à Pékin.



Horst Köhler, Directeur général du FMI, au Club japonais de la presse avant son discours à Kobe.

### Réunion Asie-Europe

Lors de la troisième réunion Asie-Europe qui s'est tenue les 13 et 14 janvier, le Directeur général a évoqué la réglementation et la libéralisation des capitaux, ainsi que le choix du régime de change. En ce qui

concerne le dollar, l'euro et le yen, «il n'y a vraiment pas d'autre solution que les taux de change flottants», mais «cela ne veut pas dire que les grands pays industrialisés doivent s'abstenir d'intervenir», a-t-il souligné.

«Les interventions ne peuvent pas modifier les tendances des marchés», a-t-il observé; «elles doivent être très sélectives et bien coordonnées.»

M. Köhler a insisté sur une conclusion importante des travaux du FMI et de son examen des expériences des pays : «aucun régime de change ne convient à tous les pays membres dans toutes les circonstances». Les régimes de flottement dirigé ou de rattachement peuvent être testés (voir page suivante)

Au menu de l'Association économique américaine . . .

## Évolution de l'économie américaine, choix du régime de change et mondialisation

**L**a conférence annuelle de l'Association économique américaine constitue l'un des plus grands rassemblements d'économistes au monde. Organisée cette année à La Nouvelle-Orléans du 5 au 7 janvier, elle a été le théâtre de près de 150 débats et conférences sur un large éventail de sujets macroéconomiques et microéconomiques. Prakash Loungani et Sheila Meehan, du Département des relations extérieures du FMI, en évoquent plusieurs pour nous, parmi lesquels l'évolution de l'économie américaine, la prévision économique, le choix du régime de change et la mondialisation.

### Évolution de l'économie américaine

Le cours des actions américaines est-il justifié par la santé foncière de l'économie? La nouvelle économie est-elle durable? Tandis que l'expansion américaine ralentit et que les cours boursiers baissent, les

réponses à ces questions ne sont pas seulement d'un intérêt académique.

**Comprendre la bourse.** Selon Robert Hall, de l'université de Stanford, il n'est pas nécessaire d'invoquer un effet de mode ou l'exubérance irrationnelle pour expliquer ce qui semble être de folles variations des cours boursiers (par rapport au PIB). Au contraire, les variations de la bourse correspondent généralement à un comportement rationnel des investisseurs.

Pour M. Hall, une bourse rationnelle mesure la valeur des biens détenus par les entreprises. Mais aujourd'hui ces biens ne sont pas seulement des capitaux physiques, mais bien dans une plus large mesure des «intangibles» (savoir-faire, principes d'organisation), qui dépendent de plus en plus de l'utilisation d'ordinateurs et de logiciels.

Il est difficile d'évaluer ce capital électronique, car c'est un développement (suite à la page 25)

21  
M. Köhler en Asie

21  
Conférence de  
l'Association  
économique  
américaine

23  
Allocution de  
M. Köhler à Kobe

29  
M. Aninat : la Chine  
et l'accession  
à l'OMC

32  
M. Drazen :  
économie politique  
de la réforme

34  
M. Tirole :  
réglementation  
bancaire et mission  
du FMI

Lire aussi . . .

22  
Publications récentes

30  
Sur le site Internet

31  
Accords du FMI

33  
Utilisation des  
ressources du FMI

35  
Principaux taux  
du FMI

(suite de la première page) brusquement par les marchés, a noté M. Köhler, qui a conclu : «le FMI doit aider ses pays membres à effectuer le choix qui satisfait le mieux leurs besoins, compte tenu des chocs auxquels ils font face et de leur niveau de développement institutionnel. Pour un grand nombre de pays, un régime de change flottant sera la meilleure option».

M. Köhler a noté aussi que le ralentissement de l'économie américaine et l'essoufflement de la reprise au Japon ont accru les risques de récession, mais il serait exagéré d'envisager aujourd'hui un scénario catastrophe, a-t-il souligné. (Pour des extraits de l'allocution de M. Köhler, voir page 23.)

La réunion de Kobe, présidée par Kiichi Miyazawa, Ministre des finances du Japon, rassemblait les ministres des finances de dix pays asiatiques, des quinze pays membres de l'Union européenne et un représentant de la Commission européenne. Dans son allocution de clôture, M. Miyazawa a noté avec satisfaction l'amélioration des perspectives de croissance en Europe et en Asie au cours des deux dernières années, mais il a averti que les risques de récession avaient augmenté. Les ministres demeurent déterminés à rendre leurs économies plus robustes et à réduire leur vulnérabilité aux chocs extérieurs, a-t-il dit. Les ministres ont aussi examiné la volatilité des prix du pétrole et sont convenus que la stabilité du marché de l'énergie est essentielle pour la croissance à long terme.

## Entretiens à Singapour

Le 10 janvier, M. Köhler a rencontré à Singapour Goh Chok Tong, Premier ministre, Lee Kuan Yew, Ministre d'État, et Lee Hsien Loong, Vice-Premier ministre, ainsi que des représentants d'institutions financières du Japon, de la Corée, de la Chine et de la RAS de Hong Kong, de la Malaisie, de la Thaïlande et

de Singapour. Ils ont examiné ensemble les progrès économiques de l'Asie et le rôle du secteur privé dans la prévention des crises financières. Après cette réunion, Thomas Dawson, Directeur des relations publiques du FMI, a déclaré que «les entretiens avaient porté essentiellement sur les perspectives économiques de la région, le rythme de la restructuration financière et la nécessité permanente d'une coopération plus étroite entre le FMI et le secteur financier. Les marchés de capitaux privés jouant le rôle principal dans la promotion de l'investissement et de la croissance dans le monde, les participants ont noté l'importance d'une collaboration étroite du FMI et du secteur privé dans la prévention et la résolution des crises».

## Antenne dans la RAS de Hong Kong

Lors de l'inauguration le 11 janvier de l'antenne du FMI dans la RAS de Hong Kong, M. Köhler a déclaré que la mise en place de cette antenne reflétait les qualités uniques de Hong Kong et sa position stratégique sur les marchés financiers mondiaux. Cette antenne jouera un rôle important dans la promotion et le maintien d'un dialogue avec la communauté financière internationale et aidera le FMI et les marchés de capitaux privés à contribuer à la stabilité du système financier international, a-t-il noté (note d'information du FMI n° 01/05, 11 janvier; le texte de l'allocution de M. Köhler est disponible en anglais sur le site Web du FMI, [www.imf.org](http://www.imf.org)). Liu Tinghuan, Vice-Gouverneur de la Banque populaire de Chine, emmenait une délégation de Pékin lors de l'inauguration.

À Hong Kong, M. Köhler a rencontré de hauts fonctionnaires, parmi lesquels Tung Chee Hwa, Chef de l'exécutif; Donald Tsang, Secrétaire aux finances; Joseph Yam, Président de l'Autorité monétaire de Hong Kong; et Stephen Ip, Secrétaire aux services financiers. ■

## Publications récentes

### IMF Staff Country Reports

(Rapports sur les pays membres, 15 \$)

- 01/05 : Zimbabwe: 2000 Article IV Consultation
- 01/06 : Haiti: 2000 Article IV Consultation and Staff-Monitored Program for FY 2000/01
- 01/07 : Federal Republic of Yugoslavia: Membership and Request for Emergency Postconflict Assistance
- 01/08 : Bosnia and Herzegovina: Fourth and Fifth Review Under the Stand-By Arrangement and Requests for Extension and Rephasing of the Arrangement

- 01/09 : St. Kitts and Nevis: 2000 Article IV Consultation
- 01/10 : Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix
- 01/11 : Pakistan: Selected Issues and Statistical Appendix
- 01/12 : Colombia: First Review of the Extended Arrangement
- 01/13 : Zimbabwe: Recent Economic Developments, Selected Issues, and Statistical Appendix
- 01/14 : Estonia: Second Review Under the Stand-By Arrangement

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

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

Allocution lors de la réunion Asie–Europe . . .

## M. Köhler évoque les défis de la mondialisation pour la politique de change

**V**oici des extraits de l'allocution de Horst Köhler, Directeur général du FMI, lors de la réunion des ministres des finances d'Asie et d'Europe le 13 janvier à Kobe (Japon). Le texte intégral en anglais est disponible sur le site Web du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

La forte expansion de l'économie mondiale de ces deux dernières années a perdu de son dynamisme, essentiellement en raison du renchérissement du pétrole l'été dernier et de l'évolution dans les pays industrialisés. En particulier, le ralentissement de l'économie américaine et l'essoufflement de la reprise au Japon ont accru les risques de récession. Mais il serait exagéré d'envisager aujourd'hui un scénario catastrophe. Le récent abaissement des taux d'intérêt américains était opportun pour assurer un atterrissage en douceur de l'économie américaine et renforcer les perspectives de croissance mondiale. Si besoin est, les États-Unis disposent encore d'une marge de manoeuvre monétaire et budgétaire. En Europe, les données fondamentales se sont améliorées et les réformes fiscales commencent à produire leur effet au bon moment. Mais tant l'Europe que le Japon peuvent et doivent faire plus pour promouvoir une croissance soutenue et ainsi renforcer la confiance des investisseurs dans l'économie mondiale. À cet effet, il est essentiel d'approfondir et d'accélérer les réformes structurelles, en insistant sur la restructuration des entreprises et du secteur financier au Japon, et sur la réforme du marché du travail et des retraites en Europe. Par ailleurs, la communauté internationale pourrait — et devrait — redonner confiance aux investisseurs, notamment en Asie, en engageant un nouveau cycle de négociations commerciales dans le cadre de l'OMC.

### Politique de change

Depuis l'effondrement du système des parités fixes de Bretton Woods au début des années 70, on s'est demandé comment mieux stabiliser les taux de change entre les trois monnaies principales. Depuis l'introduction de l'euro, on s'est aussi de nouveau intéressé aux propositions concernant les zones d'objectifs de change. Nous devons admettre que l'environnement mondial est encore moins favorable à un tel système aujourd'hui qu'il ne l'était il y a vingt-cinq ans. Il n'y a vraiment pas d'autre solution que les taux de change flottants entre les trois principales monnaies.

Mais cela ne veut pas dire que les grands pays industrialisés doivent s'abstenir d'intervenir. La sous-évaluation de l'euro et la surévaluation correspondante du dollar ont peut-être stimulé les exportations européennes, mais elles ont aussi posé des problèmes, notamment pour les pays à marché émergent d'Asie et d'Amérique latine. Heureusement, la tendance

s'inverse, principalement grâce à de meilleurs résultats économiques en Europe et à un ralentissement aux États-Unis. C'est à juste titre que la Banque centrale européenne a fait savoir clairement qu'un euro très sous-évalué était inacceptable. Ses interventions ont démontré sa maturité institutionnelle. Les marchés en ont pris note. Mais nous savons aussi que les interventions ne peuvent pas modifier les tendances des marchés. Elles doivent donc être sélectives et bien coordonnées. Il serait malavisé de s'engager formellement à défendre un taux ou une fourchette donnée, mais les plus grands pays membres du FMI se doivent d'exploiter au mieux les possibilités de coordonner efficacement leur action pour réduire la volatilité des taux de change et les risques de désalignement.

À la suite de la crise asiatique, nombre de pays à marché émergent ont adopté un flottement dirigé et plusieurs appliquent encore un taux fixe. Il a été démontré que les régimes de flottement dirigé ou de rattachement peuvent être testés brusquement par les marchés des changes et qu'il peut être coûteux de les défendre ou de les abandonner de manière désordonnée. Nous devons prévenir nos pays membres que si ces régimes peuvent donner de bons résultats, ils sont très exigeants, surtout lorsque le pays concerné est fort tributaire des marchés de capitaux internationaux. Il n'y a pratiquement pas de marge d'erreur. Les pays qui choisissent un tel régime doivent mener résolument une politique macroéconomique avisée et être pleinement conscients des coûts connexes, y compris du risque de devoir maintenir des taux d'intérêt extraordinairement élevés en cas de fortes tensions sur les marchés financiers. Par ailleurs, leurs institutions financières et leurs entreprises doivent être bien préparées pour faire face à ces ajustements.

Un régime de flottement est plus indulgent en cas d'erreur et constitue donc une solution un peu plus sûre pour la plupart des pays. Je ne me réfère pas à un système où les autorités ne se préoccupent pas de l'évolution du taux de change; en fait, il est parfois opportun d'ajuster la politique monétaire en réaction à l'évolution extérieure. Mais avec un taux flottant, un pays ne risque pas d'épuiser ses réserves de change pour défendre un objectif de change. Par ailleurs, un pays peut mener une politique monétaire plus indépendante, tout en recevant des marchés de changes des signaux importants sur la solidité de son cadre d'action. Mais le flottement n'est pas une panacée. Il exige d'établir un autre point d'ancrage pour la politique monétaire et les anticipations inflationnistes, par exemple un ciblage de l'inflation. Et les pays peuvent encore avoir des choix difficiles à faire, en particulier face à de larges variations des flux de capitaux internationaux. Néanmoins,

**Les plus grands pays membres du FMI se doivent d'exploiter au mieux les possibilités de coordonner efficacement leur action pour réduire la volatilité des taux de change.**

M. Köhler

L'absence d'un objectif de change offre une substantielle marge de manoeuvre supplémentaire pour la gestion de la politique intérieure et des chocs extérieurs.

**Réglementation et libéralisation des mouvements de capitaux**

Ne soyons pas surpris que les récentes crises financières sur les marchés émergents aient poussé à réexaminer les mérites de la réglementation des mouvements de capitaux. L'exemple du Chili a confirmé que l'utilisation judicieuse d'une réglementation des entrées de capitaux à court terme peut aider à éviter une accumulation excessive de créances à court terme. C'est moins clair pour la Malaisie, qui a réglementé les sorties de capitaux pendant la crise asiatique. Dans d'autres pays, l'effet a été manifestement négatif. En particulier, lorsqu'un pays établit une réglementation plutôt que de procéder à l'ajustement ou au développement des institutions nécessaire, la réglementation réduit le potentiel de croissance du pays, crée des incitations à la corruption et à la fraude, et entrave l'accès aux capitaux privés sans s'attaquer aux vulnérabilités économiques. Même la réglementation des entrées de capitaux à court terme doit donc être utilisée à l'appui d'une politique économique avisée et son élimination doit être planifiée.

Les résultats étant mitigés jusqu'à présent, il est nécessaire de poursuivre les travaux et l'analyse pour évaluer les coûts et les avantages de ces réglementations dans des circonstances données. Mais qu'il n'y ait pas de confusion : à mon avis, l'intégration dans l'économie

mondiale est une tâche difficile, mais, à long terme, elle offre manifestement de meilleures perspectives de croissance et de prospérité.

Les avantages d'une intégration bien préparée dans le système financier mondial sont supérieurs aux risques. Mais nous devons aussi tirer un enseignement des récentes crises sur les marchés émergents : dans certains cas, la libéralisation des mouvements de capitaux a été manifestement trop rapide. Pour faire face aux flux instables de capitaux internationaux, il faut des systèmes financiers intérieurs solides, un contrôle et une réglementation prudentielle appropriés et de bonnes capacités de gestion des risques dans les banques et les entreprises, avec de surcroît un renforcement de la transparence et de la discipline du marché. Il est important de réunir ces conditions autant que possible avant de libéraliser totalement les mouvements de capitaux. La transition doit donc parfois être progressive. Les services du FMI vont examiner l'expérience de plusieurs pays afin d'énoncer des propositions plus détaillées et plus pratiques sur l'échelonnement de la libéralisation.

**Coopération régionale**

La coopération et l'intégration régionales peuvent jouer un rôle très important pour aider les pays à s'intégrer au système commercial et financier international. En Asie, la coopération régionale a été relancée récemment comme un moyen de faire face aux défis de la mondialisation, ce qui me semble assez naturel et positif. Dans le cadre de l'initiative de Chiang Mai (25 mars 2000), les pays membres de l'ASEAN, plus la Chine, le Japon et la Corée, ont proposé de renforcer la coopération financière régionale en développant un réseau de mécanismes de swaps. Je salue cette initiative et encourage ces pays à la rendre opérationnelle. J'y vois un complément à l'aide financière que le FMI accorde aux pays membres de la région qui déploient des efforts d'ajustement et j'ai hâte de définir les modalités de notre coopération dans ce domaine important.

**Union économique et monétaire européenne**

L'Union européenne représente un processus d'intégration régionale d'une portée considérable. Initialement, il était guidé par de puissantes considérations politiques, en particulier par la volonté de promouvoir la paix et la stabilité dans une région dévastée par la deuxième guerre mondiale.

Ce processus a aidé sans aucun doute à créer de la richesse et à assurer la stabilité en Europe. Mais les turbulences au sein du mécanisme de change en 1992 et en 1993, qui ont poussé le Royaume-Uni à quitter le système et ont exigé un élargissement des marges de fluctuation des taux de change, nous ont rappelé qu'une intégration monétaire progressive doit reposer sur une forte convergence des politiques et des résultats économiques de chaque pays. L'union monétaire européenne doit être renforcée à long terme par une union politique, où les pays membres sont prêts à coopérer dans un plus grand nombre de domaines. Le processus d'intégration européenne n'est manifestement pas achevé et nul ne sait comment il se terminera. Dans ce contexte, le récent sommet de Nice est un nouveau pas en avant. Mais il a souligné aussi la nécessité de clarifier davantage la nature de l'intégration européenne.

L'expérience européenne n'est pas un modèle que l'Asie peut et doit copier. L'évolution régionale en Asie doit être tirée par sa propre dynamique politique et son contexte historique unique. Mais les courants d'échanges et la situation géographique portent à croire que la création d'un marché interne asiatique pourrait être une étape future de la coopération régionale. Et pourquoi pas la base d'une intégration monétaire plus étroite si tel est le désir des peuples d'Asie? ■



*Kiichi Miyazawa, Ministre des finances du Japon (deuxième à partir de la droite au premier rang), et ses homologues d'Asie et d'Europe lors de la réunion de Kobe.*

**Photographies :** Toshifumi Kitamura (AFP), page 21; Eriko Suita (Reuters), page 24; Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez et Michael Spilotro (FMI), pages 25–29, 33 et 36.

# La fiabilité des prévisions passée au crible

(suite de la première page) relativement récent et les investisseurs ont du mal à se forger une opinion. Le problème se pose non seulement pour évaluer une nouvelle entreprise comme Yahoo, mais aussi des entreprises de détail établies comme Wal-Mart. Aujourd'hui, même la plus quelconque des entreprises dans le plus quelconque des secteurs a bien plus d'intangibles que de capitaux physiques.

Les difficultés de l'évaluation des bénéfices futurs, combinées à la croissance phénoménale des bénéfices d'entreprises telles que eBay, créent une situation où les cours boursiers sont élevés mais instables.

**Nouvelle économie, risques identiques?** Robert Gordon, de l'université Northwestern, estime que la nouvelle économie est le produit malheureux d'arguments circulaires et d'un énorme battage publicitaire. La courbe de Phillips est bien vivante, a-t-il noté, et les «bonnes choses des années 80» ont joué un rôle essentiel pour contenir l'inflation dans les années 90.

Les autres participants au débat sur la nouvelle économie étaient des convaincus. Selon Martin Baily, du Conseil américain des conseillers économiques, la nette amélioration des résultats de l'économie américaine est liée à l'évolution des technologies de l'information; selon de récentes données, la productivité du travail s'accélère dans les services et dans le secteur manufacturier.

William Nordhaus, de l'université de Yale, a insisté sur le rythme d'évolution record des produits informatiques, prenant pour exemple l'accélération annuelle de 50 % de la vitesse des communications électroniques. Le coût d'acquisition des connaissances a chuté et leur taux de diffusion est monté en flèche, mais rien ne permet encore d'affirmer que le rythme de développement des nouvelles connaissances ralentit.

Paul Krugman, de l'université de Princeton, regrette de ne pas avoir tenu compte du fait que le monde des entreprises expliquait l'expansion par l'effet «nouvelle économie». Il a admis avoir eu beaucoup de mal à accepter l'explication des tenants de la théorie de l'offre selon laquelle seuls des chocs favorables ont alimenté le dynamisme de l'économie américaine à la fin des années 90. Que faire du pessimisme actuel? L'Amérique sera-t-elle réellement en 2001 ce que le Japon fut en 1990? Il en doute, notant que le récent pessimisme est le fait essentiellement des milieux financiers et non des entreprises.

Les États-Unis ne sont peut-être pas le Japon, mais M. Gordon était le seul parmi les participants à s'inquiéter de ce qu'un cycle vicieux supplante le cycle vertueux actuel. L'économie américaine a des problèmes de «vieille économie»: renchérissement de l'énergie, valeur du dollar tenant à un fil et hausse des primes d'assurance médicale.

## Boule de cristal

Récession ou atterrissage en douceur? C'est ce que se demandent les autorités américaines. Plusieurs groupes de discussion ont examiné les outils de prévision à leur disposition et l'avis d'économistes réputés sur des périodes comme celle que nous vivons.

**Prévisions économiques et boursières.** Si le débat académique se poursuit sur des questions économiques plus générales, il est urgent pour les entreprises et les autorités de prévoir l'ampleur du ralentissement apparent de l'économie et de déterminer si la baisse des cours boursiers laisse présager une chute plus catastrophique. La fiabilité des prévisions de la croissance du PIB et des bénéfices des entreprises était le sujet d'un groupe de discussion présidé par Clive Granger, de l'université de Californie (San Diego). Pour Prakash Loungani, du FMI, si les faits passés servent d'indication, les prévisionnistes savent reconnaître un ralentissement en cours, mais ils sous-estiment leur gravité. En fait, dès lors qu'il s'agit de prévoir une récession, ils se trompent presque toujours.

Peut-être préfèrent-ils se conformer à une prévision moyenne (une sorte de consensus) plutôt que d'être isolés. C'est ce qu'a montré M. Granger. En particulier, les prévisions de croissance sont fortement influencées par la prévision moyenne du mois précédent. Ce comportement grégaire peut parfois faire converger les prévisions vers une valeur éloignée des chiffres effectifs.

Selon Daniel Bernhardt, de l'université d'Illinois, et Edward Kutsoati, de l'université de Tufts, les prévisions des bénéfices des sociétés sont moins sujettes à cette convergence. Ces prévisions, et de manière plus générale les prévisions de variables financières, se traduisent par des décisions d'achat ou de vente d'actions. La réputation et la rémunération des prévisionnistes sont donc liées plus directement aux résultats de leurs recommandations. Dans le cas des prévisions de croissance, où le lien entre les prévisions et les décisions qui en résultent est plus ténu, il y a moins d'incitation à différencier le produit et il se peut que les prévisionnistes se conforment à l'opinion de leurs homologues, d'où la convergence susmentionnée.

**Prix du pétrole et perspectives économiques.** Les variations des prix du pétrole ces deux dernières années ont compliqué l'évaluation des perspectives économiques. Lors d'une séance organisée par l'Association internationale des économistes de l'énergie, Prakash Loungani et Mine Yuçel, de la Banque fédérale de réserve de Dallas, ont noté que l'impact du pétrole sur la macroéconomie, le chômage en particulier, s'est atténué ces dernières années. En d'autres termes, les chocs pétroliers ne



Robert Hall



Martin Baily



Paul Krugman



Prakash Loungani



Rudiger Dornbusch

semblent pas provoquer les perturbations économiques qu'ils causaient dans le passé. Allan Brunner, du FMI, s'est demandé si cela s'explique par les changements structurels dans les marchés de l'énergie et la dépendance à l'égard du pétrole, par la réaction différente de la Réserve fédérale américaine aux chocs pétroliers ou par les caractéristiques différentes des chocs. Selon M. Loungani, les récents chocs pétroliers n'ont pas eu le même effet macroéconomique que les chocs précédents parce qu'ils n'ont pas été associés à un risque de fortes perturbations de l'approvisionnement en pétrole.

**Relire Mundell.** Les autorités américaines devraient-elles relire Mundell? C'est l'avis des participants à un déjeuner en l'honneur du lauréat du prix Nobel en 1999. Selon Rudiger Dornbusch, du MIT, M. Mundell a résolu le problème du dosage de la politique économique en montrant que la politique budgétaire doit soutenir l'offre et la croissance, tandis que la politique monétaire doit viser à contenir l'inflation. Cette théorie allait à l'encontre des idées communément admises lorsque M. Mundell l'a avancée. Considérant M. Mundell comme un «agent provocateur intellectuel», Michael Mussa, Conseiller économique au FMI, a noté que les autorités américaines font face aujourd'hui au problème du dosage de la politique économique que M. Mundell a traité il y a plusieurs décennies.



Robert Mundell

### La réforme des institutions de Bretton Woods

Plus d'un an après la publication du Rapport Meltzer (rapport d'une commission consultative du Congrès américain sur les institutions financières internationales), Allan Meltzer, de l'université Carnegie Mellon, a dirigé un groupe de discussion, comprenant des coauteurs du rapport, Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, et d'autres spécialistes, sur la réforme des institutions de Bretton Woods. Le débat a porté essentiellement sur le FMI.

M. Meltzer a salué les mesures que le FMI a prises récemment pour réduire le nombre de ses facilités de prêt, améliorer les mécanismes de prêt de précaution et accroître la transparence. Mais il a répété que, face aux crises des années 90, le FMI était allé bien au-delà de son mandat original et était devenu un prêteur en dernier ressort, pour finir aujourd'hui par renflouer tout le monde. Le FMI doit laisser sombrer les pays gaspilleurs et les prêteurs doivent supporter leurs pertes. M. Meltzer regrette que le FMI n'ait pas accepté la logique du rapport, citant pour preuves les cas récents de la Turquie et de l'Argentine.

Selon Charles Calomiris, de l'université de Columbia, il existe en fait deux débats sur la réforme du FMI : le premier ne traite que des moyens et des objectifs, tandis que le second, plus large, vise à déterminer si le FMI et la Banque mondiale doivent servir d'instruments de politique étrangère des États-Unis et du G-7. Il juge que les contraintes recommandées par le rapport, à savoir le respect de la souveraineté, des tâches distinctes pour ces organisations, une limitation crédible des



Stanley Fischer

### Régimes de taux de change

Ces trente dernières années, les pays ont appliqué un grand nombre de régimes de change. Quels enseignements avons-nous tiré de cette riche expérience?

**Éviter un régime intermédiaire?** Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, a noté que les pays commencent à éviter les régimes intermédiaires pour choisir soit une parité fixe, soit un flottement, et ce, non pas sous la pression du FMI ou du Trésor américain, comme certains l'ont suggéré, mais bien parce que ces régimes intermédiaires se sont avérés non viables. Or, toutes les grandes crises financières depuis 1994 ont impliqué d'une manière ou d'une autre un taux de change fixe.

Le choix d'un régime de change doit se faire au cas par cas, a souligné M. Fischer. Une parité fixe est plus logique pour les pays dont la situation monétaire est traditionnellement instable ou pour ceux étroitement liés à un autre pays ou groupe de pays. Elle peut aussi être utilisée pour une désinflation, mais il est essentiel de mettre en place une stratégie d'abandon de la parité fixe pendant le processus de désinflation.

Pour les pays qui veulent assouplir leur régime de change, le ciblage de l'inflation est une option attrayante, selon M. Fischer. Dans ce cadre d'action, les variations du taux de change sont prises en compte dans la mesure où l'on s'attend à ce qu'elles influent sur l'inflation future. Un autre moyen pour

objectifs, une évaluation externe efficace, une comptabilité transparente et un partage des charges équitable entre les pays, empêcheraient l'utilisation de ces organisations comme outils ponctuels de politique étrangère; elles se sont heurtées à une forte résistance du Trésor américain et du G-7. Le fait de ne pas pouvoir limiter les prêts à des objectifs économiques compromet la crédibilité de ces institutions et dénie au Congrès américain son droit de regard. Il est urgent de réformer, entre autres, les médiocres antécédents de l'institution en matière de conditionnalité, la lourdeur du processus de négociation des programmes avec les pays en proie à une crise de liquidité, les coûts énormes des renflouements qui sont financés par les citoyens et représentent un transfert aux «copains», et les opérations qui restent peu transparentes, comme le système de comptabilité. Joseph Stiglitz, ancien économiste principal de la Banque mondiale, aujourd'hui à l'université de Stanford, estime que le FMI et la Banque mondiale sont en fait des institutions politiques et que le rapport n'est pas allé assez loin en ce qui concerne la gestion de ces organisations. Il remet aussi en question ce qu'il appelle la nature antidémocratique du système d'attribution des droits de vote en fonction du PIB.

M. Fischer a noté les points où il est en accord avec le rapport, notamment les objectifs fondamentaux du FMI et la nécessité des prêts de précaution, mais il a souligné qu'il y avait aussi de sérieux désaccords. En particulier, il juge que la relation entre la politique et le processus de décision dans les institutions financières internationales est plus complexe que ne le laisse entendre M. Calomiris. M. Fischer a noté que les institutions de Bretton Woods ont pris forme en réaction aux hor-



Hali Edison

assouplir le régime de change consiste à établir de larges bandes de fluctuation ajustables à l'intérieur desquelles le taux de change peut flotter, comme le recommande, par exemple, John Williamson, de l'Institut d'économie internationale. Cependant, a noté M. Fischer, on ne sait pas très bien pourquoi un tel système est préférable à un ciblage de l'inflation.

**M. Mundell et les régimes de change.** Les régimes de change étaient aussi au centre des débats lors du déjeuner en l'honneur de M. Mundell. Andrew Rose, de l'université de Californie (Berkeley) s'est demandé pourquoi M. Mundell est favorable à l'euro, étant donné que la zone euro ne satisfait pas beaucoup de ses critères pour la mise en place d'une zone monétaire optimale. M. Rose voit deux raisons à l'appui de M. Mundell. La première est que la mise en place d'une monnaie unique peut réduire notablement les coûts de transaction et stimuler les échanges au point de justifier la prise de risques associée à la participation à une zone monétaire qui n'est peut-être pas viable. La deuxième est que les critères d'établissement d'une zone monétaire optimale sont endogènes. Par exemple, la mise en place d'une zone monétaire peut accroître la mobilité de la main-d'oeuvre, un des critères d'une zone monétaire optimale.

Rudiger Dornbusch s'est demandé si l'appui de M. Mundell à l'étalon or comme régime de change était sérieux ou simplement une provocation.

M. Mundell a répliqué que ce fut le seul moyen par lequel on avait atteint l'unité monétaire sans unité politique. Il a recommandé d'établir une seule zone monétaire mondiale, déclarant que le nombre optimal de monnaies doit être un nombre impair, de préférence inférieur à trois.

### Crises financières

Les nombreuses crises de la dernière décennie continuent d'alimenter l'intérêt pour l'étude de la nature des crises financières et la recherche de systèmes d'alerte efficaces et de ripostes appropriées.

**Systemes d'alerte avancée.** Hali Edison, du FMI, a présenté un guide des travaux concernant la mise en place de systèmes qui pourraient alerter les autorités de problèmes imminents. Elle juge que les principaux systèmes d'alerte avancée, s'ils ne sont pas infaillibles, offrent un outil de diagnostic utile pour prévoir les crises. Steven Kamin, du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, a présenté un système d'alerte avancée qui vise à identifier le rôle des facteurs internes et externes dans les crises sur les marchés émergents. Si les crises sont essentiellement le résultat de facteurs internes, les chocs externes jouent un rôle secondaire notable, a-t-il expliqué.

**Contagion.** Un groupe de discussion présidé par Béatrice Weder, de l'université de Bâle, a examiné quatre canaux de contagion. Sergio Schmukler, de la

reurs de la crise des années 20 et de la deuxième guerre mondiale. Elles sont fondées sur les interactions de l'économie et de la politique. «Il est clair que si le système économique international est incapable de subvenir aux besoins aux pays qui y participent, le système politique économique que nous soutenons et qui conduit «à la liberté humaine ne survivra pas», a-t-il noté, ajoutant que nous vivrions dans un monde différent si nous n'avions pas un système économique international qui offre la stabilité aux pays qui y participent sur la base de règles arrêtées par consentement mutuel.»

M. Fischer a souligné que le FMI est déjà comptable de son action à ses pays membres par le biais de son Conseil d'administration. Certaines de ses décisions ont inévitablement un élément politique et c'est l'une des principales raisons pour lesquelles il est essentiel que la direction et les services de l'institution soient comptables aux pays membres. Cette responsabilité s'exerce par le Conseil d'administration, qui représente les 183 pays membres. Le FMI prend rarement une décision sans un appui quasi unanime du Conseil.

Le FMI tire des ressources proportionnelles de ses pays membres et les droits de vote reflètent la part financière des pays au sein de l'institution, «ce qui me semble très approprié pour une institution financière», a noté M. Fischer.

En ce qui concerne la conditionnalité, M. Fischer estime qu'il serait plus exact de dire que la plupart du temps les pays satisfont presque toutes les conditions des prêts du FMI. Mais les circonstances changent et il faut parfois supprimer les conditions : c'est ce qui se fait lors des revues des programmes. Quant à la nature byzantine du système de comptabilité du

FMI, M. Fischer est tout à fait d'accord. Le rapport critique à juste titre la transparence du financement du FMI. Mais ce système a aujourd'hui été réformé au point que «même moi je peux le comprendre», a déclaré M. Fischer. Par ailleurs, les négociations en temps de crise ne prennent pas des semaines, ni des mois; en Corée et ailleurs, elles ont été conclues en quelques jours.

Enfin, M. Fischer rejette l'idée selon laquelle le FMI renfloue tout le monde. Ce n'est tout simplement pas vrai : nombre d'investisseurs sur les marchés émergents ont enregistré de très lourdes pertes. Il est naïf aussi de penser qu'il existe une solution idéale où tous les citoyens sont protégés et où les responsables supportent intégralement le coût de leurs erreurs. Si un pays fait défaut ou un système bancaire s'effondre, tout le monde en souffre beaucoup jusqu'à ce que la situation soit corrigée. Les prêts du FMI ne peuvent pas — et ce n'est pas non plus leur objectif — éviter toutes les pertes, mais ils peuvent réduire les coûts de l'ajustement dans ces pays. Les prêts du FMI en cas de crise visent à fournir un filet de protection pour les citoyens. En Corée, par exemple, les fonds ont été transférés aux déposants et non aux propriétaires des banques.

M. Fischer conteste vivement aussi l'idée selon laquelle laisser un pays sombrer conduira nécessairement aux réformes recherchées. Les crises n'aboutissent pas inévitablement aux réformes, a-t-il observé, et laisser un pays sombrer et assumer ses responsabilités n'est pas nécessairement le meilleur moyen de promouvoir une meilleure politique économique. En fait, M. Fischer se méfie des critiques qui jugent «beaucoup trop facile de supporter la douleur des autres».

Banque mondiale, qui présentait un document cosigné par Graciela Kaminsky et Richard Lyons, a examiné le rôle de plus en plus important des fonds communs de placement sur les marchés émergents. Leurs gérants réagissent instantanément aux crises, retirant leurs capitaux au moindre signe de fragilité après les crises (notamment en Corée et en Colombie).

Pour évaluer l'effet des liens commerciaux dans la contagion, Kristin Forbes, du MIT, s'est concentrée sur trois canaux potentiels. Elle a noté un effet négatif significatif sur la compétitivité et le revenu, et un effet positif mais moins significatif sur la position de négociation. Caroline van Rijckeghem, du FMI, qui résumait une étude cosignée par M<sup>me</sup> Weder, se demande s'il y a effet de contagion lorsque les banques réagissent à un problème en réduisant leurs engagements ailleurs. Ce lien semblait bien établi après les crises mexicaine et thaïlandaise, mais guère après la crise russe.

La perspective d'un renflouement du FMI encourage-t-elle des investissements imprudents (effet pervers)? Isabel Goedde, de l'université de Mannheim, qui présentait une étude cosignée par Giovanni Dell' Ariccia et Jeromin Zettelmeyer, du FMI, a examiné le comportement des investisseurs après le non-renflouement de la Russie en août 1998 : les investisseurs se sont comportés plus prudemment, relevant notablement les taux appliqués à la plupart des marchés émergents, en particulier ceux dont la santé foncière était la moins bonne. Cela semble indiquer que l'effet pervers existait avant la crise russe ou que des prêts plus sélectifs en situation de crise pourraient accroître l'ampleur ou la probabilité des crises dans certains pays, ou encore un peu des deux.

**Ripostes.** Les pays ont réagi différemment face aux crises financières et à la crainte de la contagion. Dans un document cosigné par M. Loungani, John Fernald, de la Banque fédérale de réserve de Chicago, se demande si la riposte chinoise pendant la crise asiatique de 1997-98 constitue un modèle pour les autres pays face à la contagion. Nombreux étaient ceux qui s'attendaient à ce que la Chine succombe à la crise, parce que la dévaluation des monnaies des pays voisins en termes réels pouvait peser sur ses exportations et que son système financier présentait dans une large mesure les mêmes faiblesses que les pays touchés par la crise. Mais ce ne fut pas le cas. La concurrence avec les pays asiatiques touchés par la crise s'est avérée beaucoup moins nuisible que prévu et le secteur financier a été protégé par l'État des pressions de l'ajustement, en dépit des faiblesses des bilans.

**La mondialisation et ses mécontents**

Dans un groupe de discussion sur la mondialisation — un processus qui apporte des changements extraordinaires et qui suscite des craintes tout aussi extraordinaires —, Dominick Salvatore, de l'université de Fordham, a examiné pourquoi l'économie américaine

est devenue aussi compétitive ces dernières années, citant l'ouverture aux échanges et à l'investissement, l'efficacité des marchés financiers et l'excellence dans la gestion, la science et les technologies.

Michael Mussa a évalué les avantages et les risques de la libéralisation des mouvements de capitaux. La logique est la même que pour la libéralisation des échanges, bien que les marchés financiers soient plus sensibles aux distorsions et aux brusques variations de l'opinion des investisseurs, a-t-il expliqué. Aujourd'hui, il ne s'agit pas de savoir s'il faut libéraliser les mouvements de capitaux, mais bien de savoir comment le faire prudemment. La plupart des pays veulent libéraliser les mouvements de capitaux. Ceux qui ont perdu l'accès aux marchés financiers veulent le retrouver. Ceux qui n'y ont pas accès cherchent à l'obtenir. Les pouvoirs publics peuvent atténuer les risques liés à la libéralisation par une gestion responsable de la dette (notamment de la dette à court terme libellée en devises) et une réglementation efficace.

La mondialisation peut être positive, a noté Joseph Stiglitz, de l'université de Stanford, citant l'exemple de l'Asie de l'Est. Cette région a comblé l'écart de connaissances, accueilli des investissements et mis l'accent sur le commerce, sans éliminer les obstacles aux échanges ni libéraliser les mouvements de capitaux. Le « consensus de Washington » s'est trompé, selon M. Stiglitz, qui accuse ses partisans d'avoir poussé à la libéralisation des mouvements de capitaux au bénéfice de Wall Street, d'avoir encouragé la libéralisation totale des échanges sans garde-fous appropriés et d'avoir appuyé des politiques qui ont sapé la cohésion sociale et profité aux élites politiques.

Pour Jagdish Bhagwati, de l'université de Columbia, la mondialisation est une force positive qui trop souvent manque d'un visage humain. Au fil de la mondialisation, les institutions nationales et internationales devront être repensées. Mais les pays et la société civile devront aussi repenser les moyens qu'ils utilisent pour corriger certains problèmes. Il craint que l'avenir de l'OMC soit menacé par les sanctions commerciales et les clauses sociales.

Si la mondialisation peut accélérer la croissance dans les pays industrialisés et offrir aux pays pauvres de très grandes chances de combler l'écart, pourquoi y a-t-il tant d'hostilité à son égard? C'est en partie, a expliqué Paul Romer, de l'université de Stanford, parce qu'on associe souvent une croissance plus élevée à de plus grands dégâts occasionnés à la Terre. C'est faux, estime-t-il, mais les économistes doivent mieux expliquer les avantages de la croissance et démystifier le fonctionnement des marchés. Il engage aussi vivement les économistes à se soucier des dégâts collatéraux potentiels lorsqu'ils débattent de choix de politique économique. Il craint que des objectifs plus généraux soient menacés si le grand public interprète à tort une certaine irritabilité sur des détails comme une condamnation de la mondialisation dans son ensemble. ■



Caroline van Rijckeghem



Michael Mussa



Joseph Stiglitz



Jagdish Bhagwati



## M. Aninat engage la Chine à continuer de préparer ses entreprises à la concurrence mondiale

**O**n trouvera ci-après des extraits de l'allocution prononcée par Eduardo Aninat, Directeur général adjoint du FMI, lors du Second Forum de la mondialisation organisé par la Fondation pour une coopération globale à Sanya (île d'Hainan) en Chine, le 14 janvier.

Après des années d'un développement remarquable, la Chine est aujourd'hui à un tournant. Dans les mois et les années qui viennent, elle devra prendre des décisions dont dépendront, à l'avenir, les progrès de son intégration à l'économie mondiale. La question n'est plus de savoir *si* elle doit s'intégrer, mais *comment*.

La mondialisation a des effets positifs énormes, sous forme de gains de productivité et de hausse des niveaux de vie. Mais elle lance aussi des défis formidables : il faut s'adapter à des marchés de capitaux volatils et s'assurer que la globalisation profite à tous. En fin de compte, la Chine ... devra trouver sa propre voie, adaptée à sa culture et à ses institutions. Le FMI, avec toute la famille des Nations Unies, peut l'y aider en contribuant à l'instauration d'un environnement plus sûr.

Car nos pays n'ont pas le choix de s'intégrer ou non à l'économie mondiale. Renoncer à le faire, c'est risquer la marginalisation alors même qu'un large fossé se creuse entre riches et pauvres. Mais cette ouverture doit obéir à des séquences précises et se faire avec prudence, en remédiant aux carences structurelles et en renforçant les règles prudentielles.

### La Chine au seuil de l'économie mondiale

La Chine reconnaît que les bienfaits de l'intégration à l'économie mondiale dépassent de loin ses coûts. Deux décennies de réforme le prouvent : la croissance a été d'environ 9 % en moyenne depuis 1980, performance extraordinaire à tous égards. De plus, la Chine a bien mieux traversé la crise asiatique que la plupart des autres pays asiatiques, grâce à une détente opportune de sa politique budgétaire et monétaire, mais aussi à une position extérieure solide, à une libéralisation prudente des flux de capitaux et aux réformes financières engagées. Et les perspectives pour 2001 restent bonnes, puisque la croissance devrait avoisiner 7 %.

Mais la Chine se trouve, je le répète, à un tournant. Elle est prête à accélérer de façon spectaculaire son intégration à l'économie mondiale et à devenir l'un des principaux acteurs de la scène internationale. J'en veux pour preuve sa décision de rejoindre l'OMC et les initiatives prises pour que sa monnaie reste un pôle de stabilité durant la crise asiatique. Ces responsabilités accrues s'accompagnent toutefois d'un impératif : accélérer les réformes. L'accession à l'OMC pourrait être le point de départ d'une nouvelle génération de réformes.

Cet effort d'ouverture devrait permettre à la Chine de renforcer l'efficacité de son industrie, d'accélérer la

mise en place du cadre légal et réglementaire indispensable à l'économie de marché et de stimuler l'investissement direct étranger (IDE). Mais il risque aussi de se traduire, pendant une période transitoire, par des perturbations brutales telles qu'une montée du chômage et un creusement des disparités de revenu. Cette ouverture accrue intensifiera également la concurrence dans l'agriculture, l'automobile, les productions à forte intensité de capital. À terme, cependant, toutes ces évolutions devraient aller dans la bonne direction.

Il est donc primordial que la Chine continue à préparer ses entreprises et son système bancaire à la concurrence mondiale en se dotant d'un système de sécurité sociale public, en consolidant son système bancaire et en libérant davantage les taux d'intérêt. L'intensification de la concurrence entraînera des gains d'efficacité et de productivité qui permettront de refaire le terrain perdu ces dernières années et d'améliorer les niveaux de vie.

L'économie chinoise bénéficiera-t-elle de l'accession à l'OMC? Nous le pensons. La Chine exporte encore surtout des produits à faible valeur ajoutée (vêtements, chaussures, etc.), mais elle est de plus en plus présente sur les créneaux de pointe, et la libéralisation ne peut qu'amplifier ce mouvement.

Certains secteurs d'activité subissent, c'est inévitable, les contre-coups de cette évolution. Mais ils ne représentent qu'une faible partie de la production et des échanges de la Chine. De plus, si les importations augmentent, il en ira de même des exportations à mesure que les gains d'efficacité des entreprises et la suppression des quotas ... se feront sentir. Très vite, aussi, la Chine pourra attirer davantage d'IDE, surtout dans les services, de sorte que sa balance des paiements ne sera guère perturbée. C'est dans ces gains d'efficacité que réside, de fait, la promesse d'une amélioration durable des revenus réels et des niveaux de vie.

Si une nouvelle génération de réformes aidera manifestement la Chine, il ne fait aucun doute aussi que les pays industriels devront, de leur côté, appliquer les préceptes qu'ils défendent en ouvrant plus franchement et plus largement leurs marchés. Ce sont eux, en effet, qui gagneront le plus à libéraliser leurs échanges, en particulier dans les domaines — agriculture et agroalimentaire, textiles et vêtements, industrie légère — où les pays en développement disposent d'un avantage comparatif incontestable. Abaisser de 50 % les obstacles au commerce érigés à travers le monde permettrait de dégager des gains d'environ 400 milliards de dollars par an, dont



*M. Aninat : «La Chine est prête à accélérer de façon spectaculaire son intégration à l'économie mondiale et à devenir l'un des principaux acteurs de la scène internationale.»*

un tiers reviendrait aux pays en développement. C'est pourquoi ces derniers doivent demander l'ouverture d'un nouveau cycle de négociations commerciales. En attendant, le FMI appuie les efforts déployés par les économies les plus pauvres pour bénéficier d'un accès en franchise de droits, et hors contingents, aux marchés des pays industriels. Nous souhaitons aussi que l'on tienne mieux compte, lors de ces négociations, des mesures unilatérales prises pour ouvrir les économies.

**FMI : répartir les fruits de la mondialisation**

Les perspectives économiques de la Chine sont indissociables de l'évolution mondiale. L'expansion globale soutenue des deux dernières années marque aujourd'hui le pas. On s'attendait à ce ralentissement, mais il semble qu'il sera plus marqué que prévu dans nos dernières *Perspectives de l'économie mondiale*. Cependant, la baisse des taux décidée opportunément par la Réserve fédérale devrait aider les États-Unis à réussir leur atterrissage en douceur, dans la mesure notamment où ils disposent d'une double marge de manœuvre monétaire et budgétaire. L'Europe et le Japon peuvent jouer un rôle utile eux aussi en accélérant les réformes — du marché du travail et des régimes de retraite pour l'Europe, du secteur industriel et financier pour le Japon.

L'Asie a connu une reprise spectaculaire ces deux dernières années. Toutefois, les incertitudes politiques et économiques régionales, conjuguées au fléchissement de l'activité dans le reste du monde, minent la confiance et assombrissent ses perspectives de croissance. Il n'en est que plus nécessaire de continuer à conduire une politique macroéconomique de soutien de l'activité et d'accélérer les réformes.

Mais, au-delà du court terme, la Chine et le reste du monde ont besoin d'un environnement stable pour prospérer. Comment le FMI peut-il y contribuer?

Premièrement, nous devons favoriser une croissance durable et non inflationniste pour tous, et veiller à ce qu'elle aille de pair avec des investissements dans le capital humain, et en particulier dans l'éducation et la santé. Car la croissance est notre meilleure chance de faire reculer la pauvreté — principale menace pesant sur le développement — et elle est une source vitale de financement des dépenses sociales ciblées.

Deuxièmement, nous devons être au cœur des efforts déployés pour stabiliser le système financier international. C'est dans ce but que nous approfondissons nos travaux sur les marchés de capitaux et les systèmes bancaires, et que nous avons pris des initiatives pour améliorer d'autres institutions, marchés ou pratiques auxquels les États, entreprises et particuliers ont recours dans leurs activités économiques et financières. Nous réfléchissons aussi au moyen de mieux suivre les économies nationales et le système monétaire mondial.

L'une des initiatives les plus prometteuses, engagée avec la Banque mondiale, consiste à suivre les secteurs financiers nationaux. Après une expérience pilote menée sur 12 pays, ces programmes d'évaluation du secteur financier ont été étendus récemment et nous devrions couvrir désormais de 24 à 30 pays par an.

Troisièmement, le FMI doit collaborer étroitement avec les autres institutions internationales pour protéger les biens publics mondiaux. Chacun de nous doit se concentrer sur son mandat et son domaine de compétence pour être plus efficace et plus responsable. Pour le FMI, cela veut dire se recentrer sur les conseils de politique monétaire, budgétaire et de change, les questions financières et le suivi du système monétaire international.

Depuis 1989, nous offrons à la Chine une assistance technique pour mener à bien les réformes engagées dans la gestion des dépenses publiques, l'administra-

**Le FMI appuie les efforts déployés par les économies les plus pauvres pour bénéficier d'un accès en franchise de droits, et hors contingents, aux marchés des pays industriels.**

M. Aninat

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

**Communiqués de presse**

01/02 : approbation du deuxième accord annuel FRPC en faveur de la République Centrafricaine, 10 janvier

**Notes d'information**

01/02 : achèvement de la première revue du programme du Bénin et approbation d'un crédit de 5 millions de dollars, 8 janvier

01/03 : achèvement de la deuxième revue du programme du Burkina Faso et approbation d'un prêt de 7 millions de dollars, 10 janvier

01/04 : achèvement de la première revue du programme de la Lituanie, 10 janvier

01/05 : Horst Köhler, Directeur général du FMI, inaugure l'antenne de Hong Kong, 11 janvier

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

01/01 : conclusion des consultations au titre de l'article IV avec Haïti, 5 janvier

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

Malawi, 3 janvier

Bosnie-Herzégovine, 8 janvier  
République Centrafricaine, 10 janvier  
Lituanie, 12 janvier

**Discours**

Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint, "Remembering Herb Stein: His Contributions as an Economist", Association économique américaine, Nouvelle-Orléans, 6 janvier

Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", Association économique américaine, Nouvelle-Orléans, 6 janvier (voir page 26)

Horst Köhler, Directeur général, Inauguration de l'antenne du FMI dans la RAS de Hong Kong, 11 janvier

**Rapports sur l'observation des normes et des codes (date de l'affichage)**

Suède, 8 janvier  
Azerbaïdjan, 9 janvier

tion et la politique fiscales, la politique monétaire, le régime de change et les statistiques.

Quatrièmement, le FMI doit être une institution ouverte, capable de tirer les leçons de l'expérience et de s'adapter en permanence à l'évolution des besoins des États membres pour être plus efficace. Nous devons être à l'écoute des propositions de ces 183 pays, mais aussi ouvrir le dialogue, de plus en plus, avec les ONG, la société civile en général et le secteur financier privé.

Enfin, je tiens à rappeler que notre conseil d'administration a proposé de relever la quote-part de la Chine au FMI, pour prendre acte du retour de Hong Kong sous souveraineté chinoise, et d'accroître ainsi les droits de vote de ce pays et son accès à nos crédits. La quote-part de la Chine sera la huitième par ordre d'importance et ce sera là une nouvelle reconnaissance, par la communauté internationale, du rôle croissant de la Chine dans l'économie mondiale. ■

## Accords du FMI au 31 décembre 2000

Pays membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Total approuvé	Solde non tiré
(Millions de DTS)				
<b>Accords de confirmation</b>				
Argentine <sup>1</sup>	10 mars 2000	9 mars 2003	10.585,50	8.997,67
Bosnie-Herzégovine	29 mai 1998	29 mai 2001	94,42	13,99
Brésil <sup>1</sup>	2 déc. 1998	1 <sup>er</sup> déc 2001	10.419,84	2.550,69
Équateur	19 avr. 2000	18 avr. 2001	226,73	113,38
Estonie	1 <sup>er</sup> mars 2000	31 août 2001	29,34	29,34
Gabon	23 oct. 2000	22 avr. 2002	92,58	79,36
Lettonie	10 déc. 1999	9 avr. 2001	33,00	33,00
Lituanie	8 mars 2000	7 juin 2001	61,80	61,80
Nigéria	4 août 2000	3 août 2001	788,94	788,94
Pakistan	29 nov. 2000	30 sept. 2001	465,00	315,00
Panama	30 juin 2000	29 mars 2002	64,00	64,00
Papouasie-Nouvelle-Guinée	29 mars 2000	28 mai 2001	85,54	56,66
Roumanie	5 août 1999	28 févr. 2001	400,00	260,25
Turquie <sup>1</sup>	22 déc. 1999	21 déc. 2002	8.676,00	5.832,20
Uruguay	31 mai 2000	31 mars 2002	150,00	150,00
<b>Total</b>			<b>32.172,69</b>	<b>19.346,28</b>
<b>Accords élargis de crédit</b>				
Bulgarie	25 sept. 1998	24 sept. 2001	627,62	104,62
Colombie	20 déc. 1999	19 déc. 2002	1.957,00	1.957,00
Indonésie	4 févr. 2000	31 déc. 2002	3.638,00	2.786,85
Jordanie	15 avril 1999	14 avril 2002	127,88	91,34
Kazakhstan	13 déc. 1999	12 déc. 2002	329,10	329,10
Macédoine, ex-Rép. yougos. de	29 nov. 2000	28 nov. 2003	24,12	22,97
Pérou	24 juin 1999	31 mai 2002	383,00	383,00
Ukraine	4 sept. 1998	3 sept. 2001	1.919,95	1.017,73
Yémen	29 oct. 1997	1 <sup>er</sup> mars 2001	105,90	65,90
<b>Total</b>			<b>9.112,57</b>	<b>6.758,51</b>
<b>Accords FRPC</b>				
Albanie	13 mai 1998	31 juil. 2001	45,04	9,41
Bénin	17 juil. 2000	16 juil. 2003	27,00	20,20
Bolivie	18 sept. 1998	17 sept. 2001	100,96	56,10
Burkina Faso	10 sept. 1999	9 sept. 2002	39,12	27,94
Cambodge	22 oct. 1999	21 oct. 2002	58,50	41,79
Cameroun	21 déc. 2000	20 déc. 2003	111,42	95,50
Côte d'Ivoire	17 mars 1998	16 mars 2001	285,84	161,98
Djibouti	18 oct. 1999	17 oct. 2002	19,08	13,63
Macédoine, ex-Rép. yougos. de	29 nov. 2000	28 nov. 2003	10,34	8,61
Gambie	29 juin 1998	28 juin 2001	20,61	6,87
Ghana	3 mai 1999	2 mai 2002	191,90	120,85
Guinée	13 janv. 1997	12 janv. 2001	70,80	15,73
Guinée-Bissau	15 déc. 2000	14 déc. 2003	14,20	9,12
Guyana	5 juil. 1998	14 juil. 2001	53,76	28,88
Honduras	26 mars 1999	25 mars 2002	156,75	64,60
Kenya	4 août 2000	3 août 2003	190,00	156,40
Malawi	21 déc. 2000	20 déc. 2003	45,11	38,67
Mali	6 août 1999	5 août 2002	46,65	33,15
Mauritanie	21 juil. 1999	20 juil. 2002	42,49	30,35
Moldova	15 déc. 2000	14 déc. 2003	110,88	101,64
Mozambique	28 juin 1999	27 juin 2002	87,20	33,60
Nicaragua	18 mars 1998	17 mars 2001	148,96	33,64
Niger	14 déc. 2000	21 déc. 2003	59,20	50,74
Ouganda	10 nov. 1997	31 mars 2001	100,43	8,93
République Centrafricaine	20 juil. 1998	19 juil. 2001	49,44	32,96
République kirghize	26 juin 1998	25 juin 2001	73,38	28,69
Rwanda	24 juin 1998	23 juin 2001	71,40	19,04
São Tomé-et-Principe	28 avr. 2000	28 avr. 2003	6,66	4,76
Sénégal	20 avr. 1998	19 avr. 2001	107,01	42,80
Tadjikistan	24 juin 1998	24 déc. 2001	100,30	34,02
Tanzanie	31 mars 2000	30 mars 2003	135,00	95,00
Tchad	7 janv. 2000	7 janv. 2003	36,40	26,00
Zambie	25 mars 1999	28 mars 2003	254,45	224,45
<b>Total</b>			<b>2.870,28</b>	<b>1.676,05</b>
<b>Grand total</b>			<b>44.155,54</b>	<b>27.780,84</b>

<sup>1</sup>Y compris les montants au titre de la facilité de réserve supplémentaire.

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

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

Source : FMI, Département de la trésorerie

**Les pays membres «achètent» la monnaie d'autres membres, ou des DTS, à l'aide d'un montant équivalent de leur propre monnaie.**

## La résistance aux réformes et le rôle catalytique des crises

Les spécialistes s'intéressent depuis longtemps à la réforme de la politique économique. Leur analyse porte principalement sur la conception de la réforme, en supposant implicitement qu'une fois connue la marche à suivre optimale, l'exécution n'est qu'un simple problème technique. Allan Drazen, professeur d'économie à l'université de Tel-Aviv et à l'université du Maryland, a contesté cette théorie conventionnelle lors d'un séminaire de l'Institut du FMI le 12 décembre 2000. Sa présentation s'inspirait de son récent livre, *Political Economy in Macroeconomics*.

Souvent, les réformes salutaires ne sont pas adoptées ou sont adoptées avec un retard considérable, même lorsque l'on s'accorde sur ce qui doit être fait, a noté M. Drazen. Par exemple, on sait depuis longtemps que l'hyperinflation est généralement un problème budgétaire qui apparaît lorsque l'État monétise le déficit budgétaire. Pour combattre l'hyperinflation, l'État doit donc réduire le déficit, mais il diffère souvent cette stratégie simple et efficace jusqu'à ce que le problème devienne une crise à grande échelle. Pour comprendre pourquoi, nous devons inclure dans notre analyse les aspects politiques du processus de réforme.

M. Drazen définit la réforme comme un changement salutaire pour la collectivité, qui profite à la majorité ou à la totalité de la population. On peut en distinguer deux types. Les effets favorables des réformes «de la phase 1» (par exemple, la stabilisation macroéconomique) sont ressentis par une grande partie de la population. Par contre, les réformes «de la phase 2» (par exemple, la restructuration du marché du travail) nuisent manifestement à certains segments de la population. Les réformes de la phase 1 sont généralement opérées en premier lieu, car la résistance est plus faible. M. Drazen s'est concentré sur les curieuses —étant donné leur effet bénéfique— difficultés d'exécution de ces réformes.

### Approche conventionnelle

Pour démontrer que l'exécution des réformes n'est pas qu'un problème technique et pour motiver son analyse, M. Drazen a commencé par présenter les modèles économiques conventionnels du processus de réforme. Selon certains de ces modèles, les réformes sont parfois différées jusqu'à ce que les circonstances soient plus favorables et que la société puisse faire face plus facilement au choc de la réforme. Par exemple, il est plus facile de réduire le déficit budgétaire en période de croissance que pendant une récession. Si c'était vrai, les réformes seraient opérées essentiellement pendant les périodes d'expansion. Or, il est clair que ce n'est pas le cas : elles sont souvent opérées lorsque les choses vont mal, très mal même.

Une autre explication est l'irrationalité humaine : on diffère les réformes nécessaires, un peu comme un patient souffrant d'un mal de dents remet à plus tard sa visite chez le dentiste, a expliqué M. Drazen. Cependant, l'irrationalité ne semble pas constituer une base solide pour un modèle économique. Ou alors les individus sont rationnels, mais c'est la société dans son ensemble qui ne l'est peut-être pas. Il reste à savoir pourquoi des individus rationnels se comportent de manière irrationnelle en tant que groupe. Si l'on veut comprendre pourquoi il est difficile d'opérer des réformes salutaires, il faut donc se tourner vers des modèles qui prennent en compte les facteurs politiques et économiques, c'est-à-dire des modèles d'économie politique.

Selon une approche canonique de l'économie politique, certaines réformes ne sont pas opérées parce que les groupes influents politiquement qui risquent d'en sortir perdants bloquent leur application. Dans son fameux livre *The Rise and Fall of Nations*, l'économiste Mancur Olson a montré que l'émergence de tels groupes est probable dans tous les cas, parce que les processus dynamiques de réforme créent des intérêts acquis qui s'opposent à la poursuite des réformes. Mais cette théorie ne permet pas d'expliquer pourquoi les pays n'adoptent pas les réformes de la phase 1, dont les effets bénéfiques sont ressentis par beaucoup.

### Nouveaux modèles d'économie politique

M. Drazen a examiné trois types de nouveaux modèles d'économie politique relatifs aux réformes. Le premier considère l'adoption de réformes comme un bien public. L'adoption est coûteuse, mais, une fois la réforme adoptée, chacun en bénéficie, y compris ceux qui n'en ont pas supporté les coûts. Il se peut donc que les réformes ne soient jamais adoptées ou ne le soient qu'avec retard parce qu'il n'y a pas d'accord sur la prise en charge des coûts. À l'aide d'un simple modèle statique, M. Drazen a démontré qu'un individu n'est pas disposé à supporter les coûts de la réforme s'il pense qu'un autre les supportera probablement. En conséquence, la réforme n'est pas adoptée même si, pour chaque individu, ses avantages sont supérieurs à ses coûts.

M. Drazen a pris l'exemple d'une pièce froide. Pour la réchauffer, quelqu'un doit ajuster le thermostat. Supposons qu'il n'y a qu'une personne dans la pièce. Si, pour cette personne, les avantages (température plus élevée) sont supérieurs aux coûts (se lever et ajuster le thermostat), elle ajustera le thermostat. Supposons maintenant qu'il y a quarante personnes dans la pièce et que toutes considèrent que les avantages (température plus élevée) sont supérieurs aux coûts (se lever). Toutefois, si chacun pense que quelqu'un d'autre va se lever pour ajuster le thermostat, personne ne se lèvera et la pièce restera froide.

On diffère les réformes nécessaires, un peu comme un patient souffrant d'un mal de dents remet à plus tard sa visite chez le dentiste.

M. Drazen

Cette approche statique explique pourquoi les réformes ne sont pas adoptées, mais pas pourquoi elles sont adoptées avec retard. Pourquoi des individus ou des groupes qui n'étaient pas disposés au départ à partager la charge de l'adoption d'une réforme finissent-ils par céder? Pour expliquer ce phénomène, M. Drazen introduit de nouveaux éléments dans le modèle : la détérioration de la situation économique au fil du temps et l'incertitude entourant la puissance des adversaires. Il se peut qu'un groupe ne soit pas prêt au départ à assumer la charge des réformes parce que la situation économique est encore supportable et qu'il pense que les adversaires assumeront cette charge. Le temps passe et la situation se détériore : il devient manifeste que les adversaires sont suffisamment puissants politiquement et économiquement pour tenir bon. Après un certain temps, le groupe «plus faible» jugera bon d'assumer la charge de la réforme. Pour en revenir à l'exemple de la pièce froide, la personne la plus sensible au froid finira par se lever pour ajuster le thermostat.

On peut aussi expliquer les retards par la volonté de différer la douleur de la réforme. Le groupe plus faible sait peut-être qu'il devra finalement supporter la charge de la réforme. Toutefois, cherchant à préserver son niveau de vie actuel, il choisira peut-être de l'assumer plus tard.

Dans le deuxième type de modèle évoqué par M. Drazen, l'incertitude entourant les avantages des réformes est la principale explication de la non-adoption des réformes ou de leur adoption tardive. Comme, en règle générale, l'être humain n'aime pas le risque, il n'est peut-être pas disposé à adopter des réformes qui, tout en accroissant le bien-être moyen, conduisent à des résultats fort variables d'un individu à l'autre. Il se peut aussi qu'une majorité rejette même les réformes qui, manifestement, seront bénéfiques pour elle. C'est ce qui peut se passer si différents segments de la population ont des perspectives différentes dans l'économie «réformée».

M. Drazen a donné l'exemple d'une économie comprenant deux secteurs et cent personnes. En général, aucun individu ne sait comment cela se passera pour lui après l'adoption des réformes, mais chacun connaît ses chances de succès ou d'échec personnel dans son propre secteur. Le premier secteur est composé de 49 personnes, pour lesquelles les réformes devraient normalement être salutaires. Elles votent donc toutes en faveur des réformes. Le second secteur est composé de 51 personnes, parmi lesquelles 25 sortiront gagnantes des réformes et 26 perdantes. En moyenne, les membres du second secteur seront perdants : ils votent donc tous contre la réforme. Les réformes sont finalement rejetées après un vote 49-51, bien que les gagnants (74) soient plus nombreux que les perdants (26).

Dans le troisième type de modèle, la non-adoption des réformes ou leur adoption tardive s'explique par l'incapacité des autorités à communiquer au grand public les avantages de la réforme. Les autorités savent sans doute que les réformes sont bonnes pour l'éco-

nomie, mais le public, lui, croit peut-être qu'elles ne profiteront qu'à l'étroite base politique des autorités. C'est ainsi que l'on peut expliquer pourquoi des politiques de droite sont souvent appliquées par des politiciens de gauche et vice-versa. Quand, par exemple, un politicien de gauche prône des réformes économiques de droite, le grand public est plus enclin à penser que les réformes seront effectivement salutaires pour l'ensemble de la société, et non qu'elles serviront de mesquins intérêts politiques.

**Applications**

Pour conclure, M. Drazen a évoqué deux applications de la théorie : le rôle des crises et la transition du socialisme à l'économie de marché. Une crise semble souvent provoquer une réforme. Au contraire des modèles conventionnels, les nouveaux modèles d'économie politique expliquent pourquoi. Une rapide détérioration de la situation rend les parties plus disposées à accepter un compromis et l'incertitude liée aux réformes : même si on ne sait pas ce que réserve l'après-réforme, c'est toujours mieux que la situation actuelle. Il est donc bien possible qu'une crise soit nécessaire pour que des réformes majeures soient opérées.

Selon M. Drazen, le défi de la transition tient à la combinaison de contraintes économiques et politiques. La réalité politique peut rendre non viables un rythme et un échelonnement de réformes qui sont optimaux d'un point de vue économique. Les restrictions qui vont de pair avec le processus de transition dans nombre de pays peuvent s'expliquer par la volonté des autorités d'éviter les obstacles politiques à l'adoption des réformes. Souvent, le sentier de réforme qui est viable d'un point de vue politique est loin d'être optimal sous l'angle économique, d'où des perturbations de l'activité économique et des difficultés exceptionnelles. ■

Dmitriy Gershenson  
Institut du FMI



*M. Drazen : «Il est donc bien possible qu'une crise soit nécessaire pour que des réformes majeures soient opérées.»*

<b>Utilisation des ressources du FMI</b>			
<b>(Millions de DTS)</b>			
	En décembre 2000	Janvier-décembre 2000	Janvier-décembre 1999
<b>Compte des ressources générales</b>	4.089,63	7.178,02	10.010,09
Accords de confirmation	3.782,63	5.794,31	7.480,40
FRS	1.735,20	1.735,20	3.636,09
Accords élargis de crédit	190,07	1.266,79	1.849,30
MFC	0,00	0,00	680,40
Aide d'urgence	116,93	116,93	0,00
FRPC	99,35	492,50	736,78
<b>Crédit total du FMI</b>	<b>4.188,98</b>	<b>7.670,52</b>	<b>10.746,87</b>
FRS = facilité de réserve supplémentaire			
MFC = mécanisme de financement compensatoire			
FRPC = facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance			
Les chiffres étant arrondis, les totaux ne correspondent pas nécessairement à la somme des composantes.			
Source : FMI, Département de la trésorerie			

## Pourquoi établir une réglementation bancaire et bien préciser le rôle du FMI

**E**n novembre 2000, Jean Tirole, professeur d'économie invité au Massachusetts Institute of Technology, directeur scientifique de l'IDEL à Toulouse et auteur de plusieurs études économiques importantes, a donné un cours sur la réglementation bancaire dans le cadre du programme de formation interne de l'Institut du FMI. Il traite ci-après des questions abordées dans ce cours et d'autres questions connexes.

### BULLETIN DU FMI : Pourquoi réglementer l'activité bancaire? Les raisons ont-elles évolué au fil des ans?

**M. TIROLE :** Il y a trente ou quarante ans, l'activité bancaire était strictement réglementée et moins risquée qu'aujourd'hui. Les banques évoluaient surtout dans un contexte national et diverses règles les empêchaient de se concurrencer. Avec la multiplication des marchés financiers et des produits dérivés, l'ouverture et la déréglementation du secteur, et la hausse des engagements bancaires sur les marchés des capitaux, les risques ont augmenté. C'est dans ce contexte que le Comité de Bâle a mis en place, en 1996, une nouvelle réglementation bancaire, qui définit des normes minimales pour le risque de crédit et la gestion du risque, et qu'il propose aujourd'hui de nouvelles réformes.

Pour justifier une réglementation, il faut d'abord déterminer où se situe la défaillance du marché. C'est vrai pour la réglementation des banques, mais aussi pour la réglementation internationale.

Une fois la défaillance du marché identifiée, il reste à définir la mission de l'organe de réglementation, qui est pour l'essentiel de corriger cette défaillance.

La dette des banques est détenue en majeure partie par des petits créanciers. Pour nombre de banquiers et de banquiers centraux, la réglementation se justifie, en particulier, par la nécessité de protéger ces petits déposants qui sont généralement des profanes incapables de saisir les subtilités des activités figurant ou non au bilan de leur banque. De plus, nous ne surveillons pas nos banques.

Il existe un *risque* de défaillance du marché, puisqu'un « bien public » — le contrôle bancaire — doit être fourni. Comme les déposants ne sont pas incités à surveiller eux-mêmes leur banque, quelqu'un doit le faire à leur place. L'organe de réglementation représente donc les déposants. Son action peut s'appliquer *ex ante* — veiller à ce que les banques satisfassent aux normes de fonds propres pour assurer la protection des déposants et à ce qu'elles prennent des mesures appropriées pour gérer le risque — ou *ex post*, en cas de crise — fermer ou restructurer la banque.

D'autres solutions faisant appel au secteur privé ou au marché ont été envisagées, mais elles présentent certains inconvénients. L'auto-réglementation pose par

exemple un problème de concurrence : les initiés ont intérêt à contrôler l'accès au marché et peuvent agir de concert pour le bloquer. Un autre problème est le risque systémique. Grâce à l'assurance-dépôts, la défaillance d'une banque sera couverte par les autres, mais qu'arrivera-t-il en cas de choc systémique?

Quant à une assurance-dépôts privée, cette solution présente aussi des inconvénients. Les assureurs pourraient refuser de couvrir une banque en difficulté ou relever sa prime. Une banque en manque de liquidités peut aussi être tentée de risquer le tout pour le tout en misant sur une éventuelle résurrection; ce n'est pas idéal. Et qui vérifiera si l'assureur dispose des capitaux suffisants? Le client d'une banque qui a déposé son bilan ne veut pas se retrouver avec un assureur lui aussi en faillite.

### BULLETIN DU FMI : On dit que l'assurance-dépôts publique présente un risque d'abus. Y a-t-il néanmoins une bonne raison de la maintenir?

**M. TIROLE :** Il est très difficile de supprimer l'assurance-dépôts de détail, en dépit du risque d'abus. Le déposant ne va pas surveiller sa banque même s'il n'est pas assuré. Un recours à la cotation du risque est envisageable, mais veut-on dépendre d'un système faillible qui risque de provoquer une ruée sur les guichets bancaires? Le déposant n'est pas un expert; la surveillance directe ou indirecte de sa banque serait pour lui une perte de temps. Par ailleurs, l'assurance-dépôts peut éviter les retraits bancaires massifs qui peuvent conduire à une récession ou à pire encore. En fournissant des liquidités par le biais d'une assurance-dépôts non indexée, les autorités peuvent soutenir l'économie en période de récession, parce que les banques peuvent continuer d'emprunter.

Je ne pense donc pas qu'on devrait se passer de l'assurance-dépôts. Mais il faut un organe de réglementation fort, qui limite la croissance des actifs et fait respecter les normes de fonds propres par les banques en difficulté.

### BULLETIN DU FMI : Qu'en est-il des banques jugées trop grosses pour faire faillite?

**M. TIROLE :** Cette question est liée aux engagements interbancaires. Dans le cas d'une banque comme la Continental Illinois en 1984, qui détenait des dépôts considérables de centaines d'autres banques, une fermeture aurait eu un gros effet de dominos. Par contre, la faillite de la Barings n'a eu qu'un effet limité sur le système et on n'a pas jugé utile de voler à sa rescousse. Pour limiter le problème du « trop gros pour faire faillite », il faut donc surveiller de très près les grosses banques, notamment leurs engagements interbancaires.

Pour justifier une réglementation, il faut d'abord déterminer où se situe la défaillance du marché.

M. Tirole

**BULLETIN DU FMI : On s'intéresse beaucoup aux moyens d'éviter ou de limiter les crises financières. Quel est le rôle des institutions financières internationales comme le FMI?**

**M. TIROLE :** Nombre de recommandations ont été faites à ce sujet. Ce qui me préoccupe, c'est la multiplicité des objectifs proposés pour le FMI. Celui-ci doit aider à éviter ou à résoudre les crises financières, ne pas être trop interventionniste, protéger les investisseurs étrangers, respecter la souveraineté des pays, limiter la volatilité de la production, prévenir la contagion, faciliter l'accès des pays aux capitaux, favoriser la croissance à long terme, insister sur les réformes structurelles, etc., sans compter ses objectifs traditionnels, axés sur les transactions courantes, les réserves internationales et l'inflation.

Selon la théorie des incitations, la mission d'un organe doit être bien définie. Les résultats de travaux récents en sciences politiques indiquent aussi qu'un organe ne doit pas chercher à tout faire. Il doit avoir une mission et bâtir sa réputation sur son aptitude à s'en acquitter en évitant le problème de missions contradictoires. Toujours selon la théorie des incitations, un manque d'objectivité dans la mission n'est pas nécessairement une mauvaise chose. La mission de l'organe de réglementation bancaire — protéger les déposants — est partielle pratiquement par définition. Je pense que le FMI et les autres institutions financières internationales ne devraient pas essayer de régler tous les problèmes du monde.

Il y a bien sûr d'autres objectifs auxquels nous devrions consacrer plus de temps et d'argent, comme la lutte contre le sida et la pauvreté, ou la protection de l'environnement. Mais ils ne font pas nécessairement partie des priorités les plus naturelles du FMI. Pour que le FMI puisse se recentrer, ces objectifs doivent être pris en charge par d'autres organisations, idéalement capables d'y consacrer toutes leurs ressources.

**BULLETIN DU FMI : Si le FMI devait privilégier une mission, de quoi s'agirait-il?**

**M. TIROLE :** Encore une fois, si les marchés fonctionnaient à la perfection, nous n'aurions pas besoin de ces institutions financières internationales. Il est clair que les prêteurs s'inquiètent toujours de leurs chances d'être remboursés. Les clauses restrictives des contrats de prêt augmentent la probabilité d'un recouvrement des créances; c'est donc une bonne chose pour les emprunteurs. Il en existe deux types : les conditions *ex ante*, qui encouragent un bon comportement de la part de l'emprunteur, et les conditions *ex post*, qui permettent d'intervenir en cas de difficultés financières.

Il existe de nombreuses analogies entre les services financiers aux entreprises, les services bancaires et les crises financières dans un pays. Il y a un emprunteur qui a besoin d'argent et des créanciers qui veulent être sûrs d'être remboursés. Pourquoi avons-nous besoin d'institutions financières internationales qui surveillent

ou aident à résoudre les crises financières internationales? Où donc se situe la défaillance du marché?

Lorsque des créanciers ou investisseurs étrangers prêtent à un emprunteur privé (entreprise ou banque), le rendement de leur investissement dépend bien sûr du comportement de l'emprunteur, mais aussi du comportement des pouvoirs publics dans le pays concerné, qui peuvent, par exemple, modifier la valeur de la monnaie nationale. Ainsi, si des étrangers ont des créances libellées en monnaie nationale, il se peut qu'un «mauvais» comportement des pouvoirs publics entraîne une dévaluation de ces créances. Par «mauvais» comportement, on entend réduire les réserves internationales, encourager la production de biens non échangeables (par exemple, de biens fonciers), ne pas promouvoir les investissements favorables à l'exportation (par exemple, les infrastructures), dégager des déficits budgétaires, etc.

Je ne dis pas que les pouvoirs publics agissent à dessein pour dévaluer les créances des étrangers. Comparons cette situation à celle d'une assurance incendie. Un propriétaire assuré ne met pas le feu à sa maison, mais il est un peu moins attentif et prend un peu moins de précautions. Ainsi, toutes choses étant égales par ailleurs, les pouvoirs publics souhaitent rembourser les créanciers étrangers, mais si les mesures propres à assurer ce remboursement ont un coût politique, ils risquent de ne pas prendre toutes les précautions voulues, d'autant que les étrangers ne votent pas et que leur influence politique est limitée. Tout pays souhaite évidemment préserver sa réputation sur les marchés internationaux, mais cela risque de ne pas être une incitation suffisante pour maintenir la valeur de sa monnaie.

Deux agents sont donc impliqués dans un investissement à l'étranger : l'emprunteur et les pouvoirs publics de son pays. Mais les créanciers ne signent de contrat qu'avec l'emprunteur. Il manque donc un contrat. Quelqu'un d'autre doit assumer cette responsabilité, qu'il s'agisse du FMI ou d'une autre organisation. Les créanciers doivent d'une façon ou d'une autre pouvoir compter sur des garanties.

**Tout pays souhaite évidemment préserver sa réputation sur les marchés internationaux, mais cela risque de ne pas être une incitation suffisante pour maintenir la valeur de sa monnaie.**

M. Tirole

**Principaux taux du FMI**

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
15 janvier	4,54	4,54	5,26
22 janvier	4,47	4,47	5,18

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des cinq pays dont les monnaies composent le panier de calcul du DTS. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI : [www.imf.org/cgi-schl/bur.pl?2001](http://www.imf.org/cgi-schl/bur.pl?2001).

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

Source : FMI, Département de la trésorerie



Ian S. McDonald  
Rédacteur en chef  
Sara Kane · Sheila Meehan  
Elisa Diehl  
Rédactrices

Philip Torsani  
Maquettiste/Graphiste

**Édition française**

Division française  
Bureau des services linguistiques

Marc Servais  
Traduction

Anne Rousseau  
Correction & PAO

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

Beaucoup de ces remarques valent aussi dans le cas des crises de la dette souveraine. Lorsque la dette d'un pays est en grande partie souveraine, ce problème du «double agent» devient un problème d'«agent commun» où chaque prêteur se préoccupe du total des emprunts. Les emprunteurs souverains cherchent à s'engager à limiter leurs emprunts, mais les engagements contractuels ont leurs limites et il y aura toujours place pour l'intervention d'un mandataire.

**BULLETIN DU FMI : Comment les conditionnalités *ex ante* et *ex post* s'appliquent-elles aux emprunts intérieurs des entreprises et aux prêts internationaux?**

**M. TIROLE :** La conditionnalité *ex ante*

équivalait à une préqualification. Pour une banque, les conditions auront trait à une bonne gestion du risque, aux restrictions concernant le secteur d'activité et, surtout, aux normes de fonds propres.

Les mesures *ex post* entrent en jeu à partir du moment où la banque est en difficulté. Elles autorisent l'organe de réglementation bancaire à intervenir pour limiter le risque de défaut de paiement. Ces conditions disciplinent les banques tout d'abord en les décourageant d'avoir des difficultés et ensuite en supprimant l'incitation ou la capacité d'une banque en difficulté à miser sur la résurrection en prenant beaucoup de risques. Les conditions *ex post* confèrent un certain pouvoir de contrôle à l'organe de réglementation. C'est la même chose dans les services financiers aux entreprises. L'entreprise qui souhaite emprunter — auprès d'une banque ou d'obligataires — s'engage à respecter un certain nombre de conditions et transfère des droits de contrôle aux créanciers en cas de manquement aux obligations (par exemple, non-remboursement de créances à court terme). De manière générale, tout emprunteur — start-up, banque ou pays — offre d'abord des garanties, puis, *ex post*, en cas de problème, offre des garanties supplémentaires et transfère d'autres droits de contrôle aux investisseurs.

**BULLETIN DU FMI : Transposons cela au cas du FMI et d'un pays emprunteur. Comment peut-on concilier la prise en charge d'un programme par le pays et la conditionnalité imposée par le FMI?**

**M. TIROLE :** Les pays aimeraient s'engager à ne pas mal se comporter et à ne pas avoir de difficultés. Mais même des pays qui n'ont rien à se reprocher se trouvent parfois en difficulté. C'est là que le créancier veut obtenir des garanties supplémentaires de remboursement. Ces conditions *ex post* ne sont pas ce que le pays emprunteur souhaitait au moment



*M. Tirole : La volonté du FMI d'imposer des conditions *ex post* pourrait bien aider les pays à accéder aux capitaux internationaux.*

de contracter le prêt original, mais, dans une perspective *ex ante*, elles rassurent les investisseurs. Les conditionnalités *ex ante* et *ex post* peuvent donc être assimilées à un véritable engagement qui accroît la probabilité que les investisseurs seront remboursés et donc continueront d'investir dans le pays concerné.

On peut concilier la prise en charge d'un programme par le pays et la conditionnalité imposée par le FMI à condition de les séparer dans le temps. La conditionnalité s'applique *ex post*, mais *ex ante* c'est ce qui permet à un pays d'accéder aux marchés de capitaux.

La gestion de la conditionnalité est une question complexe, mais la volonté du FMI d'imposer des conditions *ex post* pourrait bien aider les pays, car cette conditionnalité va permettre aux pays d'atteindre leur objectif initial : accéder aux marchés des capitaux internationaux.

**BULLETIN DU FMI : Certains types de dettes — notamment les dettes à haut risque et à court terme — devraient-ils être limités?**

**M. TIROLE :** De l'avis général, il faut éliminer les formes risquées d'endettement — par exemple, les dettes à court terme libellées en dollar ou autres devises — qui obligent les pays débiteurs à trouver des dollars à très court terme, souvent à un coût considérable pour leur économie. Mais ce point de vue n'est peut-être pas fondé, parce qu'il accroît le risque d'abus. En obligeant les pouvoirs publics à émettre leur dette souveraine en monnaie nationale et le secteur privé à faire de même avec sa dette extérieure, on accroît la vulnérabilité des investisseurs étrangers détenteurs de créances libellées en monnaie nationale si les pouvoirs publics ne préservent pas la valeur de la monnaie. Comme les investisseurs étrangers ont peu d'influence politique, les autorités seront peut-être moins incitées à soutenir leur monnaie en cas de difficulté, même si cela risque de limiter leur accès aux marchés des capitaux.

Comme l'a montré Olivier Jeanne, du FMI, les investisseurs étrangers sont tout aussi impuissants si les pouvoirs publics et le secteur privé sont obligés de n'emprunter qu'à long terme, puisqu'ils n'auront plus la possibilité de se retirer si les pouvoirs publics se comportent «mal» ou si l'économie semble être en difficulté. Comme dans le cas d'une dévaluation, le pays évitera peut-être une crise, mais il aura du mal à accéder aux marchés des capitaux. L'erreur consiste à penser qu'éviter la crise est une fin en soi, plutôt qu'un moyen d'assurer l'accès aux marchés des capitaux. ■