

Photo
not
available

Davos (Suisse), site du Forum économique mondial.

En toile de fond à Davos . . .

Des perspectives économiques mondiales jugées préoccupantes

Pendant la dernière semaine de janvier, plusieurs chefs d'État, les dirigeants de certaines des plus grosses sociétés multinationales et ceux de diverses organisations internationales se sont retrouvés à Davos, petite station des Alpes suisses, pour faire un bilan de santé du monde, à l'occasion des assises annuelles du Forum économique mondial. Cette organisation, basée à Genève, est réputée pour la tribune qu'elle offre aux représentants des États, des grandes sociétés transnationales, des institutions multilatérales et de la société civile. Le FMI y était représenté par son Premier Directeur général adjoint, Stanley Fischer. Des centaines d'antimondialistes, convaincus

que les grands acteurs de la communauté internationale n'agissent pas dans le meilleur intérêt du monde, étaient aussi présents à Davos.

Les mesures de sécurité exceptionnelles mises en place pour l'occasion, tant au Centre des congrès qu'à l'extérieur, n'ont fait qu'accroître le climat d'incertitude ambiante. L'euphorie des réunions de l'an 2000, tenues sur fond de hausse sans précédent des valeurs de haute technologie, laissait place cette année à un sentiment de morosité. Quatre grands thèmes étaient à l'ordre du jour : le ralentissement de l'économie américaine et l'incertitude des perspectives économiques mondiales; le pour et le (voir page suivante)

Rapport du Secrétaire général . . .

Efforts concertés de l'ONU et du FMI pour le financement du développement

En préparation d'une réunion internationale de haut niveau qui sera organisée par les Nations Unies début 2002, les membres du Conseil d'administration du FMI ont rencontré le 6 février des membres du Comité préparatoire de la réunion pour un échange de vues informel sur l'effort de financement du développement engagé par les Nations Unies (voir encadré, page 56). La base de discussion était le rapport de Kofi Annan, Secrétaire général des Nations Unies, au Comité préparatoire. Dans sa version finale, ce rapport, publié le 30 janvier, sera l'une des principales contributions aux débats de 2002.

Rôle des institutions internationales

Présidant les débats, Horst Köhler, Directeur général du FMI, a noté que l'institution qu'il dirige est l'un des acteurs déterminés à atteindre l'objectif fixé par les Nations Unies de réduire la pauvreté de moitié d'ici 2015.

La question n'est pas de savoir si le FMI a un rôle à jouer dans cet effort, mais bien de savoir comment le remplir au mieux. M. Köhler a proposé de s'appuyer sur deux grands piliers : la responsabilité de chaque pays en matière de stabilité économique et politique interne, en particulier dans la gestion des affaires publiques, les conflits et la lutte contre la corruption; et une plus grande efficacité de l'aide internationale aux pays pauvres, notamment un meilleur accès aux marchés de capitaux et de biens, un octroi plus rapide de l'aide publique au développement et une meilleure utilisation de l'assistance technique.

Jørgen Bøjer, ambassadeur du Danemark aux Nations Unies et Coprésident du Bureau du Comité préparatoire, a noté que le principe directeur de cet effort de financement du développement est de trouver une approche unifiée et globale pour satisfaire les besoins de financement du (suite à la page 56)

Dans ce numéro

53
Forum économique mondial de Davos

53
Rencontre FMI-ONU

55
Chine : augmentation de la quote-part

56
Financement du développement

57
FMI : règles de déontologie et de transparence

58
Restructuration des obligations souveraines

61
Ralentissement économique aux États-Unis

62
Turquie : accord de confirmation

64
Financement des marchés émergents

66
Évaluation des réserves

Lire aussi . . .

59
Publications récentes

60
Utilisation des ressources du FMI

63
Accords du FMI

65
Principaux taux du FMI

67
Sur le site Web

(suite de la première page) contre de la mondialisation (le Secrétaire général de l'ONU, Kofi Annan, et M. Fischer insistant sur les avantages de l'ouverture des marchés et du libre-échange, tandis que les représentants des ONG soutenaient pour leur part que la mondialisation profite surtout aux pays riches, et aux nantis des pays pauvres); la réduction de la pauvreté et l'allègement de la dette; et la préparation d'un nouveau cycle de négociations commerciales multilatérales.

Comment se porte l'économie mondiale?

Invité à parler des moyens de «maintenir l'économie mondiale sur ses rails», M. Fischer a pris acte de la décelération actuelle, l'attribuant principalement au ralentissement de l'économie américaine et à l'essoufflement de la reprise au Japon. En revanche, a-t-il rappelé, les perspectives de croissance prometteuses de l'Europe en 2001 pourraient aider à éviter une récession mondiale.

Il reste que le FMI a révisé à la baisse les prévisions de croissance mondiale pour 2001, qu'il situait à 4,2 % en septembre 2000, tablant maintenant sur 3,5 % environ. «Nous sommes encore loin d'une récession mondiale», a souligné M. Fischer, ajoutant que les États-Unis devraient se ressaisir dans les prochains mois.

Entre-temps l'économie japonaise, après un repli brutal au cours des deuxième et troisième trimestres de l'an 2000, s'est semble-t-il légèrement redressée au quatrième trimestre.

Il a aussi noté que si les économies d'Asie de l'Est, notamment les gros exportateurs de matériel électronique, vont subir les contrecoups du ralentissement de l'économie américaine, la Chine et l'Inde seront, elles, plus robustes. En Amérique latine, le Brésil se rétablit tandis que l'économie de l'Argentine semblerait être au seuil de la relance tant attendue.

D'autres conférenciers, y compris Hans Eichel, Ministre allemand des finances, Laurent Fabius, Ministre français des finances, Haruhiko Kuroda, Vice-Ministre japonais des finances et des affaires internationales, et Lawrence

Summers, ancien Secrétaire américain au Trésor, ont fait écho à l'analyse de M. Fischer. M. Eichel s'est montré optimiste, soulignant que le dynamisme soutenu de l'économie européenne signifie qu'elle est remise sur pied. M. Kuroda a indiqué que la technologie numérique est un des moteurs de la restructuration de l'économie nipponne. Les entreprises s'efforcent de devenir plus compétitives et l'économie montre des signes de reprise, le secteur des ménages restant le maillon le plus faible.

Cependant, selon M. Summers, depuis longtemps pessimiste face aux efforts de restructuration économique des autorités japonaises, on ne peut que s'inquiéter de leur manque de réussite et de la persistance d'une croissance proche de zéro. À défaut d'un changement des conditions monétaires et financières propre à dynamiser et alimenter la croissance du PNB nominal, la hausse de l'offre provoquée par les gains d'efficacité microéconomique aura peu d'effet sur la croissance de la demande. On ne peut, selon lui, parler de rétablissement économique du Japon autrement que dans une optique macroéconomique.

Tenants et opposants de la mondialisation

Après avoir écouté plusieurs des décideurs les plus influents du monde, un sentiment général de confiance a semblé l'emporter : la récession mondiale n'est pas imminente. Ils n'ont guère été convaincus par le réquisitoire contre la mondialisation présenté par les ONG.

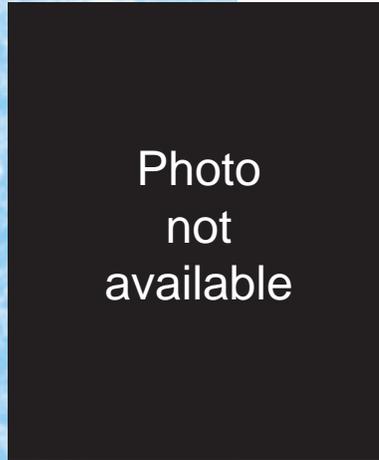
M. Annan a donné le ton en insistant sur l'importance de veiller à mettre la mondialisation au service de tous. La distribution inégale de ses bienfaits et le manque d'équilibre des règles qui la caractérisent actuellement ne peuvent que faire monter le mécontentement et le protectionnisme, ce qui risque de miner et, en définitive, d'annihiler les acquis chèrement gagnés après cinquante ans d'efforts d'ouverture de l'économie mondiale.

Pour John J. Sweeney, Président de l'AFL-CIO, on assiste non pas à une vague de mécontentement, mais à une nouvelle prise de conscience, «à la naissance d'un nouvel internationalisme procédant de la base et qui se forge non pas dans les salles de conseil des grandes sociétés transnationales, mais sur la place publique.» Évoquant les manifestations étudiantes organisées contre les ateliers clandestins et l'exploitation des travailleurs, il s'est félicité de ce que les événements de Seattle aient contraint l'Organisation mondiale du commerce (OMC) à une plus grande transparence. «On a ainsi réussi à influencer sur l'ordre du jour de diverses organisations, y compris le Forum économique mondial. Le temps est maintenant venu de passer à des actes concrets : remise des dettes, accroissement de l'aide et soutien accru de la Banque mondiale et du FMI en faveur de l'éducation et de la santé.»

Thabo Mbeki, Président de l'Afrique du Sud, a abondé dans le même sens. Le nouvel internationalisme nous met au défi de réagir aux pressions de la mondialisation», a-t-il déclaré, se posant en porte-parole de l'Afrique, continent pauvre et marginalisé, croulant sous les dettes et demandant de l'aide. «Ainsi va la mondialisation», nous dit-on, «mais ce problème n'est pas seulement celui des pays pauvres. Les pays riches pourraient eux aussi tirer parti d'un allègement de la dette et d'une ouverture de leur économie aux produits des pays en développement. Les Africains pourraient peut-



M. Fischer : «Nous sommes encore loin d'une récession mondiale.»



M. Annan : Il faut mettre la mondialisation au service de tous.

être ainsi recouvrer leur liberté d'action et cesser d'alimenter le trafic d'immigrants illégaux».

Allègement de la dette

La question de l'allègement de la dette a beaucoup retenu l'attention à Davos. M. Fischer, prenant la parole lors d'une séance consacrée à l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), a annoncé que 22 pays en bénéficiaient dorénavant, surpassant ainsi l'objectif fixé l'an dernier lors du Sommet du Groupe des Sept (*Bulletin du FMI*, 7 août 2000, page 241). Le FMI et la Banque mondiale ont obtenu des créanciers bilatéraux et multilatéraux des allègements totalisant environ 20 milliards de dollars, selon la valeur actualisée nette des paiements futurs annulés. C'est une excellente nouvelle, a-t-il déclaré, mais il reste encore beaucoup à faire. Les fonds ainsi dégagés doivent servir à répondre aux priorités sociales comme la santé, l'éducation et le développement économique. L'initiative PPTE renforcée exige des gouvernements débiteurs qu'ils participent avec les bailleurs d'aide locaux et internationaux à l'élaboration de stratégies de réduction de la pauvreté. Toutefois, rien ne garantit le succès de ces programmes, surtout lorsque des obstacles sérieux doivent être surmontés. Il faut fixer des objectifs réalistes pour ne pas fournir des munitions aux détracteurs de l'aide au développement.

Selon Justin Forsyth, Directeur des politiques à Oxfam, une organisation non gouvernementale, des programmes comme l'initiative PPTE renforcée prouvent que des groupes comme Jubilee 2000 et les institutions financières internationales peuvent collaborer. Pourtant, même si on ne saurait nier l'importance d'un allègement de 20 milliards de dollars, il a jugé que le programme d'allègement de la dette n'allait pas assez loin.

Libéralisation du commerce

Pour M. Fischer, il est clair par ailleurs que les pays pauvres retireront d'énormes avantages de la libéralisation du commerce dans les pays riches, notamment dans des secteurs comme l'agriculture et les textiles. Cette délicate question, et la nécessité de relancer un nouveau cycle de négociations commerciales, ont fait l'objet d'un vif débat entre les représentants des États, de l'OMC et des ONG. Mike Moore, Directeur général de l'OMC, a invité les entreprises à se faire entendre et à démontrer que le commerce multilatéral bénéficiera à tous. «En cas d'échec, a-t-il averti, les pays risquent à long terme de former des blocs commerciaux hostiles.» Peter Sutherland, qui fut le premier Directeur général de l'OMC, a rejeté les critiques des détracteurs de l'organisation. «On blâme l'OMC pour tous les problèmes de sous-développement et d'exploitation qu'elle cherche précisément à combattre; c'est comme blâmer le médecin qui cherche à soigner un malade.»

De l'avis de Pascal Lamy, membre de la Commission européenne, l'OMC a trois défis à relever : rallier

les pays qui ne sont toujours pas intégrés au système multilatéral, s'attaquer aux principaux problèmes de la mondialisation et répondre aux préoccupations suscitées au sein du public par les manifestants anti-OMC. Le développement devra être au cœur du nouveau cycle de négociations commerciales, qui devra s'attaquer en priorité aux problèmes de protection de l'environnement, de santé et aux autres questions sociales. Cette suggestion a déclenché un débat sur une autre question : est-il légitime de lier les questions environnementales et sociales au commerce? Le Sommet de Davos s'est terminé le 31 janvier, mais il est clair que le débat sur la mondialisation, le libre-échange et la réduction de la pauvreté continuera cette année de retenir l'attention. ■

Vasuki Shastry
FMI, Département des relations extérieures

Le FMI approuve l'augmentation de la quote-part de la Chine

Dans une note d'information datée du 8 février, le FMI a annoncé que le Conseil des gouverneurs a approuvé une proposition du Conseil d'administration concernant l'augmentation de la quote-part de la Chine de 4,7 milliards de DTS (environ 6,1 milliards de dollars) à 6,4 milliards de DTS (environ 8,3 milliards de dollars) (voir communiqué de presse n° 01/01 et *Bulletin du FMI*, 15 janvier, page 6). La Chine avait sollicité une augmentation spéciale de sa quote-part afin que celle-ci reflète sa position dans l'économie mondiale après la rétrocession de la RAS de Hong Kong.

La Chine dispose de trente jours pour accepter et payer l'augmentation de sa quote-part. Il est prévu que la Chine versera 25 % de l'augmentation de la quote-part, soit 420,5 millions de DTS (environ 545 millions de dollars), en DTS ou en monnaies utilisables indiquées par le FMI, le solde étant payé dans la monnaie de la Chine. L'augmentation de la quote-part de la Chine porte le total des quotes-parts au FMI à 212,4 milliards de DTS (environ 275 milliards de dollars).

Les dix plus grosses quotes-parts (au FMI)

Pays	Millions de DTS	% du total
1. États-Unis	37.149,3	17,49
2. Japon	13.312,8	6,27
3. Allemagne	13.008,2	6,12
4. France	10.738,5	5,06
4. Royaume-Uni	10.738,5	5,06
6. Italie	7.055,5	3,32
7. Arabie Saoudite	6.985,5	3,29
8. Canada	6.369,2	3,00
8. Chine	6.369,2	3,00
10. Russie	5.945,4	2,80

(suite de la première page) développement grâce à la coopération et à la coordination des diverses institutions internationales. Il faut tirer parti des compétences de chaque institution tout en respectant la mission de chacune.

S'il est important de s'accorder sur ce que l'effort de financement du développement doit faire, a noté A. Shakour Shaalan, administrateur du FMI, il est tout aussi important de s'accorder sur ce qu'il ne doit pas faire. Par exemple, il ne doit pas éroder la mission des institutions financières internationales existantes; il ne doit pas non plus conduire à une prolifération excessive de tribunes et d'institutions qui ne ferait que disperser

cet effort. Citant le projet de rapport du Secrétaire général, M. Shaalan a souligné qu'il ne s'agit pas de réviser les objectifs et le contenu du développement, mais bien de trouver le financement nécessaire pour satisfaire ces besoins de développement.

La participation active du FMI est un élément indispensable de cet effort de financement du développement, selon Shamshad Ahmad, ambassadeur du Pakistan aux Nations Unies. Dans le même temps, le Comité n'a pas l'intention d'empiéter sur les domaines de compétences des institutions qui en sont membres. Son objectif est plutôt de dégager un consensus pour assurer que tous les acteurs — pays pauvres et riches — puissent tirer profit de la mondialisation. Il faut pour cela déployer des efforts concertés face au fardeau non viable de la dette, à l'iniquité des termes de l'échange, à la montée du protectionnisme, à l'accès limité aux technologies et à l'effet négatif de l'ajustement structurel.



Échange de vues entre les ambassadeurs de l'ONU et les administrateurs du FMI.

Les Nations Unies lancent l'initiative de financement du développement

Dans le cadre de son effort de financement du développement et en préparation d'une réunion internationale au plus haut niveau décisionnel prévue pour début 2002, les Nations Unies ont diffusé le 30 janvier une évaluation détaillée des moyens de financement du développement.

Cette initiative est une retombée du Sommet du Millénaire des Nations Unies qui s'est déroulé du 6 au 8 septembre 2000 et où les dirigeants mondiaux ont souscrit à une série d'objectifs fondamentaux du développement : soutenir la croissance, intégrer les pays à la traîne de la mondialisation et continuer de chercher à éradiquer la pauvreté (voir *Bulletin du FMI*, 30 octobre 2000, page 351). Pour réaliser ces objectifs ambitieux, il est essentiel de disposer de concours financiers à des fins publiques et privées, a déclaré Kofi Annan, Secrétaire général des Nations Unies.

La Déclaration du Millénaire, diffusée à l'issue du sommet, appelait les décideurs économiques mondiaux à se réunir début 2002 pour s'accorder sur les questions nationales, internationales et systémiques à régler afin d'assurer un financement adéquat du développement mondial. Baptisée Réunion internationale de haut niveau chargée d'examiner la question du financement du développement à l'échelon intergouvernemental, cette réunion se déroulera dans plus d'un an, mais sa préparation est déjà en route sur plusieurs fronts.

Le projet de rapport de M. Annan, rédigé en consultation avec la Banque mondiale, le FMI et l'OMC, résume les vues actuelles sur un ordre du jour encore en évolution et a été préparé pour examen par le Comité préparatoire de la réunion. Il recense six thèmes : les res-

sources financières nationales; les flux internationaux de capitaux privés; le commerce international; la coopération financière internationale, l'aide publique au développement et les nouvelles sources de capitaux; l'allègement de la dette; les questions systémiques comme la réforme de l'architecture financière, la gestion publique et le rôle des Nations Unies.

Les Nations Unies et le Comité préparatoire examinent plus particulièrement les vues de la Banque mondiale, du FMI et de l'OMC, qui sont particulièrement concernés par cette initiative. Le Secrétaire général s'est appuyé sur plusieurs groupes de travail interinstitutions pour préparer ce rapport. Le Bureau du Comité préparatoire, composé de quinze pays — ces deux organes sont coprésidés par les représentants permanents du Danemark et de la Thaïlande aux Nations Unies —, est en relation permanente avec ces trois organisations, qui, avec d'autres institutions internationales, ont aussi contribué activement aux travaux du Secrétariat de coordination du Comité, au Département des affaires économiques et sociales des Nations Unies.

Les membres du Bureau ont rencontré les Conseils d'administration de la Banque mondiale et du FMI pour examiner le rapport du Secrétaire général et continuer de préparer la réunion de 2002 (voir page 53).

Le Comité préparatoire se réunit du 13 au 23 février, puis début mai et en janvier 2002.

Pour plus d'informations sur l'initiative de financement du développement, y compris le rapport de Kofi Annan, voir le site de l'ONU : www.un.org/esa/ffd/.

Attirer l'investissement privé

Les questions de «chasse gardée» n'inquiètent pas Karin Lissakers, administrateur du FMI pour les États-Unis. Le FMI a appris que les questions économiques ne peuvent être traitées isolément des questions politiques et sociales (de la même manière, les Nations Unies ne peuvent ignorer les questions économiques). Dans cette optique, un objectif fondamental de l'effort de financement du développement est de fournir même aux pays les plus marginalisés les moyens de participer à l'économie mondialisée. Un bon moyen pour un pays d'assurer sa crédibilité est de chercher à respecter les codes et les normes reconnus universellement. C'est pourquoi M^{me} Lissakers est en désaccord avec la proposition du projet de rapport selon laquelle le FMI et les autres organisations doivent se garder d'adopter une approche uniforme lorsqu'ils établissent et évaluent les normes internationales. Par nature, les normes traduisent un principe sur lequel chacun s'accorde — mais il ne s'agit pas de nier les différences. Hazem Fahmy, Premier Secrétaire de la mission égyptienne aux Nations Unies et Vice-Président du Comité, est du même avis, notant qu'il est essentiel d'établir des règles de jeu équitables pour le développement et l'accès aux marchés internationaux. Souscrivant à cette opinion, Bernd Esdar, administrateur du FMI pour l'Allemagne, a déclaré qu'il faut bien entendu donner du temps aux pays pour qu'ils respectent les normes, mais que l'octroi de dérogations irait à l'encontre du but recherché en établissant des règles de jeu équitables.

Bien qu'il soit conscient de l'importance des efforts déployés par les pays, Julian Hunte, ambassadeur de Sainte-Lucie aux Nations Unies, estime que les organisations internationales doivent assumer la même responsabilité pour assurer que l'effort de développement soit général et cohérent. Il a souligné aussi l'importance de l'initiative privée et de l'activité du secteur privé; la participation du FMI à cet effort est essentielle, en particulier pour les petits pays, a-t-il noté.

M. Esdar est du même avis : bien qu'il soit important de réglementer les marchés pour éviter les distorsions et les déséquilibres, l'initiative privée peut apporter une contribution considérable aux efforts déployés par les pays pour attirer l'investissement. C'est pourquoi un environnement ouvert est extrêmement important, tant pour les pays en développement que pour les pays industrialisés.

Rôle des pays industrialisés

Les pays industrialisés ont un rôle essentiel à jouer dans l'effort de financement du développement, selon Wei Benhua, administrateur du FMI pour la Chine. Leur influence dans l'économie mondiale oblige les grands pays industrialisés, en particulier, à mener une politique macroéconomique appropriée et propice à la croissance, qui contribue à la stabilité de l'économie mondiale. Les pays industrialisés se doivent aussi d'ouvrir leurs marchés aux pays en développement pour

permettre à ceux-ci de mener leur propre politique de développement favorable à la croissance. En outre, il faut mettre fin à la baisse de l'aide publique au développement; M. Wei a noté que peu de pays ont honoré leurs engagements dans ce domaine.

Conclusion

M. Köhler a noté une claire tendance vers un consensus et a encouragé les membres du Comité préparatoire à «nous mettre plus encore à l'épreuve» pour renforcer la confiance mutuelle. Les conséquences sociales des changements structurels ne peuvent être isolées des changements eux-mêmes, et l'approche concertée du financement du développement et la collaboration entre les Nations Unies, le FMI et les autres institutions internationales, font ressortir la nécessité d'une «action cohérente». Le FMI a l'intention de continuer de jouer un rôle actif dans cette collaboration, a conclu M. Köhler. ■



M. Köhler, Directeur général du FMI (à gauche) et M. Bøjer, Coprésident du Comité préparatoire.

Sur le site public du FMI : code de déontologie, règles de transparence financière et procédures administratives

Dans une note d'information datée du 15 février, le FMI a annoncé qu'il avait créé sur son site Web (à l'adresse www.imf.org/hrd/index.htm) une section consacrée aux directives et aux questions relatives à la déontologie du personnel, à l'information financière et au règlement des différends.

La nouvelle section, dont la mise en place s'inscrit dans le cadre de l'engagement pris par le FMI de renforcer la transparence de ses opérations, contient des liens électroniques vers le code de conduite et les règles d'information financière que le personnel et les administrateurs du FMI doivent observer. On peut aussi y consulter le mandat du Conseiller déontologique et du Médiateur.

La nouvelle section contient aussi les jugements et les décisions du Tribunal administratif du FMI, ainsi que d'autres informations relatives aux activités de ce dernier.

Le Tribunal administratif, créé le 13 janvier 1994, est une instance judiciaire où sont réglés les différends entre le personnel du FMI et l'institution.

Le texte de la note d'information n° 01/20 est disponible (en anglais) sur le site Web du FMI (www.imf.org).

La participation du secteur privé à la résolution des crises financières

Le 5 février, le FMI a affiché sur son site (www.imf.org) le texte intégral du document intitulé *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises—Restructuring International Sovereign Bonds*. Établi par le Département de l'élaboration et de l'examen des politiques (DEEP) et le Département juridique du FMI et initialement préparé pour son Conseil d'administration, ce rapport contient notamment un résumé des débats du Conseil sur cette question. Le Bulletin du FMI a demandé à Matthew Fisher, Chef de la Division du compte de capital du DEEP, et à Sean Hagan, Conseiller assistant du Département juridique, de lui faire part de leurs observations sur la toile de fond et les conclusions du rapport.

BULLETIN DU FMI : Comment le FMI en est-il venu à s'intéresser aux restructurations?

M. FISHER : Après la crise mexicaine de 1994–95, les instances internationales se sont demandées comment faire face aux crises à venir. Dans l'un de ses rapports, le Groupe des Dix a évoqué la nécessité de restructurer, dans certaines circonstances, les obligations souveraines, et c'est en fait de là que tout est parti.

À ce stade-là, bien sûr, nous en étions réduits aux conjectures, car il n'y avait pas encore eu de restructuration. L'année 1999 a marqué un tournant à cet égard. Le Club de Paris a décidé que le Pakistan aurait à chercher pour ses obligations souveraines internationales des modalités de restructuration comparables à celles qui sont consenties par ses membres. Cette décision a rencontré une forte opposition de la part du secteur privé, qui a fait valoir l'impossibilité d'y donner suite sans causer l'effondrement du marché obligataire. Selon lui, une restructuration perturberait énormément les flux de capitaux vers les marchés émergents, et le montant en jeu était trop faible pour risquer un tel effet systémique.

Le Pakistan a opté pour la restructuration, et celle-ci n'a pas eu d'effet systémique majeur. En fait, à la fin de 1999, les contestataires d'antan étaient ceux-là même qui faisaient des soumissions pour la restructuration des obligations de l'Ukraine. Il n'était plus question d'impossibilité, mais d'ingéniosité. Comme on pouvait s'y attendre, le moment venu, l'appât du gain a stimulé le génie créatif et des accords ont été conclus.

Le débat s'est porté ensuite sur les modalités de restructuration. À l'évidence, le secteur privé ne voulait entendre parler de restructuration que dans des cas extrêmes, mais il s'intéressait aussi à son processus. Les principes de restructuration ont été proposés par divers groupes, réunis sous l'égide de l'U.S. Council of Foreign Relations. Ces principes reposent sur l'expérience acquise par le secteur privé de la restructuration des obligations non souveraines et, dans une certaine mesure, de leur restructuration par les banques commerciales

dans les années 80. Mais le parallèle avec ces deux cas n'est pas très convaincant, car il existe assurément des différences importantes.

Les restructurations de la dette non souveraine, par exemple, se font dans l'ombre des régimes de faillite en vigueur, lesquels ne s'appliquent pas aux obligations souveraines. Parallèlement, plusieurs éléments ont joué en faveur des restructurations des années 80 par les banques : une forte homogénéité des créanciers, un certain degré de persuasion et la volonté des créanciers de laisser une situation difficile se prolonger. Aujourd'hui, les détenteurs d'obligations forment un groupe assez hétérogène généralement insensible à la pression morale et, comme ils calculent souvent la valeur de leurs créances en fonction des cours sur le marché secondaire, sont peu enclins à prolonger des situations difficiles.

BULLETIN DU FMI : Pourquoi le Département juridique intervient-il?

M. HAGAN : Nous avons constaté que, lorsque l'on passe de l'économie à la finance, les questions juridiques prennent une importance primordiale, car ce sont les modalités des instruments financiers qui motivent les intervenants sur le marché.

Lorsque nous avons commencé à nous intéresser aux questions de restructuration, nous nous sommes concentrés sur les arguments en faveur et à l'encontre d'un amendement des Statuts du FMI qui permettrait à celui-ci d'imposer la suspension des poursuites en cas de défaut sur une dette souveraine. Mais, avec l'évolution des travaux du FMI, nous avons porté notre attention sur les questions juridiques : quelles sont les modalités des instruments en cours de restructuration et l'effet de ces modalités sur le comportement des créanciers qui se demandent comment réagir à une proposition de restructuration.

Il s'agit en particulier de savoir si telles ou telles modalités favorisent ou découragent les actions en justice en cas de défaut. En outre, il se dégage de nos travaux sur la restructuration et l'insolvabilité des entreprises plusieurs questions intéressantes concernant le cadre de négociation à appliquer à la dette souveraine.

BULLETIN DU FMI : Votre rapport traite du cas de trois pays. Pourquoi ce choix?

M. FISHER : Le Pakistan, l'Ukraine et l'Équateur présentent des similitudes — dans les trois cas, une restructuration avec taux de participation très élevé a pu s'opérer suivant des modalités propres à rapprocher le pays de la viabilité à moyen terme — mais aussi de grosses différences. Lorsque l'on regarde de plus près, on constate que leurs cas diffèrent par la nature des instruments, les techniques et le mécanisme de restructuration.



Matthew Fisher



Sean Hagan

ration, et la démarche menant de la prise de conscience du besoin de restructuration au stade d'exécution.

Nous avons pensé qu'il importe d'examiner, à son stade initial, cette expérience. L'essentiel est de savoir si le processus de restructuration revêt en soi de l'importance. Suffit-il de parvenir à une conclusion satisfaisante en termes de taux de participation et de profil des paiements sur les nouveaux instruments? Ou bien y a-t-il quelque chose dans le processus de restructuration des obligations — dans l'impression d'équité qui ressort de la manière dont les créanciers sont traités — qui finira par avoir de profondes répercussions sur les autres pays cherchant à avoir accès aux capitaux privés?

Nous ne le savons pas. Avec si peu d'expérience, nous n'avons pu que rester au stade de la conjecture, mais, devant l'importance de la question, nous devons essayer de la traiter de notre mieux et la soumettre au Conseil d'administration. Si vous attendez d'avoir la réponse finale, celle-ci ne sera peut-être pas de votre goût, et vous ne pourrez alors plus rien y faire. Nous ne devons pas oublier ce qui s'est produit au cours de la crise d'endettement des années 80 — les banques com-

merciales ont complètement cessé d'accorder des crédits aux emprunteurs souverains. Nous ne voulons certes pas qu'il arrive quelque chose de grave au marché obligataire international.

BULLETIN DU FMI : Pourriez-vous résumer les conclusions du rapport?

M. FISHER : Malheureusement, l'état actuel de nos connaissances ne nous permet pas de tirer des conclusions sur la question essentielle, à savoir l'effet global de la restructuration sur les marchés. Mais les auteurs essaient vraiment d'être objectifs. Ils traitent de trois cas très différents. Le Pakistan sort de l'ordinaire, car sa dette n'a pas été négociée sur les marchés de New York et de Londres. Les autorités et leurs conseillers ont engagé un dialogue avec les investisseurs de ces marchés, mais nous ne savons pas grand-chose à ce sujet, car ceux-ci ne sont pas les investisseurs avec lesquels nous gardons habituellement le contact.

Dans le cas de l'Ukraine, les autorités ont poursuivi un dialogue très étroit avec les investisseurs concernés. Elles l'ont fait en privé par un processus qui nous

Publications récentes

Occasional Papers (Études spéciales; 20 \$)

204 : *Monetary Union in West Africa (ECOWAS)*, Paul Masson et Catherine Pattillo

Working Papers (Documents de travail; 10 \$)

00/198 : *A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds*, Eduardo R. Borensztein et R.O. Gaston Gelos
 00/199 : *Dual Currency Boards—A Proposal for Currency Stability*, S. Erik Oppers
 00/200 : *What Happened to Asian Exports During the Crisis?* Rupa Duttagupta et Antonio Spilimbergo
 00/201 : *Cooption and Repression in the Soviet Union*, Dmitry Gershenson et Herschel Grossman
 00/202 : *Measuring Off-Balance-Sheet Leverage*, Peter Breuer
 00/203 : *El Niño and World Primary Commodity Prices—Warm Water or Hot Air?* Allan Brunner
 00/204 : *Comprehensive Measures of GDP and the Unrecorded Economy*, Adriaan M. Bloem et Manik Shrestha
 00/205 : *Government Spending, Rights, and Civil Liberties*, Luiz de Mello et Randa Sab
 00/206 : *Day-to-Day Monetary Policy and the Volatility of the Federal Funds Interest Rate*, Leonardo Bartolini, Giuseppe Bertola et Alessandro Prati
 00/207 : *Inflation in Albania*, Philipp Rother
 00/208 : *Will the Emergence of the Euro Affect World Commodity Prices?* John Cuddington et Hong Liang
 00/209 : *Financial Development and Economic Growth—An Overview*, Mohsin S. Khan et Abdelhak S. Senhadji

00/210 : *The U.K. Business Cycle, Monetary Policy, and EMU Entry*, Zenon G. Kontolemis et Hossein Samiei
 00/211 : *An Incentive Approach to Identifying Financial System Vulnerabilities*, R. Barry Johnston et Jingqing Chai
 00/212 : *Measuring Integrated Market and Credit Risks in Bank Portfolios—An Application to a Set of Hypothetical Banks Operating in South Africa*, Theodore Barnhill, Panagiotis Papapanagiotou et Liliana Schumacher
 00/213 : *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision*, Richard K. Abrams et Michael Taylor
 00/214 : *Depositor Behavior and Market Discipline in Colombia*, Adolfo Barajas et Roberto Steiner
 00/215 : *The Role of Subordinated Debt in Market Discipline—The Case of Emerging Markets*, Cem Karacadag et Animesh Shrivastava
 00/216 : *The New Economy and Global Stock Returns*, Robin Brooks et Luis Catão

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

01/27 : Burkina Faso: Second Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility
 01/28 : Ukraine: Statistical Appendix
 01/29 : Albania: First Review Under the Third Annual Arrangement Under the Poverty Reduction and Growth Facility and Request for Waiver of Performance Criteria
 01/33 : Norway: 2000 Article IV Consultation
 01/34 : Norway: Selected Issues
 01/35 : Cambodia: Second Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility

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

Vous trouverez sur le site www.imf.org des informations en anglais concernant le FMI. Le site 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*.

semble très efficace. Les préoccupations soulevées par celui-ci sur les marchés ont été généralement exprimées par des gens qui n'avaient pas pris de risques et n'étaient pas des participants. Les détenteurs d'obligations ont semblé accepter sans mal ce processus.

Pour ce qui est de l'Équateur, il faut reconnaître que l'inquiétude était généralisée parmi les détenteurs de ces positions. On avait l'impression que les autorités cherchaient en général à laisser les investisseurs dans l'ignorance avant de les mettre au pied du mur, attitude qui a soulevé une vague de critiques.

Conformément au point de vue du FMI sur l'importance du maintien par les débiteurs d'un dialogue constructif avec leurs créanciers, nous en sommes certes venus à conclure qu'il vaut mieux pêcher par excès que par défaut à cet égard et que la recherche de la solution la plus avantageuse par le maintien des investisseurs dans l'ignorance — même si elle améliore les conditions dans l'immédiat — ne servira probablement pas, dans le moyen terme, les intérêts d'un pays membre qui cherche à regagner accès aux marchés des capitaux, et n'est pas sans susciter des inquiétudes quant à ses conséquences.

M. HAGAN : Sur le plan juridique, les conclusions sont aussi très provisoires, mais nous avons essayé de tirer des leçons de l'expérience. Par exemple, nous avons essayé d'évaluer le degré d'utilité des clauses d'action collective, qui ont été amplement débattues par le Conseil et approuvées par les instances officielles. À franchement parler, les restructurations ont montré que cette question est un peu plus compliquée que nous ne le pensions.

Bien que jugées utiles par les services du FMI, ces clauses ont été quelque peu éclipsées par l'usage novateur des «accords de sortie» en Équateur. En bref, certaines obligations peuvent être restructurées avec le consentement de la majorité des créanciers, d'autres requièrent l'unanimité — comme dans le cas des obligations Brady de l'Équateur —, mais sont assorties d'une disposition autorisant un amendement à la majorité des modalités n'ayant pas trait à la restructuration. En fait, ce que les avocats des débiteurs souverains ont fait,

c'est profiter de cette disposition pour modifier l'instrument de manière à encourager les créanciers à consentir à la restructuration, même si les modalités n'ont elles-mêmes jamais été modifiées. D'un côté, cela s'est avéré très utile, mais de l'autre, il n'est pas sûr que la communauté des créanciers en soit ravie. Et il sera intéressant de voir quel effet l'utilisation des accords de sortie en Équateur aura sur les modalités des futures émissions obligataires. Nous sommes quelque peu circonspects quant à cette innovation.

Une autre expérience intéressante est celle très en vue du Pérou, qui a fait récemment l'objet de poursuites en justice. L'action a été intentée par un créancier qui n'avait pas participé en 1996 à la restructuration des obligations Brady et qui a fait pression sur le Pérou, par une stratégie agressive, pour qu'il acquitte en totalité sa dette initiale. Il s'agit là de ces non-participants qui sont parfois qualifiés de «vautours».

Le créancier a pu savoir sur quels comptes le Pérou allait faire des versements en règlement de sa dette envers des détenteurs d'obligations Brady n'ayant pas participé à leur restructuration et a réussi à obtenir des tribunaux américains et européens une injonction de non-paiement à ces détenteurs. S'il ne réglait pas en totalité sa dette envers le créancier en question, le pays serait en défaut de paiement sur ses obligations Brady, ce qui aurait été désastreux. La stratégie a marché, et le créancier a été remboursé en totalité. Quelles leçons en tirer pour l'avenir? Cela n'est pas rassurant, mais il s'agit jusqu'ici d'un cas isolé. Il y a pas eu d'actions en justice dans les trois récentes restructurations.

BULLETIN DU FMI : Ce qui vaut pour les petits pays est-il valable pour les grands?

M. FISHER : Rien ne change pour ce qui est de la structure des instruments, du mécanisme des marchés et du processus à suivre pour parvenir à un accord. Nombre des leçons tirées s'appliquent aussi aux grands pays. Bien sûr, dans leur cas, ce sont les effets systémiques qui sont au centre des préoccupations. L'une des caractéristiques frappantes de la dette des marchés émergents est que 60 % de l'indice des obligations des marchés émergents de la J.P. Morgan — norme de mesure de cette dette — sont attribuables à trois emprunteurs : Argentine, Brésil et Mexique. Ce n'est pas un marché très diversifié. Et l'on peut se demander ce qui arriverait si un très gros emprunteur devait opérer une restructuration. Mais les instances officielles ont exprimé leur détermination à ne pas aider les pays qui n'ont pas de bonnes chances de regagner accès aux marchés des capitaux. La concentration du marché obligataire est bien connue des intervenants sur le marché. C'est le

Utilisation des ressources du FMI

(Millions de DTS)

	Janvier 2001	Janvier 2000
Compte des ressources générales	2.246,48	1,42
Accords de confirmation	2.246,48	1,42
FRS	1.481,97	0,00
Accords élargis de crédit	0,00	0,00
MFC	0,00	0,00
FRPC	42,86	20,71
Crédit total du FMI	2.289,34	22,13

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

Photographies : Alessandro Della Valle (AFP),

pages 53–54; Leslie Kossoff (AFP), page 54; Denio Zara, Padraic Hughes et Pedro Márquez (FMI), pages 56–58 et 61–62; Pornchai Kittiwongsakul (AFP), pages 66–67.

secteur privé qui a établi cet indice et il est tout à fait capable d'évaluer à quel point un emprunteur dont le poids dans l'indice est important risque de se trouver en difficulté.

BULLETIN DU FMI : Quelles sont les prochaines étapes?

M. FISHER : Les questions traitées dans ce rapport ne sont, dans un sens, que la partie visible de l'iceberg. L'appel au secteur privé est une stratégie axée avant tout sur la prévention. Nous voudrions réduire le degré de vulnérabilité des pays. La prochaine étape sera d'assurer un meilleur fonctionnement des marchés — à la fois pour remédier à leurs insuffisances et améliorer le cadre de la prise de décision du secteur privé.

À part cela, il s'agit de savoir comment mieux faire face aux crises. Nous espérons que la restructuration ne s'imposera pas dans la majorité des cas. Si les pays ont, de l'avis du FMI, de bonnes chances de regagner rapidement accès aux marchés des capitaux, il y a lieu d'espérer qu'une action concertée, comme une restructuration de la dette, pourra être évitée. C'est à quoi nous

travaillons actuellement dans le cas de la Turquie et de l'Argentine, où le FMI compte sur son rôle de catalyseur pour pouvoir raisonnablement garantir la poursuite de la participation du secteur privé. La restructuration est réservée aux cas exceptionnels, et dans ce sens, ce n'est que la partie visible d'un iceberg bien plus immense.

Quant à nos prochains travaux, nous essayons d'améliorer la base analytique d'évaluation des circonstances dans lesquelles les pays sortant d'une crise ont de bonnes chances de retrouver accès aux marchés des capitaux. Nous avons défini un cadre assez clair pour la participation du secteur privé à la résolution des crises financières, que le Comité monétaire et financier international a approuvé en septembre 2000 à Prague. Ce cadre n'indique toutefois pas comment faire une bonne évaluation. Ce sont-là des questions difficiles, et je doute que nous ayons un jour un instrument de prédiction très précis. Trop de facteurs sont inconnus ou impossibles à connaître. Mais nous pouvons faire mieux en étoffant l'analyse qui sert à guider les décisions en la matière. ■

Economic Strategy Institute . . .

Débat animé sur la durée probable du ralentissement économique aux États-Unis

Prenant acte de l'inquiétude croissante suscitée par le ralentissement de l'économie américaine (on parle même d'un risque de récession), le Economic Strategy Institute a réuni à Washington, le 30 janvier, un groupe d'experts du secteur privé pour discuter des perspectives économiques et débattre des solutions monétaires et budgétaires les plus appropriées. Les avis convergeaient sur les causes du ralentissement actuel, mais divergeaient nettement quant à sa gravité et à sa durée prévisible. Par ailleurs, tout en jugeant généralement qu'une réduction des impôts, s'ajoutant à un assouplissement de la politique monétaire, pourrait stimuler l'économie, les experts n'ont pu s'entendre ni sur l'ampleur et l'échéancier souhaitables d'une telle mesure, ni sur son impact prévisible.

Un atterrissage en douceur?

Selon William Dudley, Directeur général et économiste en chef pour les États-Unis chez Goldman Sachs, un assouplissement énergique de la politique monétaire permettrait d'éviter de justesse la récession qui menace. Plusieurs facteurs contribuent selon lui au repli actuel de l'activité économique américaine. Les dépenses de consommation ont chuté considérablement par rapport aux chiffres des quelques dernières années, surtout à cause de la hausse du coût de l'énergie et de la baisse récente des cours boursiers. Les dépenses d'investissement ont aussi chuté, reflétant le coût plus élevé du capital et le resserrement du crédit.

À court terme, M. Dudley pense que la Réserve fédérale américaine continuera de stimuler la demande en

assouplissant la politique monétaire. Au milieu de 2001, le taux des fonds fédéraux devrait ainsi avoir atteint environ 4½ %. Des réductions d'impôts pourraient aussi stimuler l'économie, mais il est douteux qu'on puisse s'entendre rapidement sur la composition et sur l'ampleur des mesures nécessaires. Le processus législatif pourrait bien retarder l'entrée en vigueur de ces réductions au moins jusqu'à la fin de 2001, limitant ainsi grandement leur impact sur la croissance économique pour l'année.

Un bon dosage de mesures?

Même s'il prévoit lui aussi un atterrissage en douceur, Robert Litan, Directeur des études économiques à la Brookings Institution, a souligné que le dosage des politiques monétaire et budgétaire est délicat dans les conditions économiques actuelles. Il a cité en exemple le problème de l'échéancier et de la nature des réductions proposées par l'Administration Bush, laquelle se trouve selon lui devant l'alternative suivante : attendre, peut-être jusque vers la fin de 2001, que le Congrès examine et approuve son vaste plan de réduction des impôts, ou opter pour un compromis et présenter un projet moins ambitieux dont l'application plus rapide donnera en temps utile à l'économie l'impulsion dont elle a besoin.

En choisissant de patienter dans l'espoir d'obtenir plus, l'Administration Bush s'exposerait au jeu des concessions mutuelles propre au processus législatif, ce qui pourrait conduire à des promesses de dépenses supplémentaires. De plus, en retardant la mise en œuvre des



William Dudley



Robert Litan



Lawrence Kudlow

mesures proposées, on en réduirait les effets souhaitables à court terme. En outre, selon ce scénario, la réduction massive des impôts et l'augmentation possible des dépenses surviendraient en fin d'année, c'est-à-dire au moment précis où les effets cumulatifs des assouplissements récents et prévisibles de la politique monétaire commenceraient à se faire sentir. Dans ce cas, la Réserve fédérale pourrait se voir contrainte à resserrer la politique monétaire pour atténuer l'effet stimulant de ces assouplissements.

M. Litan opterait donc pour une solution de compromis, moins ambitieuse, mais s'appliquant en début de période, et dont les effets plus précoces donneraient à l'économie l'impulsion dont elle a besoin à court terme.

Un repli qui tire à sa fin?

Lawrence Kudlow, économiste en chef pour les États-Unis à la ING Barings, s'est montré plus optimiste, refusant de voir dans le brusque ralentissement de l'activité économique américaine le signe précurseur d'une longue et profonde récession. Depuis la deuxième guerre mondiale, les récessions brutales ont été provoquées aux États-Unis lorsqu'il a fallu resserrer la politique monétaire pour lutter contre l'inflation, ce qui entraînait une réduction sensible de la production. Dans l'état actuel des choses, l'inflation est raisonnablement endiguée, malgré le coût élevé de l'énergie, et la Réserve fédérale a donc les coudées franches pour assouplir la politique monétaire.



Allen Sinai

Selon M. Kudlow, certains événements comme la hausse des prix des actions et la détente sur le marché des obligations à haut risque portent à croire que la période de repli tire à sa fin. L'économie a déjà commencé à réagir à l'assouplissement de la politique monétaire du début de janvier. En outre, l'investissement dans les nouvelles technologies a très nettement amélioré la gestion des stocks, ce qui devrait permettre aux entreprises de résorber rapidement les excédents récemment accumulés. M. Kudlow pense que la croissance économique américaine devrait reprendre sa vitesse de croisière au cours du second semestre de 2001.

S'agissant de la politique budgétaire, M. Kudlow soutient que l'excédent du budget fédéral est un boulet pour l'économie. Selon lui, des réductions d'impôts valent mieux qu'une hausse des dépenses pour l'éliminer. Par ailleurs, de telles réductions stimulerait davantage l'économie que des mesures monétaires, surtout si les taux marginaux de l'impôt sur le revenu des particuliers sont réduits pour les ménages à haut revenu.

Un ralentissement durable?

Allen Sinai, Président et économiste en chef au niveau mondial de Primark Decision Economics, est l'intervenant qui s'est montré le plus pessimiste. Selon lui, la phase de repli du cycle conjoncturel est bel et bien enclenchée. La baisse des dépenses pour les biens de consommation durables et des dépenses d'investissement des entreprises, notamment dans le secteur de la technologie de l'information, sont les signes avant-coureurs,

Crédit de 1,4 milliard de dollars à l'appui du programme de la Turquie

Dans une note d'information datée du 5 février, le FMI a annoncé que son Conseil d'administration avait approuvé la cinquième revue du programme économique de la Turquie. Le texte intégral (en anglais) de la note d'information n° 01/13 est disponible sur le site Web du FMI (www.imf.org).

Le programme économique est appuyé par un accord de confirmation triennal et la décision du Conseil d'administration permettra à la Turquie de tirer immédiatement un montant maximal de 1,1 milliard de DTS (environ 1,4 milliard de dollars).

L'accord de confirmation a été approuvé en décembre 1999, avec un crédit de 2,9 milliards de DTS (environ 3,8 milliards de dollars) (voir communiqué de presse n° 99/66). Le 22 décembre 2000, le Conseil a décidé de mettre à la disposition de la Turquie 5,8 milliards de DTS supplémentaires (environ 7,6 milliards de dollars) au titre de la facilité de réserve supplémentaire afin d'atténuer les difficultés de balance des paiements (voir communiqué de presse n° 00/80).

Du montant total de 8,7 milliards de DTS (environ 11,4 milliards de dollars) disponible au titre de l'accord de confirmation, la Turquie a tiré jusqu'à présent 2,84 milliards de DTS (environ 3,7 milliards de dollars).

Commentant les débats du Conseil, Horst Köhler, Directeur général du FMI, a déclaré que «l'exécution de la politique économique depuis la dernière réunion du Conseil est fort encourageante. En particulier, la banque centrale a ap-

pliqué strictement le cadre de politique monétaire énoncé dans la lettre d'intention de décembre 2000 et des mesures structurelles importantes ont été appliquées en janvier.

«En ce qui concerne la politique monétaire, la banque centrale a absorbé la majeure partie de l'excédent de crédit intérieur apparu pendant la crise, aidant ainsi à rétablir la confiance des marchés comme le prouvent la baisse des taux d'intérêt et la hausse des réserves de change.

«La récente adoption d'un projet de liquidation ou d'assainissement des banques actuellement sous le contrôle du Fonds de garantie des dépôts d'épargne, qui n'a pas provoqué de réaction du marché, devrait aider à rétablir la confiance dans le système bancaire. Le renforcement de la réglementation relative au risque de marché est lui aussi le bienvenu.

«Les autorités ont accompli des progrès dans d'autres domaines structurels, notamment en appliquant les mesures prévues dans le programme pour faciliter la privatisation des télécommunications, des transports et de l'énergie. Étant donné les progrès accomplis et les garanties reçues des autorités que la loi sur le marché de l'électricité sera promulguée d'ici la mi-février, le Conseil a approuvé la demande par les autorités turques d'une dérogation pour l'observation du critère de réalisation relatif à la promulgation de cette loi.

«Il est nécessaire de respecter strictement le programme de réforme monétaire, budgétaire et structurelle. La détermination dont les autorités ont fait preuve jusqu'ici est de bon augure pour le rétablissement de la confiance des marchés et le succès de l'ambitieux programme de désinflation.»

reconnus dans la documentation spécialisée, d'un ralentissement à venir encore plus prononcé de l'économie.

En outre, d'autres facteurs pourraient aussi venir exacerber la situation : les correctifs appliqués pour réagir à l'accumulation des stocks; les répercussions d'une baisse des profits des entreprises sur l'embauche, les licenciements et les dépenses; l'impact d'un ralentissement de l'embauche sur les dépenses de consommation; les effets d'une baisse de la confiance des consommateurs et la rétroaction négative, sur les exportations américaines de biens et de services, d'un ralentissement de l'activité éco-

nomique mondiale. M. Sinai pense que la Réserve fédérale a sous-estimé l'ampleur du ralentissement économique qui s'amorce et doit aujourd'hui faire du «rattrapage» en assouplissant la politique monétaire. Comme le succès de ces mesures n'est pas garanti, une baisse des impôts lui paraît également appropriée dans les circonstances. Toutefois, il doute que les assouplissements actuels et annoncés des politiques monétaire et budgétaire puissent arriver à renverser la tendance actuelle. ■

Paula De Masi
FMI, Département Hémisphère occidental

Accords du FMI au 31 janvier

Pays membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Total approuvé	Solde non tiré
(Millions de DTS)				
Accords de confirmation				
Argentine ¹	10 mars 2000	9 mars 2003	10.585,50	6.751,19
Bosnie-Herzégovine	29 mai 1998	29 mai 2001	94,42	13,99
Brésil ¹	2 déc. 1998	1 ^{er} déc. 2001	10.419,84	2.550,69
Équateur	19 avr. 2000	18 avr. 2001	226,73	113,38
Estonie	1 ^{er} 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 ¹	22 déc. 1999	21 déc. 2002	8.676,00	5.832,20
Uruguay	31 mai 2000	31 mars 2002	150,00	150,00
Total			32.172,69	17.099,80
Accords élargis de crédit				
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 avr. 1999	14 avr. 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	15 août 2002	1.919,95	1.017,73
Yémen	29 oct. 1997	1 ^{er} mars 2001	105,90	65,90
Total			9.112,57	6.758,51
Accords FRPC				
Albanie	13 mai 1998	31 juil. 2001	45,04	9,41
Bénin	17 juil. 2000	16 juil. 2003	27,00	16,16
Bolivie	18 sept. 1998	17 sept. 2001	100,96	56,10
Burkina Faso	10 sept. 1999	9 sept. 2002	39,12	22,35
Cambodge	22 oct. 1999	21 oct. 2002	58,50	33,43
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
Géorgie	12 janv. 2001	11 janv. 2004	108,00	99,00
Ghana	3 mai 1999	2 mai 2002	191,90	120,85
Guinée-Bissau	15 déc. 2000	14 déc. 2003	14,20	9,12
Guyana	15 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	24,96
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-Príncipe	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
Total			2.907,48	1.733,33
Grand total			44.192,74	25.591,64

¹Y 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

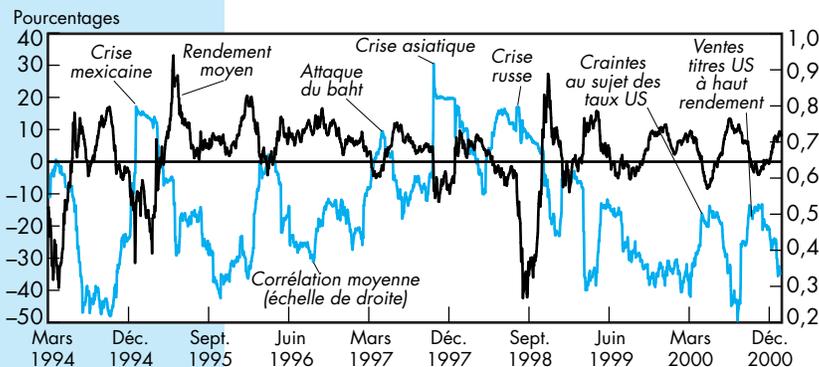
Les pays membres «achètent» la monnaie d'autres membres, ou des DTS, à l'aide d'un montant équivalent de leur propre monnaie.

Les marchés du crédit en proie aux effets de contagion et de tarissement

Le ralentissement de plus en plus prévisible de l'économie américaine, une révision à la baisse des bénéfices potentiels à long terme dans les secteurs des technologies, des médias et des télécommunications, et une détérioration des marchés du crédit américains ont pesé sur les marchés d'obligations et d'actions émergents au dernier trimestre de l'an 2000. Le dernier rapport trimestriel *Emerging Market Financing*, qui fait partie de la surveillance des marchés financiers internationaux exercée par le FMI, analyse les conséquences de cette évolution, les perspectives de financement des marchés émergents pour l'année en cours, les risques potentiels, notamment en cas d'atterrissage brusque de l'économie américaine, et les phénomènes de contagion et de tarissement sur les marchés d'obligations émergents.

toujours si l'économie américaine va atterrir en douceur ou brusquement, les marchés demeureront probablement instables. Le rapport établit un scénario pour chaque cas de figure : un atterrissage relativement progressif entraînera un relâchement des conditions de financement extérieur pour les marchés émergents et un renforcement de la discrimination parmi les marchés qui obtiennent les meilleurs résultats; un atterrissage brutal provoquera une montée d'un cran dans le barème du crédit et peut-être un nouveau déclassement des secteurs des technologies, des médias et des télécommunications, ce qui durcirait les conditions de financement extérieur pour les marchés émergents. Le scénario de référence pour 2001 prévoit un ralentissement du financement par émission d'obligations, des prises de participation sélectives et un marché dynamique des prêts consortiaux.

Marchés émergents : rendement et corrélation



Source : FMI, *Emerging Market Financing*, 4^e trimestre 2000

Résultats et perspectives

Tandis que les écarts d'intérêts sur les marchés émergents et les marchés américains à haut rendement se sont nettement creusés au dernier trimestre, le resserrement des conditions de liquidité extérieures a attiré l'attention des investisseurs sur les perspectives des deux plus grands emprunteurs émergents sur les marchés d'obligations internationaux, l'Argentine et la Turquie. Les marchés d'actions émergents, avec en tête de nouveau les marchés asiatiques, ont affiché de moins bons résultats que leurs homologues matures. Cependant, en dépit d'un quasi-tarissement des émissions d'obligations pendant une bonne partie du trimestre, le total des fonds levés par les marchés émergents sur les marchés internationaux fut assez élevé, grâce à la hausse des placements d'actions chinoises et à la robustesse du marché des prêts consortiaux.

Comme pour les trois derniers trimestres de l'an 2000, les perspectives des actifs et du financement des marchés émergents restent étroitement liées à l'évolution de l'environnement extérieur. Puisqu'on se demande

Contagion et discrimination

La contagion est une corrélation élevée entre les rendements des différents pays sur les marchés émergents. Lorsque le marché est à la baisse, les rendements obligataires sur les marchés émergents évoluent généralement en parallèle, mais c'est beaucoup moins le cas lorsque le marché se redresse. Les investisseurs feraient donc preuve de moins de discernement à la vente (voir graphique ci-contre). Cela tient, d'une part, au fait que les investisseurs tendent à se réfugier sur les marchés intérieurs en cas de problèmes plutôt que de se tourner vers de meilleurs crédits dans la même classe d'actifs et, d'autre part, à l'effet de levier (les pertes entraînent des appels de marge et des liquidations généralisées dans toute la classe d'actifs, ce qui n'est pas le cas des gains). On note aussi des indices d'une baisse systématique des corrélations croisées après les crises de 1997-98 sur les marchés émergents. C'est encourageant, car on peut y voir le signe d'un plus grand potentiel de diversification entre les marchés émergents et donc d'une hausse potentielle des investissements dans ce type d'actifs.

Le rapport explique cette baisse par plusieurs facteurs : les investisseurs sont moins endettés depuis les crises asiatique et russe et les mauvaises nouvelles sont donc moins souvent synonymes de liquidations générales; le reclassement de certains pays, comme le Mexique, a accru la diversité des investisseurs sur les marchés émergents, d'où un comportement plus diversifié; et il n'y a pas eu de grande crise sur l'un des principaux marchés émergents depuis un certain temps. Il reste à savoir quel serait le niveau de corrélation si une grande crise se déclarait sur l'un des principaux marchés émergents.

Pendant l'an 2000, la corrélation croisée moyenne a atteint deux pics, ceux-ci étant toutefois bien moins élevés que les années précédentes. Le premier a coïncidé avec une révision des prévisions concernant la politique

monétaire américaine, ce qui porte à croire que les anticipations ont été le facteur déterminant dans ce cas. Pour le deuxième, plusieurs facteurs ont coïncidé avec une liquidation générale en Argentine. Y a-t-il eu contagion entre l'Argentine et les autres marchés émergents? Selon le rapport, l'environnement extérieur s'est détérioré avant que les préoccupations des investisseurs concernant la dette souveraine de l'Argentine n'atteignent un niveau critique. Lorsque les écarts de taux argentins sont passés au-dessus de ceux sur l'ensemble des marchés, la corrélation croisée moyenne avait déjà augmenté.

Le deuxième épisode s'est déroulé en deux phases. La première est peut-être liée aux préoccupations concernant le Pérou, à la prise en compte d'un ralentissement mondial et à la fusion Chase-J.P. Morgan. La seconde a coïncidé avec les ventes d'obligations américaines à haut rendement. Tandis que les préoccupations concernant l'Argentine augmentaient, avec un sommet le 25 octobre et de nouveau le 9 novembre, la corrélation moyenne est restée relativement stable. Cela porte à croire que la contagion parmi les marchés émergents s'est produite avant que les préoccupations concernant l'Argentine n'atteignent un niveau critique et fut une réaction à la détérioration de l'environnement extérieur.

Tarissement des émissions d'obligations

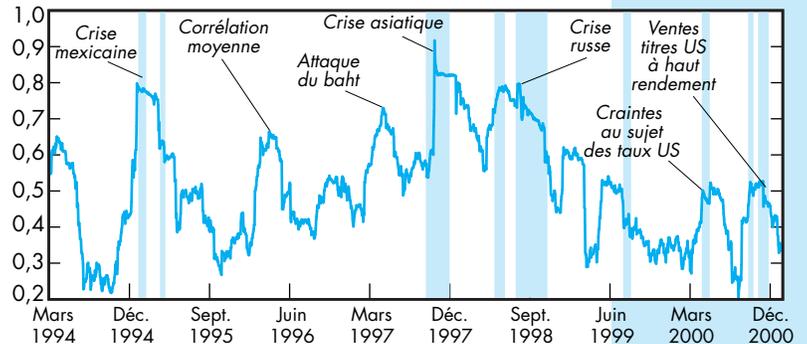
Depuis 1993, il y a eu neuf périodes variant d'une semaine (crise mexicaine) à treize semaines (crise russe), pendant lesquelles les emprunteurs sur les marchés émergents ont été incapables d'émettre de nouveaux titres de créances (voir graphique ci-contre). Les cinq premières étaient liées à des crises ou à l'incertitude régnant pendant la période précédant une crise, mais les émissions se sont tariées même sans crise. Sur les quatre périodes suivantes, trois étaient liées à l'évolution de l'environnement extérieur, et le creusement des écarts d'intérêts a été bien moins prononcé. De façon plutôt surprenante, le rapport note qu'il n'y a pas de liaison manifeste entre le niveau moyen des écarts d'intérêts et le tarissement des émissions d'obligations sur les marchés émergents.

Une crise sur un des principaux marchés émergents ou une modification de l'environnement extérieur provoque généralement une nette variation des écarts d'intérêts et pousse les émetteurs et les investisseurs à l'attentisme. Les émetteurs préfèrent ne pas verrouiller des taux plus élevés et les investisseurs craignent de subir des pertes sur de nouvelles émissions, parce que les écarts d'intérêts pourraient se creuser davantage. Il faut éliminer cette incertitude pour que les émissions reprennent. Au fil du temps, les émetteurs tendent à accepter des taux plus élevés et, une fois convaincus que la situation ne va pas se détériorer, les investisseurs seront prêts à acheter. La volatilité des marchés secondaires est donc une des principales explications du tarissement des émissions et son élimination est essentielle pour faire redémarrer celles-ci.

Comme on pouvait s'y attendre, les émissions se sont tariées aussi sur d'autres marchés de rang inférieur, comme le marché américain à haut rendement, mais ce

fut beaucoup moins le cas des marchés de premier rang. Les conditions sur les marchés américains de premier rang et à haut rendement — c'est-à-dire l'environnement extérieur — ont clairement influé sur l'accueil réservé aux émissions des marchés émergents. Au moment de la crise brésilienne, par exemple, tandis que les émissions sur les marchés émergents diminuaient nota-

Marchés émergents : corrélation moyenne et périodes de tarissement (grisées)



Source : FMI, *Emerging Market Financing*, 4^e trimestre 2000

blement, les émissions d'obligations américaines à haut rendement sont restées stables, ouvrant la voie à une reprise rapide des émissions, et le ralentissement des émissions à cette époque ne peut être considéré comme un tarissement tel qu'il est défini par le rapport.

Enfin, le tarissement des émissions sur les marchés émergents est lié étroitement aux pics de la corrélation croisée moyenne des rendements des différents pays, à savoir des périodes où les titres de créances des marchés émergents étaient vendus en masse sur les marchés secondaires (voir graphique). ■

Subir Lall
FMI, Département des études

Le numéro de *Emerging Market Financing: Quarterly Report on Developments and Prospects* du 4^e trimestre 2000 est affiché (en anglais) sur le site Web du FMI (www.imf.org).

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
12 février	4,36	4,36	5,05
19 février	4,33	4,33	5,02

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

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

Source : FMI, Département de la trésorerie

Une nouvelle méthode d'évaluation des réserves adaptée à la prévention des crises financières

Ces dernières années ont été le théâtre d'une révolution tranquille dans le domaine de la mesure du niveau des réserves. Le présent article passe en revue les rapides changements de ce cadre d'évaluation.

Contexte

Pendant une bonne partie de la seconde moitié du XX^e siècle, il était admis que les réserves devaient couvrir au moins trois mois d'importations. Les planchers de réserve fixés dans nombre de programmes économiques appuyés par le FMI étaient fondés sur cette règle empirique, souvent utilisée aussi par les opérateurs des marchés. En fait, le niveau médian des réserves au cours des cinquante dernières années s'est établi la plupart du temps entre trois et quatre mois d'importations. Après les crises financières sur les marchés émergents dans les années 90 (voir graphique, page 68), les réserves de ces pays ont augmenté substantiellement, en raison, entre autres, d'une nouvelle prise de conscience de l'importance d'un niveau adéquat de réserves.

En mettant l'accent sur les échanges comme on l'a fait après la deuxième guerre mondiale, il n'était guère possible de compenser les chocs sur les transactions courantes par des flux de capitaux privés. Ceux-ci avaient diminué et étaient en outre considérés comme relativement déstabilisateurs pendant et après la grande crise des années 30. L'importance accordée aux facteurs extérieurs marquait un tournant par rapport à l'approche antérieure. Dans le système de l'étalon or, les flux de capitaux privés étaient considérés comme essentiellement stabilisateurs et la politique des réserves était donc axée sur le renforcement de la crédibilité de l'étalon or. En fait, avant la deuxième guerre mondiale, les objectifs de réserves étaient guidés principalement par la nécessité de soutenir l'étalon or et fondés sur une définition de la masse monétaire nationale (par exemple, la monnaie centrale).

Mouvements de capitaux

Avec la hausse des flux de capitaux privés, de plus en plus de pays jugent qu'il n'est plus de mise de lier les réserves aux échanges — en particulier, la règle de la couverture de trois mois d'importations est considérée comme obsolète. Dans le même temps, les crises des années 90 dans les pays à marché émergent ont souligné que les flux de capitaux sont importants pour le financement de la balance des paiements et que l'accès à ces flux de capitaux privés est souvent incertain et sujet à des renversements rapides. Ceux-ci peuvent contribuer à une pénurie des liquidités et provoquer ou aggraver des crises extérieures. Le coût moyen de ces crises ayant été estimé récemment à 20 % du PIB, il n'est pas surprenant que l'on se soit penché sur le rôle des réserves dans la prévention des crises.

On cherche donc de nouvelles règles d'évaluation. Avec la prévention des crises comme objectif fondamental, des personnalités telles qu'Alan Greenspan et Pablo Guidotti ont proposé une nouvelle règle empirique qui fait de la couverture de la dette à court terme par durée résiduelle le principal critère d'évaluation des réserves. Dans cette optique, les niveaux adéquats de réserves sont tirés de modèles utilisés pour prévoir l'incidence ou la gravité des crises extérieures. Le Conseil d'administration du FMI a évoqué ce nouveau cadre d'évaluation lors de son examen d'un document de politique générale de mars 2000, intitulé *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*, disponible (en anglais) sur le site Web du FMI (www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm).

Nouveau cadre d'évaluation

Il est utile de distinguer deux aspects de cette nouvelle méthode d'évaluation. Premièrement, des indicateurs tirés de modèles empiriques internationaux de la vulnérabilité extérieure peuvent être utiles pour obtenir des estimations approximatives du niveau des réserves et servir de point de départ à une analyse plus approfondie. Les résultats des estimations sont utiles aussi pour évaluer les facteurs macroéconomiques ou microéconomiques à prendre en compte dans l'évaluation de la vulnérabilité. Le FMI a trouvé dans ses travaux des données empiriques étayant l'idée selon laquelle un niveau de réserves supérieur à la dette à court terme réduit la gravité des crises dans les pays à marché émergent pendant les périodes de contagion internationale. Les travaux se poursuivent dans ce domaine, en particulier pour prendre en compte les facteurs nationaux et déterminer dans quelle mesure une baisse de la production a été évitée.

Le deuxième élément concerne les tests de résistance et est particulièrement utile pour évaluer des facteurs propres à chaque pays. On peut utiliser les tests de résistance pour évaluer les variations des divers postes de la balance des paiements dans le passé et examiner leur variations potentielles dans un scénario catastrophe. Cette approche est aussi particulièrement adaptée à l'évaluation des ripostes et est utilisée par plusieurs banques centrales. L'utilisation des tests de résistance et des scénarios peut aussi servir à limiter la propagation des crises en permettant aux autorités de mieux comprendre les différents paramètres et la sensibilité des variables économiques à l'action des pouvoirs publics.

Réserves = dette à court terme

L'utilisation d'indicateurs et de tests de résistance s'intègre parfaitement dans le cadre d'évaluation décrit ci-dessus. Dans la plupart des travaux empiriques sur

la vulnérabilité extérieure, le ratio dette à court terme/réserves est considéré comme l'indicateur de réserves le plus significatif. La règle empirique est la suivante : les réserves doivent être plus ou moins égales à la dette à court terme par durée résiduelle. Ce ratio a une interprétation intéressante intuitivement en termes de test de résistance. Par exemple, prenons une situation simplifiée où le solde des transactions courantes est nul et où il n'y a pas de fuite de capitaux. Dans ce cas, un niveau de réserves équivalant à la dette à court terme par durée résiduelle permet à un pays d'honorer toutes ses obligations au titre de la dette s'il n'y a pas de nouvelles entrées de capitaux et si les anciennes créances ne sont pas renouvelées.

Dans la pratique, une telle situation ne se présente pas, mais il s'agit d'un bon point de départ pour l'examen de situations plus complexes. Par exemple, à l'aide d'un test de résistance renforcé, on pourrait envisager qu'un pays enregistrera probablement des entrées permanentes d'investissements directs étrangers pendant une crise de faible importance. Ces entrées de capitaux sont une source de financement et réduisent le besoin de réserves par rapport à l'équation du test simplifié, où les réserves sont égales à la dette à court terme.

Une banque centrale qui utilise ces tests de résistance peut aussi examiner l'exposition à un risque de fuite des capitaux et au besoin de financer un déficit des transactions courantes. Les utilisateurs de ce cadre d'évaluation jugeront peut-être aussi que le fait de ne pouvoir

accéder aux réserves pendant toute une année constitue une période trop longue ou trop courte, car il est possible de prendre des mesures d'ajustement, par exemple, en raison du cycle politique ou de l'efficacité des politiques budgétaire et monétaire. Il est très utile aussi de considérer comme paramètres dans ces tests de résistance le type et la taille des flux des capitaux pendant les crises précédentes.

Au-delà de cette nouvelle équation

La règle d'un niveau de réserves équivalant à la dette à court terme doit être considérée comme un point de départ pour l'analyse des réserves de pays qui ont accès aux marchés de capitaux, mais dont l'accès est incertain. Plusieurs autres éléments sont essentiels à l'évaluation.

- Il ressort clairement de l'analyse empirique générale que les autres données fondamentales, notamment le déficit des transactions courantes et les désalignements des taux de change effectifs réels, influent sur le besoin de réserves.
- Si la dette privée (y compris celle des entreprises et des banques) doit être incluse dans la couverture des réserves, conformément aux résultats empiriques, il est moins nécessaire d'évaluer les réserves par rapport à ces engagements lorsque les risques du secteur privé sont bien gérés, comme c'est le cas dans nombre de pays industrialisés.
- Il se peut qu'un régime de change flexible favorise une bonne microgestion des risques et réduise les risques de fuite de capitaux à des fins spéculatives. Cependant, il ne

En anglais sur le site Web (www.imf.org)

Notes d'information

- 01/12 : deuxième examen du prêt FRPC au Cambodge, 30 janvier
- 01/13 : tranche de crédit de 1,4 milliard de dollars en faveur de la Turquie, 5 février (voir page 62)
- 01/14 : coopération FMI-ONU pour le financement du développement, 6 février (voir page 53)
- 01/15 : Madagascar, état d'avancement de l'initiative en faveur des PPTE, 7 février
- 01/16 : voyage officiel de MM. Köhler et Wolfensohn en Afrique, 7 février
- 01/17 : augmentation de la quote-part de la Chine, 8 février (voir page 55)
- 01/18 : deuxième examen du prêt FRPC à la Mauritanie, 9 février
- 01/19 : publication du rapport trimestriel *Emerging Market Financing*, 14 février (voir page 64)

Notes d'information au public (NIP)

- 01/09 : Bénin, 12 février
- 01/10 : Norvège, 5 février
- 01/11 : bilan du programme d'évaluation du secteur financier, 5 février
- 01/12 : Sierra Leone, 12 février

Discours

Eduardo Aninat, Directeur général adjoint, «Developing Capital Markets in Latin America», conférence de la BID sur le développement des marchés de capitaux, 5 février

Transcriptions

Conférence de presse de Thomas Dawson, Directeur du Département des relations extérieures, 2 février

Lettres d'intention et mémorandums de politiques économique et financière*

Turquie, 6 février

Documents de stratégie pour la réduction de la pauvreté*

Mauritanie, 6 février

Conclusions des consultations au titre de l'article IV*

Suisse, 29 janvier

Politiques économiques dans la zone euro, 2 février

Canada, 4 février

Documents sur le point de décision au titre de l'initiative renforcée en faveur des PPTE*

São Tomé-et-Principe, 30 janvier

Guinée-Bissau, 2 février

Gambie, 5 février

Rapports sur l'observation des normes et des codes*

Corée, 7 février

Divers

Quarterly Update on the Special Data Dissemination Standard, Fourth Quarter 2000, 29 janvier

Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises, 5 février (voir page 58)

Ressources financières et position de liquidité du FMI, 1999-janvier 2001, 8 février

Activités financières du FMI, 12 février

* Date de l'affichage.



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
M. Rossignol-Winner
Corrections & 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. Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars E.U. pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2001, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : publications@imf.org.

fait pas disparaître le risque de crise, car il est possible que la monnaie tombe en chute libre sans appui adéquat en liquidités et qu'un pays doive continuer d'assurer le service de sa dette extérieure privée et publique.

- Il se peut que l'existence d'instruments permettant de vendre la monnaie à découvert influe sur la vitesse à laquelle les liquidités s'épuisent et accroisse le volant de liquidités nécessaire. Donc, la capacité des non-résidents à prendre des positions dérivées vis-à-vis de la banque centrale (directement ou indirectement) pourrait accroître fortement les besoins de liquidités ou exiger un contre poids solide, comme une bonne gestion du risque.

- Le volume de la dette intérieure à court terme des autorités monétaires et du reste de l'administration centrale ainsi que la faiblesse du système bancaire peuvent être une source de fuite de capitaux et de renversement des entrées de capitaux. Ces facteurs ont d'autant plus de poids s'il n'y a pas de réglementation des mouvements de capitaux ni d'autres moyens de créer un marché captif, si le taux de change est fixe et si la dette est libellée en monnaie étrangère.

On peut adapter le cadre d'évaluation décrit ci-dessus en utilisant des tests de résistance et des indicateurs empiriques qui rendent compte de ces facteurs. Ces travaux doivent être appuyés par un examen des indicateurs de l'accès aux marchés, notamment les indicateurs de solvabilité, car une baisse de celle-ci finira par conduire à des problèmes de liquidités.

Accès limité aux marchés de capitaux

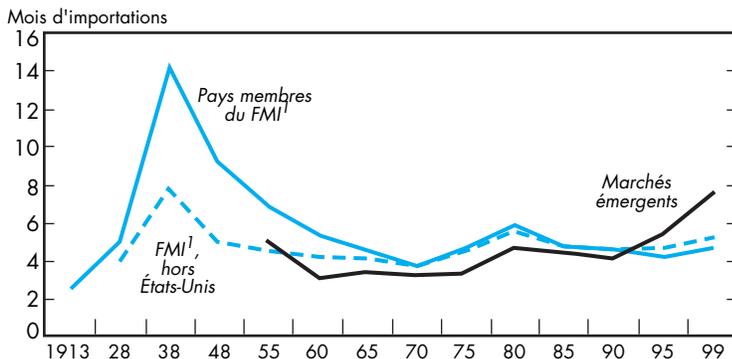
Le nouveau cadre d'évaluation s'applique aux pays qui ont accès aux marchés des capitaux, mais dont l'accès est incertain. Qu'en est-il des pays dont l'accès est limité? Les arguments sont les mêmes : sans accès aux capitaux privés, ils doivent disposer de réserves pour absorber et atténuer les chocs, par exemple une baisse des exportations ou une hausse des prix à l'importation. L'évaluation peut se faire sur la base de la volatilité, dans le passé, des réserves ou du solde des transactions courantes.

On peut utiliser des mesures statistiques pour établir des intervalles de confiance approximatifs ou les variations maximales des flux de la balance des paiements dans le passé pour établir des scénarios catastrophes. Ces facteurs, combinés à une évaluation sur la durée de la période couverte par le scénario, ainsi que les possibilités de prendre des mesures d'ajustement et la vitesse à laquelle celles-ci peuvent être exécutées peuvent servir de base à l'évaluation du niveau de réserves souhaité.

Conséquences pour la gestion des réserves

La nouvelle méthode d'évaluation aura des conséquences notables pour la gestion des réserves, notamment leur composition idéale en termes de monnaie, de durée et d'instruments. Même si l'on manque d'études

Réserves : tendances à long terme



¹Pays membres actuels, dans la mesure où des données sont disponibles.
Source : FMI

formelles à ce sujet, il ressort de la logique de cette méthode que la composition des réserves par monnaie doit se rapprocher de celle des sorties des capitaux potentielles et non de celle des flux commerciaux. Donc, s'il est probable que les sorties de capitaux seront en dollars (par exemple parce que la dette à court terme est libellée en dollars), les réserves devraient être composées essentiellement de dollars, non parce que les autres monnaies composant les réserves ne peuvent pas être rapidement converties en dollar, mais bien pour réduire au minimum le risque que la valeur des réserves exprimée en dollar soit faible au moment où on en a besoin.

De manière plus générale, la composition des réserves doit être telle que l'on maximise les réserves brutes disponibles lorsqu'elles sont effectivement nécessaires. Par exemple, il vaut mieux éviter les instruments de faible qualité, généralement fort exposés au risque de marché pendant les périodes de contagion ou de turbulences internationales.

Les questions générales relatives à la nouvelle méthode d'évaluation ont été abordées dans une série de séminaires et de cours de formation dans le monde entier. Récemment, la Banque mondiale et le FMI ont organisé une table ronde sur cette méthode et ses implications pour la gestion des réserves.

Et la règle de couverture des importations?

Faut-il pour autant considérer que la règle empirique traditionnelle des trois mois d'importations de biens et de services n'est plus utile? Il est probable que les réserves continueront d'être exprimées en mois d'importations, surtout pour les pays dont l'accès aux marchés des capitaux est limité, car cette mesure est disponible partout et facilement interprétable. Cependant, une approche plus exhaustive s'impose, comme on l'a vu plus haut. Dans la pratique, on peut s'attendre à ce que les réserves, exprimées en mois d'importations, s'établissent dans une fourchette beaucoup plus large et à ce que l'on mette bien plus l'accent sur la communication et la comparaison d'autres mesures des réserves, comme la dette à court terme. ■

Christian Mulder et Ydahlia Metzgen
FMI, Département de l'élaboration
et de l'examen des politiques