

Sommaire

- 97**
Programme
de la Russie
- 97**
Décassement en
faveur du Brésil
- 98**
Augmentation de
l'aide à l'Indonésie
- 99**
Soutien à l'effort de
réforme du Nigéria
- 102**
Flux de capitaux
- 103**
Accès aux archives
du FMI
- 104**
L'UEM et les
politiques de change
- 105**
Publications récentes
- 107**
Renforcement
de la NSDD
- 108**
Communiqués
de presse
Yémen
Zambie

109
Sur le site Internet

110
Recommandations
de l'IFI

110
Principaux taux
du FMI

111
Contrôle des banques
offshore

Approbation d'un
crédit en faveur
de l'Indonésie.
Voir page 98.

Communiqué conjoint . . .

Le FMI et la Russie s'entendent sur les grands axes du programme économique

En visite à Moscou du 27 au 29 mars, Michel Camdessus, Directeur général du FMI, a rencontré Yevgueni Primakov, Premier Ministre de la Fédération de Russie, ainsi que d'autres hauts fonctionnaires. Voici le texte du communiqué diffusé le 29 mars par MM. Camdessus et Primakov.

Les parties se sont mises d'accord sur le niveau de l'excédent budgétaire primaire à dégager en 1999, soit 2 % du PIB, et sur la plupart des mesures nécessaires à cette fin. Elles sont en outre parvenues à un accord sur les autres grands axes du programme du gouvernement et de la Banque centrale de la Fédération de Russie pour 1999 et les années suivantes. M. Camdessus a réaffirmé que le FMI continuera à coopérer avec la Russie à une tâche constructive, et celle-ci a exprimé l'intention de poursuivre sa collaboration avec l'institution.

Les parties se sont entendues sur l'envoi à Moscou, dans les sept jours à venir, d'une mission du FMI au complet, qui sera chargée de mettre au point aussitôt que possible, avec les autorités et la Banque centrale de Russie, une déclaration sur un programme de politique économique. Ce document sera soumis ensuite, conformément aux Statuts du FMI, à l'approbation du Conseil d'administration et servira de base à l'apport d'une aide financière du FMI à la Russie. ■

M. Primakov, Premier Ministre de la Russie (à gauche), et M. Camdessus, Directeur général du FMI, à Moscou.

Un crédit de 4,9 milliards de dollars . . .

Décassement d'une nouvelle tranche à l'appui du programme révisé du Brésil

Le 30 mars, Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, a annoncé que, à l'appui du programme économique révisé du gouvernement brésilien, le Conseil d'administration a déclaré achevés les premier et deuxième examens au titre de l'accord de confirmation. Voici le texte de la note d'information n° 99/14.

«Le Brésil peut maintenant emprunter au FMI un montant de 3,6 milliards de DTS (4,9 milliards de dollars), ce qui porterait le total de ses emprunts au titre du programme à 7,1 milliards de DTS (9,6 milliards de dollars). Par ailleurs, les autorités tablent sur un tirage de 4,9 milliards de dollars au titre d'une ligne de crédit mise sur pied par la BRI et d'un prêt du gouvernement japonais. Les perspectives de financement extérieur se sont encore améliorées, du fait des dé-

caissements récents ou attendus de la Banque mondiale et de la BID au titre de programmes spéciaux et de l'engagement pris par les principaux créanciers bancaires privés du Brésil de maintenir les fonds engagés dans le pays.

Le programme économique du Brésil a été révisé après la dévaluation opérée à la mi-janvier. Les deux grands axes du programme révisé sont le renforcement de l'ajustement budgétaire et l'abandon du taux de change comme point d'ancrage nominal en faveur du ciblage de l'inflation. Le dispositif de ciblage informel qui sera en vigueur pendant les prochains mois aura pour objectif d'empêcher la première série d'effets de la dévaluation sur le niveau des prix de provoquer une inflation (voir page suivante)

Soutien au programme économique révisé du Brésil

(suite de la première page) durable. Un dispositif plus formel sera adopté à la fin de l'année une fois les bases nécessaires mises en place.

La politique budgétaire vise à ramener le ratio dette publique nette/PIB à moins de 45 % d'ici à la fin de 2000, soit 2 points de pourcentage de moins que le niveau initialement visé. À cet effet, l'objectif fixé dans le cadre du nouveau programme pour le solde du budget primaire du secteur public est plus ambitieux. En outre, il est probable que les taux d'intérêt réels seront en 1999 beaucoup plus faibles qu'on ne l'avait prévu avant la dévaluation. Plus de la moitié de l'amélioration attendue du solde primaire se rapporte au budget fédéral. Pour ce qui est des recettes, presque toutes les mesures inscrites au programme sont déjà en place ou ont été approuvées par le Congrès brésilien et seront appliquées dans les prochains mois comme prévu.

Le vaste programme initial de réformes structurelles (sécurité sociale, fonction publique, politique fiscale, procédures et transparence budgétaires) a été renforcé.

Le gouvernement poursuit en outre son large programme de privatisation.

On s'attend maintenant à ce que le PIB réel baisse plus que prévu en 1999. Malgré cela, l'activité économique devrait commencer à s'accélérer dans le courant de l'année par suite de la croissance attendue des exportations et du recul des taux d'intérêt. La balance des paiements devrait s'améliorer grâce à la reprise des apports de capitaux et aux avantages que le Brésil tirera d'une compétitivité accrue. Le gouvernement a l'intention d'atténuer les effets de la baisse de l'activité sur les pauvres et les groupes vulnérables en protégeant des coupes budgétaires les programmes sociaux bien ciblés.

M. Fischer a loué les autorités brésiliennes d'avoir récemment renforcé leur action et a pris note avec satisfaction de l'engagement pris par les banques commerciales de maintenir leurs fonds au Brésil et de l'amélioration du sentiment du marché. Il a souligné que la ferme application du programme économique demeure la clé du succès. ■

1 milliard de dollars de plus . . .

Le FMI accroît son aide financière à l'Indonésie

Le 25 mars, Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, a annoncé l'achèvement par le Conseil d'administration du quatrième examen du programme économique de l'Indonésie, qui est appuyé par un accord élargi. Voici le texte de la note d'information n° 99/13.

«Le Conseil d'administration du FMI a déclaré achevé le quatrième examen du programme (voir note d'information n° 98/31, *Bulletin du FMI*, 7 septembre 1998, page 269) et a approuvé le relèvement de son montant de 714 millions de DTS (1 milliard de dollars), ainsi que le décaissement de la tranche suivante de 337 millions de DTS (460 millions de dollars). Compte tenu de ce décaissement, le total des achats de l'Indonésie depuis le début de la crise se chiffrera à 6,8 milliards de DTS (9,3 milliards de dollars); un autre décaissement d'un montant de 2,2 milliards de DTS (3 milliards de dollars) sera effectué d'ici à novembre 2000.»

Les résultats sont demeurés satisfaisants depuis l'achèvement du dernier examen en décembre 1998, et les principaux objectifs macroéconomiques du programme pour 1998/99 ont été atteints. La politique monétaire est restée ferme, et la politique budgétaire a commencé à donner l'impulsion voulue à l'économie,

notamment par l'accroissement des dépenses de protection sociale. Cependant, la confiance du marché demeure fragile, en partie du fait des incertitudes politiques et des troubles sociaux.

De gros progrès ont été récemment réalisés dans l'accélération de la restructuration bancaire, qui est essentielle au redressement à terme de l'économie. Un vaste programme de recapitalisation et de fermeture de banques privées, annoncé le 13 mars, se déroule actuellement sans heurt. Des mesures ont été mises en place en vue de la restructuration des banques publiques, à laquelle il faudra résolument procéder dans les deux prochains mois. La restructuration des entreprises appellera, elle aussi, une action plus énergique et, à cette fin, une entente s'est dégagée sur des mesures plus vigoureuses visant à rendre l'Initiative de Djakarta totalement opérationnelle et les lois sur la faillite conformes aux normes internationales. Le plan INDRA a été révisé de manière à encourager la participation.

L'économie reste exposée à des risques considérables, mais, «grâce à l'application de réformes structurelles clés, à une plus grande consolidation de la stabilité macroéconomique et au surcroît d'aide extérieure officielle que le Japon, la Banque mondiale et la BASD se sont engagés à fournir, une reprise de l'activité économique pourrait s'amorcer au second semestre de cette année», a conclu M. Fischer. ■

De bons principes de gestion publique et privée, base de la réforme au Nigéria

Voici des extraits de l'allocution prononcée le 18 mars par Michel Camdessus, Directeur général du FMI, à la conférence d'Abuja (Nigéria) intitulée «Nigeria: The Way Forward», dans laquelle il décrit le point de vue du FMI sur le soutien à la reprise économique du Nigéria.

C'est pour moi un grand plaisir de prendre part à cette conférence en des temps aussi mémorables de l'histoire du Nigéria, où il a su se créer de nouvelles chances de progrès économique, d'harmonie nationale et de démocratie. L'espoir est grand de voir le Nigéria restaurer au développement son dynamisme et retrouver son rang parmi les grandes puissances d'Afrique et du monde en développement.

Je tiens à saluer les efforts du Chef de l'État, le Général Abdulsalam Abubakar, qui a tant fait pour donner au pays cette chance unique. Par sa détermination à amorcer la transformation sociale, politique et économique de son pays, il a posé la pierre angulaire de l'édifice que le nouveau gouvernement et le peuple nigérian bâtiront dans les mois et années à venir. Le nouveau Président, M. Obasanjo, a devant lui une tâche gigantesque. Il sait que démocratie et progrès économique ne vont pas l'un sans l'autre, qu'ils peuvent par nature se renforcer mutuellement, mais qu'ils sont fragiles et doivent être soutenus par toutes les forces de la société. Nous lui offrons sincèrement, à lui ainsi qu'au Nigéria, notre soutien sans réserve dans l'élaboration et l'application d'une stratégie visant à guider l'économie sur sa nouvelle trajectoire.

Conjoncture intérieure et extérieure

Le sentiment d'espoir et d'anticipation qui règne aujourd'hui tant au Nigéria qu'à l'étranger ne saurait être nié. Tout aussi impressionnant est le réalisme opposé aux défis de taille qui se posent à ce pays. Je n'ai guère besoin de vous rappeler ses difficultés, qui se reflètent si vivement dans le niveau de son revenu réel par habitant, plus bas maintenant qu'il y a trente ans, dans la pauvreté répandue et l'inégalité régionale, et dans la dégradation des normes de santé et d'éducation. Une profonde amélioration de tous les aspects de l'économie (institutions, politiques et performances) s'impose. Cette tâche difficile est rendue encore plus ardue par une conjoncture extérieure nettement peu favorable.

- L'économie mondiale a subi des revers ces deux dernières années, notamment sur la scène financière internationale. En dépit de certains éléments positifs, comme la poursuite du dynamisme de l'économie américaine et les signes de reprise en Asie, il subsiste de nombreux facteurs de pressions à la baisse. En particulier, les prix du pétrole étaient récemment à leur niveau le plus bas depuis une génération, et les perspectives d'une forte reprise immédiate ne sont pas encourageantes.

- La confiance des investisseurs, sur lesquels le Nigéria devra compter pendant les années à venir, a été ébranlée par la crise des marchés émergents, la propagation des conflits armés en Afrique et par les précoc-

Le Nigéria et le FMI en deux mots

Membre du FMI depuis le 30 mars 1961.

Quote-part : 1,8 milliard de DTS (2,4 milliards de dollars), soit 0,84 % du total des quotes-parts au FMI.

Nombre de voix attribuées : 17.782, soit 0,84 % du total.

Gouverneur du FMI : Mallam Ismaila Usman, Ministre des finances.

Gouverneur suppléant : Paul A. Ogwuma, Gouverneur de la Banque centrale du Nigéria.

Administrateur du FMI : José Pedro de Morais (Angola), qui représente aussi l'Angola, l'Afrique du Sud, le Botswana, le Burundi, l'Érythrée, l'Éthiopie, la Gambie, le Kenya, le Lesotho, le Libéria, le Malawi, le Mozambique, la Namibie, l'Ouganda, la Sierra Leone, le Swaziland, la Tanzanie, la Zambie et le Zimbabwe.

Monnaie : naira.

Régime des changes : les autorités ont aboli le taux de change officiel (22 naira = 1 dollar E.U.), avec effet au 1^{er} janvier 1999; toutes les transactions s'effectuent

maintenant au taux de change en vigueur sur le marché des changes autonome, créé en janvier 1995 (taux de change actuel : 86 naira = 1 dollar E.U.)

Aide financière

Bien que trois accords de confirmation aient été approuvés en faveur du Nigéria depuis 1987, celui-ci n'a pas effectué de tirage sur les ressources du FMI.

Programme suivi par le FMI

À la fin de février, le FMI a approuvé un programme portant sur la période allant du 1^{er} janvier au 31 décembre 1999, dont le suivi sera assuré par ses services, sous réserve que le présent gouvernement de transition recommande la poursuite de son application au nouveau gouvernement qui prendra ses fonctions à la fin de mai. L'objectif de ce programme est d'établir, en matière d'exécution des politiques, des antécédents qui pourraient ultérieurement servir de base à d'éventuelles discussions sur un programme à moyen terme appuyé par le FMI.

cupations que suscitent de nombreuses années d'actions et de gestion peu avisées au Nigéria.

Perspectives de réforme

La situation économique intérieure est extrêmement difficile. La conjoncture extérieure n'est pas encourageante. Devons-nous pour autant nous montrer pessimistes quant aux perspectives du Nigéria? Je ne le pense pas et j'y vois au moins quatre raisons :

Premièrement, le sens des réalités. Il y a quelques semaines, dans l'annonce du budget, le Général Abubakar a fait précisément état de l'ampleur des difficultés. Deuxièmement, l'énorme potentiel du Nigéria — son peuple et l'esprit d'entreprise qui l'anime, ses ressources naturelles et son potentiel agricole — demeure intact.

Troisièmement, l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement élu offre la possibilité d'amorcer l'application des programmes et politiques qui conduiront le pays sur la voie de la reprise et du développement. Les objectifs que le Président Obasanjo a retenus — une administration libérale, équitable et transparente dans laquelle le législatif et le judiciaire exerceront sans entrave leurs fonctions respectives et constitutionnelles — sont de taille et méritent notre soutien.

Quatrièmement, la «Vision 2010» et le sommet économique de 1998 sont impressionnants non seulement par la clairvoyance des analyses et recommandations dégagées, mais aussi par la participation active des secteurs privé et public.

Que faire pour assurer une croissance durable et de haute qualité? Tout un chacun (forces politiques, secteur privé, ONG, églises et syndicats) doit participer à la tâche historique qu'est l'établissement des bases sur lesquelles le Nigéria du siècle nouveau grandira et prospérera pour le bénéfice de tous et, plus particulièrement, des groupes sociaux les plus pauvres.

Stratégie de réforme

Il faut mettre en place une stratégie visant à créer un environnement qui confère aux Nigériens le sentiment qu'ils peuvent épargner et investir en toute sécurité dans leur propre économie et qui rassurera suffisamment les investisseurs étrangers pour qu'ils retournent dans le pays. Je vois dans cette stratégie plusieurs éléments fondamentaux : une bonne gouvernance, la libéralisation de l'économie et son intégration au reste du monde, et la stabilisation macroéconomique.

Une bonne «gouvernance». Par là j'entends l'intégrité et la solidité des institutions publiques, de l'administration et du système judiciaire, mais aussi celles des entreprises et de la société dans son ensemble, qui doivent être assujetties à un code de conduite tout aussi rigoureux. La corruption qui sévit dans la société nigériane est le symptôme d'une maladie aux racines profondes que vous êtes déterminés à éradiquer. Cette tâche colossale implique une réforme fondamentale de l'économie, de la société et de l'administration à tous les niveaux. Permettez-moi d'évoquer quelques-unes des pierres de

touche sur lesquelles le Nigéria peut commencer à bâtir une société caractérisée par une bonne gouvernance.

- *Un gouvernement démocratiquement élu*, qui bénéficie du soutien de la population pour restructurer les institutions sociales et économiques. Cette condition se fera réalité dans les deux mois à venir.

- *Le règne de l'état de droit.* À cet effet, il faut établir un cadre juridique transparent et un système judiciaire solide et impartial propre à persuader épargnants et investisseurs que le caractère sacro-saint des contrats sera respecté et que leur application sera assurée, que les droits seront protégés et que la propriété sera garantie. Je souscris à la proposition de M. Obasanjo en faveur de la création d'un organisme de lutte contre la corruption, qui serait indépendant et dirigé par une personne à la réputation sans tache.

- *L'octroi d'une importance accrue à la transparence et à la responsabilité dans tous les aspects de la vie économique, tant publique que privée.* Pour le gouvernement, cela signifie la prompt diffusion de renseignements corrects sur l'économie et une plus grande transparence du processus d'élaboration de la politique macroéconomique. L'équilibre des pouvoirs pourrait être rétabli, par exemple, par un Service de vérification générale plus solide et indépendant. Les entreprises publiques et privées seraient tenues de respecter des normes et codes de bonne conduite en matière de comptabilité, vérification des comptes et gestion, et de se soumettre aux autres obligations imposées par le gouvernement, sous la forme, par exemple, de la fiscalité et des réglementations. En contrepartie, le secteur privé devrait pouvoir s'attendre à des règles de jeu équitables.

- *Un attachement clair et net à l'équité sociale.* Il faut améliorer les possibilités d'éducation et l'accès aux soins de santé, et il importe de mettre en place un système de protection sociale pour venir en aide aux groupes les plus vulnérables en période de crise et d'ajustement économiques. Parmi les mesures nécessaires pour améliorer la qualité des dépenses publiques figure un examen plus minutieux des grands projets d'investissement du secteur public. Le concept d'équité doit s'étendre aux inégalités régionales. Non seulement les différents groupes sociaux doivent bénéficier d'un traitement équitable dans l'affectation des ressources budgétaires, ils doivent aussi avoir le sentiment que les principes appliqués sont équitables.

Les faits que nous avons pu observer dans le monde entier, en particulier dans bien des marchés émergents au cours de ces deux années de crise, soulignent un point essentiel : sans une bonne gestion des affaires publiques et privées, les pays courent un risque d'instabilité et de récession économiques bien plus grand.

- *Libéralisation économique.* Le deuxième élément est le changement à opérer dans la structure économique et les institutions pour créer une économie compétitive et efficiente qui soit ouverte au monde extérieur. Il faut laisser le secteur privé devenir le moteur de la croissance par le biais de la diversification, qui aurait en outre pour effet de rendre le Nigéria moins tributaire

du secteur pétrolier pour ses réserves en devises et ses recettes publiques. Nombreuses sont les mesures à prendre à cet effet :

- Le processus de déréglementation et de privatisation a été engagé, mais d'autres actions s'imposent pour améliorer les services essentiels, abaisser le coût des transactions au Nigéria et donner cours au dynamisme et à l'esprit d'entreprise du secteur privé.

- Il faut libéraliser le régime de commerce et des changes pour assurer que les décisions du secteur privé ne sont pas fondées sur des prix faussés.

- Un secteur financier solide sera lui aussi essentiel à la reprise de l'économie. Il importe d'assujettir les institutions financières intérieures à des normes de gestion et de transparence rigoureuses et de soumettre leurs opérations à un dispositif bien défini de réglementation et de contrôle.

Tous ces éléments, en particulier l'établissement d'un secteur financier solide, sont des conditions préalables à une intégration plus poussée du Nigéria au système économique et financier mondial.

Stabilisation macroéconomique. En troisième lieu, il faut jeter les bases d'une croissance rapide et durable par une politique macroéconomique ferme et crédible conçue de manière à assurer et à préserver la stabilité. Cette tâche est rendue à la fois plus ardue et plus cruciale par l'état actuel du marché pétrolier. Le bas niveau des prix du pétrole a réduit fortement les recettes publiques, entraînant ainsi une augmentation sensible du déficit budgétaire en dépit d'une politique de dépenses prudente. Aussi sera-t-il essentiel de mener une politique monétaire restrictive pour préserver la stabilité et éviter le retour d'une forte inflation, même si elle donne lieu, en un premier temps, à des taux d'intérêt élevés.

Prochaine étape

Que faire, surtout dans les prochains mois, pour bâtir sur les fondations qui ont été posées? Le Nigéria tient sa destinée entre ses mains, et je sais que vous partagez tous ce point de vue. Je ne m'étendrai pas sur la tâche qui l'attend, mais je peux vous assurer que le FMI est prêt à travailler avec les autorités nigérianes à l'élaboration des politiques plus spécifiques qui seront nécessaires. Je suis en outre convaincu que, une fois que le Nigéria aura clairement commencé à mettre de l'ordre chez lui, il bénéficiera du soutien de son peuple et de tous ses amis à l'étranger.

Rôle de la communauté internationale. Permettez-moi de dire quelques mots à la communauté internationale. L'heure est maintenant aux opportunités, à une nouvelle donne. Par une action résolue et le rétablissement de la discipline financière, le Nigéria a la possibilité de regagner accès aux marchés des capitaux et d'attirer de nouveaux investissements directs étrangers. Mais l'établissement de la confiance est un processus qui prend du temps et nécessitera, pendant quelques années, des apports importants d'aide extérieure. Si le Nigéria persévère dans ses réformes en respectant les engagements qu'il a déjà pris dans le cadre du «pro-

gramme suivi par le FMI», des chances s'offriront à lui, ainsi qu'à l'Afrique tout entière. J'invite les bailleurs de fonds et les créanciers du Nigéria à se joindre au FMI pour lui apporter de nouveaux concours comportant un élément concessionnel aussi important que possible.

Le Nigéria devra en outre normaliser ses relations avec ses créanciers internationaux par le règlement de sa dette extérieure, et je prévois qu'une démarche auprès du Club de Paris fera partie du programme global. Mais, pour que les entretiens avec le Club de Paris soient couronnés de succès, il faut que le Nigéria démontre son intention d'établir un nouveau type de relations avec ses créanciers en se conformant rigoureusement et fidèlement aux accords conclus. Malgré la lourdeur du fardeau de sa dette, la résolution du problème qu'elle pose ne doit pas être considérée comme une panacée mais comme une occasion offerte au Nigéria par ses créanciers de se régénérer. Cependant, cette occasion sera perdue si elle ne mène pas à la reprise de l'épargne, de l'investissement privé et des entrées de capitaux.

Rôle du FMI. Que pourra faire le FMI? Nous sommes prêts à mettre à votre disposition tout l'éventail de nos services et de nos instruments, c'est-à-dire à vous aider, par nos conseils, à élaborer un programme de réforme économique, à vous fournir l'assistance technique et la formation nécessaires pour renforcer et remettre sur pied les institutions publiques, et à vous apporter une aide financière pour réduire l'intensité et la durée des épreuves qui pourraient bien se profiler à l'horizon.

Déjà, les premiers pas ont été faits. Il y a à peine quelques semaines, nous avons eu le plaisir de recevoir des autorités nigérianes un mémorandum décrivant un programme de réformes économiques et financières qui serait appliqué dans les mois de transition à venir et qui serait recommandé au nouveau gouvernement. Permettez-moi de vous donner des précisions sur la nature de ce programme, qui est peut-être moins connu que bien d'autres de nos facilités de prêt.

Un «programme suivi par le FMI» vise à établir des antécédents en matière d'application des politiques et à montrer au Conseil d'administration, et par son intermédiaire, au monde entier, que le Nigéria a la volonté et la capacité de maintenir une ligne d'action que la communauté internationale peut et doit soutenir. Le programme n'est pas associé en un premier temps à une aide financière, mais les services du FMI assureront le suivi de son application. Si les résultats sont satisfaisants, nous serions prêts à le transformer, sur la demande du Nigéria, en un accord de prêt pluriannuel, qui permettrait au pays de s'adresser au Club de Paris pour l'aider à résoudre le problème de sa dette extérieure. Nous nous attacherons vivement à soutenir vos efforts dans cette phase critique d'un processus qui devrait aboutir à un vrai renouveau. ■

Photographies : AFP Photo/Alexander Natruskin, page 97; Denio Zara et Padraic Hughes (FMI), page 111.

Par une action résolue et le rétablissement de la discipline financière, le Nigéria a la possibilité de regagner accès aux marchés des capitaux et d'attirer de nouveaux investissements directs étrangers.

Causes, conséquences et gestion des flux de capitaux

Quelles sont les causes de la vive expansion des flux de capitaux vers les marchés émergents dans les années 90? Quels en sont les avantages et les inconvénients? Ces questions, ainsi que l'évolution récente de ces flux, leurs effets sur les pays destinataires, et le pour et le contre de diverses actions menées pour y faire face, sont parmi les sujets abordés par Alejandro López-Mejía, de l'Institut du FMI, dans son étude *Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses*.

Après la crise de la dette de 1982–89, d'importants flux de capitaux sont retournés dans nombre de pays en développement. En 1996, les flux nets de capitaux privés vers ces pays ont atteint 190 milliards de dollars, près de quatre fois leur niveau de 1990. Ils ont surtout augmenté en Asie et en Amérique latine, où une douzaine de pays ont reçu 75 % du total des flux, contre 5 % pour 140 des 166 pays en développement. L'intérêt accru des investisseurs pour certains pays en développement a donné lieu à une intégration financière plus poussée, laquelle a stimulé l'investissement et la consommation dans ces pays, avec les avantages que cela présente pour eux et pour l'économie mondiale.

Néanmoins, les apports massifs de capitaux ne sont pas dépourvus d'inconvénients. Ils peuvent entraîner une rapide expansion monétaire, des pressions inflationnistes, une dépréciation de la monnaie en termes réels, des risques pour le secteur financier et un élargissement du déficit extérieur courant. En outre, comme l'ont montré l'expérience du Mexique (1994–95), de l'Asie (1997) et de la Russie (1998), l'intégration financière peut donner lieu à d'importants revirements des flux, dus aux variations du rendement attendu des actifs, à l'attitude grégaire des investisseurs et aux effets de contagion.

Les causes de l'afflux de capitaux

L'intérêt des investisseurs pour les pays émergents s'explique principalement par la recherche du profit et la volonté de diversification des risques. Ces raisons ont certes de tout temps motivé leurs décisions, mais d'autres facteurs internes et externes sont venus accroître la sensibilité des capitaux privés aux chances offertes par les pays émergents. En ce qui concerne les facteurs internes, le rapport rendement-risques pour les investisseurs étrangers s'est amélioré pour deux raisons. Premièrement, la restructuration de la dette d'un large éventail de pays a élargi leur surface financière. Deuxièmement, les gains de productivité découlant des réformes structurelles et la confiance accrue dans la gestion macroéconomique ont eux aussi attiré les investisseurs dans les pays émergents. Parmi les facteurs externes figurent les conditions conjoncturelles dans les pays industrialisés. En particulier, la récession qui a sévi dans ces pays au début des années 90 s'est accompagnée d'un recul des taux d'intérêt réels mondiaux, qui a rendu les possibilités

de profits offertes par les économies émergentes relativement plus attrayantes et réduit le risque de défaillance des pays débiteurs. D'autres facteurs externes ont joué, dont la baisse des coûts de communication, l'intensité de la concurrence et la hausse des coûts sur les marchés intérieurs, ainsi que l'importance croissante du rôle des investisseurs institutionnels à la recherche d'une diversification des risques et de rendements plus élevés.

Qui dit flux dit aussi reflux. Outre le Mexique, l'Asie et la Russie, plusieurs pays en développement ont vu les capitaux sortir massivement de chez eux. Dans la plupart des cas, ce revirement tient au manque de confiance dans la politique macroéconomique intérieure, lequel a soumis la monnaie à des attaques spéculatives et provoqué une crise de balance des paiements, attribuable également aux vulnérabilités financières, au revirement soudain des anticipations des agents et à l'effet de contagion. Cet effet contribue pour beaucoup à l'instabilité récente des marchés internationaux de capitaux et peut se produire de plusieurs manières.

Conséquences de l'afflux de capitaux

L'une des principales conséquences de l'intérêt des investisseurs pour ces pays est une intégration financière plus poussée, avec les avantages qu'elle présente à la fois pour eux et pour les pays industrialisés. Les flux de capitaux stimulent la croissance dans les pays en développement en finançant l'investissement et la consommation. Ils réduisent en outre l'instabilité de la consommation en augmentant les possibilités de diversification des risques et en permettant à l'emprunt international de compenser la baisse temporaire du revenu. Mais des entrées massives peuvent aussi entraîner une expansion excessive de la demande globale et avoir des effets négatifs sur le secteur financier.

L'expansion de la demande intérieure — surchauffe macroéconomique — est appelée à se traduire par des pressions inflationnistes, l'appréciation de la monnaie en termes réels et l'élargissement des déficits extérieurs courants. D'après les modèles types d'économie ouverte, une baisse des taux d'intérêt mondiaux crée des effets de revenu et de substitution dans les pays importateurs de capitaux, ce qui entraîne une augmentation de la consommation et de l'investissement, une baisse de l'épargne et la détérioration du solde des transactions courantes. En fin de compte, toutefois, les effets sur l'inflation et le taux de change réel seront largement déterminés par le régime des changes et le montant de réserves internationales accumulées. Comme prévu par les modèles (avec un échantillon de 20 pays en développement bénéficiaires d'apports massifs de capitaux), le solde des transactions courantes s'est détérioré dans tous les pays, à l'exception du Chili, de l'Inde et du Sri Lanka, pendant la période où ils ont bénéficié d'apports de ca-

Dans la plupart des cas, le revirement des flux tient au manque de confiance dans la politique macro-économique intérieure.

pitaux, bien que nombre d'entre eux en aient profité pour accumuler des réserves internationales. La monnaie s'est appréciée dans 12 des 20 pays de l'échantillon.

Les apports de capitaux ont eu des effets également sur le système financier qui les ont acheminés. Premièrement, le déficit quasi budgétaire s'est accru par suite de la politique de stérilisation consistant à vendre des obligations intérieures à rendement élevé et à acheter des instruments en devises à taux d'intérêt plus bas. Deuxièmement, le système financier risque de devenir plus vulnérable en raison d'une croissance des prêts, généralement accélérée par une hausse des prix des actifs, qui peut aggraver l'asymétrie des échéances des actifs et des engagements des banques et amoindrir la qualité des prêts. L'expansion du crédit bancaire a été l'une des conséquences généralisées des entrées de capitaux.

Enfin, les distorsions microéconomiques peuvent accentuer l'évolution en dents de scie observée pendant la période d'afflux des capitaux. Les analystes de l'économie du développement se demandent en particulier comment un pays en développement peut passer d'une croissance modérée avant une crise financière à un fort déclin économique après la crise. L'auteur évoque un certain nombre de raisons pour expliquer l'influence des flux de capitaux à cet égard.

Gestion des flux et leçons de l'expérience

Les pays qui sont venus à bout de la surchauffe et des effets négatifs des entrées de capitaux sur le secteur financier ne se sont pas contentés d'une action isolée. Le dosage de mesures qui convient dépend des causes des flux, de la disponibilité de divers instruments, de la nature du marché financier intérieur et du climat macroéconomique et général du pays destinataire. Les responsables peuvent généralement recourir à des moyens

anticonjoncturels (politique monétaire, flexibilité du taux de change nominal et politique budgétaire), ou structurels (politique commerciale, surveillance et réglementation bancaires), et au contrôle des flux de capitaux (en particulier encouragement des sorties brutes).

Les moyens employés avec succès à cet effet varient d'un pays à l'autre, mais c'est la politique monétaire qui a généralement été utilisée au début de la période d'afflux des capitaux. Face à la poursuite des apports de capitaux et aux coûts liés aux différents modes de stérilisation, la flexibilité du taux de change nominal est l'atout que l'on a commencé à exploiter. Dans plusieurs cas, les coûts de l'appréciation du taux de change réel ont été atténués par le contrôle des flux de capitaux imposé en vue de freiner les entrées et d'assurer l'apport de capitaux à plus longues échéances. Sur ce dernier point, il semble que le contrôle ait eu l'effet souhaité en Chili, en Colombie et en Malaisie, où les entrées de capitaux à court terme ont fortement diminué. Ce résultat est important parce que l'échéance à court terme de la dette a été considérée comme une cause déterminante de l'instabilité et du revirement des flux de capitaux dans les crises mexicaine et asiatique. En conséquence, une gestion efficace de la dette privée, question largement ignorée dans les années 90, pourrait nécessiter des techniques novatrices, telles que la réglementation prudentielle ou le contrôle des entrées de capitaux à court terme.

L'expérience de plusieurs pays montre que les mesures peuvent interagir pour produire des effets non recherchés sur la composition des entrées de capitaux. En particulier, la combinaison taux de change fixe, stérilisation massive et absence de contrôle destiné à décourager les flux à court terme peut expliquer la modification de la composition des entrées de capitaux pendant la période précédant la crise asiatique. En effet, en 1994-95, les pays asiatiques, surtout la Thaïlande, se sont mis à attirer de

Le FMI élargit l'accès du public à ses archives

Le FMI élargit davantage l'accès du public à ses archives et l'étend aux documents du Conseil d'administration datant de plus de cinq ans et aux autres documents remontant à plus de 20 ans. En 1996, il avait rayé de la liste des documents confidentiels toutes les composantes de ses archives qui dataient de plus de 30 ans, à l'exception de certains documents contenant des renseignements très secrets.

L'élargissement de l'accès aux archives du FMI prendra effet le 8 septembre 1999, conformément à une décision du Conseil d'administration, qui prévoit en outre un examen des dossiers visant à déterminer s'ils sont ou non encore confidentiels.

Cette décision s'inscrit dans le cadre des initiatives actuellement prises par le FMI pour accroître la transparence de ses opérations et activités. Parmi ces initiatives figurent la diffusion des notes d'information au

public sur les résultats des consultations au titre de l'article IV avec les États membres et de divers documents de référence pour ces consultations.

Il est prévu que le Conseil d'administration réexaminera dans deux ans sa politique dans ce domaine aux fins d'une libéralisation plus poussée des règles d'accès. Entre-temps, les services du FMI passent en revue les autres types de documents pour déterminer ceux qui pourraient être diffusés suivant la règle des cinq ans.

Les analystes désireux de consulter les archives après le 8 septembre sont tenus d'en informer bien à l'avance la Division des archives du FMI par téléphone (202) 623-8625, par télécopie (202) 623-7175, par courrier électronique (records-division@imf.org), ou postal (Records Division, C-532, Secretary's Department, International Monetary Fund, 700 19th St., N.W., Washington, DC 20431, U.S.A.).

Communiqué de presse du FMI n° 99/8, 19 mars

12 avril 1999

103

plus en plus les capitaux à court terme. Aussi les investissements directs et de portefeuille étrangers ont-ils représenté une part décroissante du total des flux privés.

Face aux causes structurelles des entrées de capitaux, la rigueur budgétaire s'impose. En effet, elle permet d'éviter les coûts liés aux diverses politiques de stérilisation, se substitue aux taux de change flexibles et limite ainsi l'appréciation du taux de change réel. Cependant, peu de pays ont eu recours à la politique budgétaire parce qu'elle est généralement trop rigide pour constituer une riposte efficace aux variations des flux. Mais, dans les pays où la politique budgétaire a été resserrée, la monnaie s'est dépréciée en termes réels et la croissance a été plus forte.

Au-delà des avantages qu'offrent les mesures d'austérité en tant qu'instrument de stabilisation à court terme, la prudence budgétaire devrait jouer un rôle central face à une intégration financière accrue. Dans pareille situation, la direction et l'ampleur des flux de capitaux sont sensibles à la manière dont est perçue la solvabilité du

secteur public intérieur et limitent la souplesse de la politique budgétaire en période d'afflux de capitaux. De plus, en cas d'instabilité prolongée des flux, il importe de resserrer par précaution la politique budgétaire pour ne pas avoir à ajuster les recettes et dépenses essentielles après des chocs macroéconomiques. En outre, même s'il faut lui donner un tour encore plus restrictif devant l'ampleur et l'instabilité des flux de capitaux, les changements requis seront moins importants. C'est là un avantage essentiel, étant donné que la politique budgétaire est rigide à court terme et que l'on peut ainsi éviter un ajustement considérable des recettes fiscales et des programmes de dépenses qui pourrait entraver la réalisation des objectifs macroéconomiques et sociaux. ■

Le document de travail n° 99/17, *Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses*, par Alejandro López-Mejía, est en vente au prix de 7 dollars au Service des publications du FMI. Pour le commander, voir page 105.

Politique de change . . .

Conséquences de l'UEM pour les pays en transition candidats à l'adhésion à l'UE

L'avènement de l'UEM aura des conséquences importantes pour les pays d'Europe centrale et orientale qui aspirent à être membres de l'UE. Bien que la participation d'un pays à l'UEM ne soit pas une condition officielle de son accession à l'UE, il y a lieu de supposer que, au moment de son entrée dans l'UE, le nouveau membre aura satisfait aux conditions de la phase 2 de l'UEM, parmi lesquelles la convergence vers les valeurs de référence de l'UEM et la participation au nouveau mécanisme de change européen (MCE2) créé pour les pays de l'UE non membres de la zone euro. Dans sa récente étude, *Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe*, George Kopits, du Département des finances publiques, examine s'il est souhaitable et possible pour les candidats d'Europe centrale et orientale de la première vague (Estonie, Hongrie, Pologne, République tchèque et Slovaquie) de participer au MCE2 et, à terme, à l'UEM. Bien que l'étude soit consacrée à ces pays, ses principales conclusions s'appliquent aussi à d'autres candidats et s'étendent, à certains égards, à l'ensemble des pays en transition de la région.

Conditions de base

Il est attendu des nouveaux États membres de l'UE qu'ils adoptent l'acquis communautaire de la phase 2 de l'UEM (adhésion aux dispositions correspondantes du Pacte de stabilité et de croissance et convergence vers les valeurs de référence fixées pour le déficit et la dette publics et pour l'inflation et les taux d'intérêt). En outre, les pays de l'UE non membres de la zone euro (par choix ou non) sont censés participer

au MCE2, où ils auront un taux central exprimé en euro avec une marge de fluctuation de 15 % de part et d'autre de ce taux. Ils devront par ailleurs avoir achevé la libéralisation des flux de capitaux. Il y aurait donc une condition préalable, quoique implicite, à l'accession à l'UE : les pays candidats doivent montrer qu'ils sont capables de fonctionner dans le cadre du MCE2 et, à terme, faire partie de l'UEM.

Les avantages de la participation à l'UEM

L'entrée dans la zone euro présente des avantages et des inconvénients pour les candidats. Côté avantages, la participation réduira les coûts de leurs transactions avec les États membres. Par ailleurs, la prime de risque de change, qui se reflète dans le taux d'intérêt, diminuera et finira par disparaître. Il en résultera une progression permanente des échanges, de l'investissement, de l'emploi et du taux de croissance.

Côté inconvénient, la participation à une zone monétaire entrave la capacité du pays d'absorber les chocs asymétriques réels en l'absence d'une politique monétaire et de change indépendante. La perte de stabilité macroéconomique risque de poser un problème à certains pays en transition qui peuvent éprouver des difficultés budgétaires dans leur marche vers l'UE, car ils essaient à la fois de financer les coûts liés au respect des conditions imposées et de converger vers l'équilibre budgétaire, ou, tout au moins, vers un déficit inférieur à 3 % du PIB.

Cependant, le lien étroit qui existe dans une zone monétaire entre l'intensité des échanges et la corrélation des cycles économiques des divers pays devrait réduire ce risque. À mesure que les échanges s'intensifient, la



probabilité de choc asymétrique diminue et, inversement, la participation à une zone monétaire conduit à l'expansion des échanges et, partant, à des cycles mieux synchronisés.

Les candidats de la première vague sont des pays relativement petits qui sont déjà fortement intégrés à l'UE. En fait, leur économie est pour le moins aussi ouverte aux échanges avec l'UE qu'un certain nombre de pays membres extérieurs au noyau dur. Leur structure économique n'est que modérément plus orientée vers l'agriculture et l'industrie (par rapport aux services) que celle des pays membres hors du noyau dur, à l'exception de la Grèce. Par conséquent, compte tenu de leur taille, de leur niveau d'intégration commerciale avec l'UE et de la similarité de leur structure économique et de celle des États membres, ces pays auront tout à gagner à participer au MCE2 et, ultérieurement, à l'UEM. En outre, c'est surtout à la Hongrie et, dans une moindre mesure, à la Pologne, que devrait bénéficier la baisse de la prime de risque de change et des charges d'intérêts sur une dette publique relativement élevée.

Régime des changes et cadre macroéconomique

Les régimes de change en vigueur dans les cinq pays candidats sont très variés. À l'une des extrémités de la gamme, on trouve la République tchèque, qui a recours à un flottement dirigé subordonné à l'objectif d'inflation fixé par la banque centrale; en Slovaquie, le taux flottant est maintenu à l'intérieur d'une marge non déclarée par rapport au deutsche mark, et la

banque centrale fixe un objectif pour la masse monétaire au sens large. La Hongrie et la Pologne, partisans d'une solution intermédiaire, ont opté pour une parité ajustable annoncée à l'avance, en vue d'abaisser progressivement le pourcentage de dépréciation. À l'autre extrémité, l'Estonie a un régime de caisse d'émission avec une parité fixe par rapport au deutsche mark et, de fait, participe automatiquement à la zone euro.

Les cinq pays ont libéralisé les transactions courantes, et les taux de protection nominaux et effectifs moyens sont faibles par rapport aux normes internationales. La plupart d'entre eux ont pas mal libéralisé les mouvements de capitaux.

Pour la conduite de la politique monétaire et à l'appui du régime des changes, les pays candidats utilisent de plus en plus des instruments indirects fondés sur le marché. Tout en conférant l'indépendance à la banque centrale, ils ont strictement limité ou interdit le financement direct des déficits budgétaires publics, et ils ont tous institué des coefficients de réserves obligatoires. Les pays ont cherché à endiguer les effets monétaires des mouvements de capitaux, non seulement par des ventes et achats directs de devises, mais aussi par l'intervention stérilisée.

Dans la plupart de ces pays, la politique de change a été de plus en plus déterminée par le double objectif de stabilité des prix et de compétitivité extérieure et, plus généralement, par la nécessité d'accroître la crédibilité de la politique macroéconomique.

Leur situation macroéconomique actuelle est dans l'ensemble caractérisée par une croissance durable,

Les candidats de la première vague ont probablement tout à gagner à participer au MCE2 et, ultérieurement, à l'UEM.

Publications récentes

Documents de travail (7 dollars)

99/23 : *Growth Gains from Trade and Education*,

Se-Jik Kim and Yong Jin Kim

99/24 : *Capital Controls and Trade Liberalization in a Monetary Economy*, Byung K. Jang

99/25 : *Financial Liberalization, Credit Constraints, and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector*, R. Gaston Gelos, and

Alejandro M. Werner

99/26 : *Monetary Policy and Public Finances: Inflation Targets in a New Perspective*, Christian H. Beddies

99/27 : *Explaining Foreign Exchange Market Puzzles*, Norman C. Miller

99/28 : *The Korean Financial Crisis of 1997—A Strategy of Financial Sector Reform*, Tomás J.T. Baliño et Angel Ubide

99/29 : *A Model of Contagious Currency Crisis with Application to Argentina*, Nada Choueiri

99/30 : *The Length and Cost of Banking Crises*, Edward J. Frydl

99/31 : *Exchange Rate Movements and Tradable Goods Prices in East Asia: An Analysis Based on Japanese Customs Data, 1988–98*, Shinji Takagi et Yushi Yoshida

Analyses économiques (gratuit)

N° 17 : *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*, Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti et Andrew Tweedie

Autres publications

Summary Proceedings of the Fifty-Third Annual Meeting of the Board of Governors (gratuit)

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

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

soutenue par la progression rapide de la productivité de la main-d'oeuvre, et par une inflation ramenée aux alentours de 10 %.

Déterminants des mouvements du taux de change



En dépit de leur grande ouverture sur l'extérieur, les cinq économies n'ont pas encore achevé le processus de transition. Et, pour quelques-unes d'entre elles, dont la République tchèque, la Slovaquie et la Pologne (certains secteurs), il reste beaucoup à faire en matière de restructuration. Dans ces conditions, les principaux déterminants des mouvements du taux de change nominal sont l'évolution de la productivité, la formation des salaires, l'orientation des politiques budgétaire et monétaire, la santé des institutions financières et les chocs extérieurs.

L'effet de productivité — pressions à la hausse sur le taux de change nominal ou le niveau des prix, nourries par l'accroissement de la productivité de la main-d'oeuvre dans le secteur des biens échangeables — peut être d'une vaste portée dans les pays en transition, après des années d'inefficacité sous le régime de la planification centrale. Cet effet est intensifié par l'essor des investissements directs étrangers. Toutefois, dans quatre des cinq pays, il a été neutralisé par des politiques peu avisées ou incohérentes. Si l'indexation des salaires a compté parmi les facteurs négatifs en Pologne et, dans une moindre mesure, en Slovaquie, ce sont surtout les déficits et l'endettement publics qui ont été à l'origine de la vulnérabilité de la Hongrie. L'économie tchèque doit sa vulnérabilité à une restructuration insuffisante du secteur financier et des entreprises. À l'opposé, la flexibilité des salaires, la discipline budgétaire et une restructuration poussée ont fait la force de l'Estonie.

Les crises en Asie et en Russie, et, plus récemment, au Brésil, ont testé la résistance du régime des changes de ces pays face aux chocs exogènes. Parmi les pays candidats, c'est la République tchèque qui a été le plus durement touchée par la première crise, et la Hongrie par la deuxième, alors que la Pologne s'en est mieux tirée dans les deux cas. La crise brésilienne n'a eu des répercussions marquées sur aucun des candidats.

Dans l'ensemble, ces pays ont été bien servis par le régime des changes qu'ils ont choisi, lorsque celui-ci était soutenu par des politiques appropriées, et, dans aucun cas, ce régime ne compromettrait la convergence vers le MCE2. Tous ces pays sont prêts à passer à ce stade, en partant, il est vrai, de points de départ différents.

La marche vers le MCE2

Les cinq pays devront, à des degrés divers, constamment progresser dans plusieurs domaines : flexibilité des salaires, limitation des déséquilibres budgétaires, favorisée par une politique monétaire prudente, et restructura-

tion du secteur financier. En outre, ils devraient procéder par étape — certains sont à un stade plus avancé que d'autres — pour acquérir une expérience suffisante en matière de gestion d'un régime de parités stables.

- Dans la première étape, dépassée par presque tous les candidats de la première vague, la prévisibilité est de mise; le taux de change nominal est maintenu à l'intérieur de marges relativement étroites et rarement ou pas du tout soumis à des ajustements ponctuels. La politique monétaire vise à freiner l'inflation, dans le droit fil de la politique de change.

- Dans la deuxième étape, où en sont certains pays, les candidats optent pour une parité fixe uniquement par rapport à l'euro et élargissent sensiblement les marges officielles, ce qui devrait aider à transférer en partie le risque de change aux spéculateurs potentiels prenant position contre la monnaie. Cependant, la prudence est de rigueur en période de crise sur le marché des changes.

- Dans la dernière étape, avant d'adopter officiellement le MCE2, le pays doit envisager d'assurer unilatéralement que sa monnaie suit une évolution aussi proche que possible de celle de l'euro, mais sans s'y tenir à tout prix. Pour préserver la crédibilité, il importe que les autorités annoncent l'intention du pays de réinstaurer la parité après une déviation temporaire due à une attaque spéculative.

Il n'est pas réalistement possible d'établir un calendrier précis pour la participation officielle de ces pays au MCE2 ou à l'UE, mais la convergence sur une période de cinq ans serait plausible. Cependant, des pressions seront exercées sur le taux de change par la croissance de la productivité à long terme dans le secteur des biens échangeables et par l'afflux de capitaux dû au succès des efforts de réforme et de stabilisation.

Ces pressions créeront deux dilemmes que les pays candidats et les membres de l'UE devront résoudre ensemble. Le premier a trait à la difficulté des candidats à aligner leur monnaie sur l'euro au sein du MCE2 tout en assurant la convergence vers les valeurs de référence de l'UEM pour l'inflation et les taux d'intérêt. Des réévaluations périodiques seront probablement préférables à un assouplissement des critères de convergence. L'autre dilemme tient à l'obligation faite aux pays de libéraliser totalement les flux de capitaux, alors que les pays candidats restent vulnérables face aux mouvements de fonds déstabilisateurs consécutifs au revirement rapide du sentiment des investisseurs. On serait donc fondé à différer l'abolition du contrôle des flux à court terme jusqu'à l'accession à l'UE. ■

Le document de travail n° 99/9, *Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe*, par George Kopits, est en vente au prix de 7 dollars au Service des publications du FMI. Pour le commander, voir page 105.

Nouvelles normes de diffusion des données sur les réserves internationales

Le FMI a pris des mesures pour renforcer les spécifications de sa Norme spéciale de diffusion des données (NSDD) concernant la publication des informations sur les réserves internationales.

Le contexte général

Le renforcement de la NSDD relève de l'effort actuellement déployé pour améliorer l'architecture du système financier international. Les récentes crises financières ont révélé qu'il importe de diffuser dans de meilleurs délais des informations plus étoffées sur les réserves internationales pour favoriser la prise de décisions éclairées dans les secteurs public et privé et améliorer ainsi le fonctionnement des marchés financiers mondiaux. Des propositions ont été formulées à cet égard en réponse aux directives du Comité intérimaire. Elles visent à établir de nouvelles normes pour la diffusion au public de renseignements sur le volume et la composition des avoirs de réserve, des autres avoirs en devises détenus par la banque centrale et l'État, des engagements extérieurs à court terme et activités connexes qui peuvent conduire à des ponctions sur les réserves (tels que les positions sur dérivés financiers et la garantie des emprunts privés par l'État).

Les données à communiquer sur les réserves sont précisées dans un modèle qui a été établi sur la base de l'expérience des pays membres, des résultats de deux discussions du Conseil d'administration et des points de vue recueillis auprès d'utilisateurs des données des secteurs public et privé et de statisticiens. Dès le début, l'intérêt porté à l'accroissement de la transparence dans ce domaine a été général. Cependant, nombre de pays ont évoqué le coût des ressources nécessaires à l'établissement et à la diffusion dans de meilleurs délais de données plus détaillées et plus fréquentes et craignent que cela ne nuise à l'efficacité des opérations d'intervention sur les marchés des changes. Les décisions finales reflètent un équilibre de ces objectifs et préoccupations. Le modèle a été mis au point avec la coopération d'un groupe de travail du Comité sur le système financier mondial des banques centrales des pays du G-10. Il servira au Comité dans ses activités de diffusion des données. Le modèle est affiché sur le site du FMI (www.imf.org) et de la BRI (www.bis.org).

La NSDD est une norme qui prescrit de bonnes pratiques pour la diffusion de données économiques et financières et à laquelle les pays membres du FMI souscrivent à titre volontaire. Elle est destinée surtout à l'usage des pays qui ont ou cherchent à avoir accès aux marchés financiers internationaux, et témoigne de leur volonté de fournir en temps opportun des données exhaustives. Au mois de mars 1999, 47 pays avaient souscrit à la NSDD.

Discussion du Conseil d'administration

Les administrateurs ont pris note avec satisfaction des propositions que les services du FMI ont formulées pour renforcer les spécifications de la NSDD afférentes aux données sur les réserves internationales. En particulier, ils se sont déclarés heureux de constater que les propositions révisées tentent de concilier l'amélioration visée de la diffusion des données sur les réserves avec les considérations de coût et le souci de préserver le caractère confidentiel des données sur les opérations d'intervention.

Au sujet du modèle, certains administrateurs ont déploré qu'il ne contient pas autant d'informations que le projet initial de décembre 1998. D'autres ont jugé encore excessif le degré de précision requis, en particulier pour ce qui est des engagements liés aux réserves et autres prélèvements potentiels sur les réserves. Dans l'ensemble, toutefois, la plupart des administrateurs sont convaincus que le modèle sert bien les efforts déployés pour communiquer au public dans de meilleurs délais des données exhaustives et plus fréquentes sur les réserves et postes apparentés.

La plupart des administrateurs sont d'avis que les récentes crises internationales ont démontré qu'il importe de diffuser des données sur les réserves et postes apparentés dans de brefs délais et à intervalles relativement rapprochés. À cet égard, plusieurs administrateurs ont fait observer que la publication hebdomadaire, avec un décalage de quelques jours seulement, était maintenant une pratique répandue parmi les pays émergents opérant sur les marchés internationaux de capitaux; ces administrateurs ont encouragé les autres pays membres à en faire de même. Cependant, comme des données beaucoup plus détaillées sont demandées dans le modèle, un grand nombre d'administrateurs ont souligné la nécessité pour les pays d'adapter en conséquence leur système de communication interne des données. Plusieurs administrateurs jugent utile de tenir d'autres consultations, en particulier avec les pays en développement. Les administrateurs attendent avec intérêt l'achèvement des travaux sur les directives opérationnelles à l'intention des statisticiens après les réunions de printemps. Il importe, à leur avis, que les spécifications de la NSDD sur la fréquence et les délais de diffusion des données relevant du modèle soient bien équilibrées et reflètent le consensus dégagé parmi les membres.

À cet égard, la plupart des administrateurs ont convenu que la NSDD devrait prescrire la diffusion mensuelle de l'ensemble des données relevant du nouveau modèle, avec un décalage maximum d'un mois, mais les données sur le total des avoirs de réserve continueraient à être diffusées tous les mois, avec un décalage maximum d'une semaine. Par ailleurs, la publication hebdomadaire, avec un décalage d'une semaine, de toutes les

Pour les pays qui souhaitent rendre publique l'évaluation de leur situation par le FMI, celui-ci diffuse, sur leur demande, une note d'information au public (NIP) après la conclusion des consultations au titre de l'article IV. Cette initiative a pour but de renforcer la surveillance par le FMI des politiques économiques des pays membres en accroissant la transparence de l'évaluation qu'il fait de ces politiques. Les NIP sont en outre diffusées à l'issue des débats du Conseil d'administration sur la décision de celui-ci. La première NIP a été diffusée le 27 mai 1997 (*Bulletin*, 16 juin 1997, page 181). La NIP 99/25, diffusée le 26 mars et reproduite ici, est la première de la seconde catégorie. Cette NIP ainsi que le modèle établi pour les données sur les réserves sont affichés sur le site du FMI (www.imf.org).

données du modèle serait encouragée. Cette proposition a été adoptée.

Tenant compte des avantages que présente la diffusion de données dans de meilleurs délais et à intervalles plus rapprochés, ainsi que des préoccupations de certains membres quant aux coûts de l'opération, les administrateurs ont convenu de la nécessité de revenir sur les spécifications y afférentes lors du troisième examen de la NSDD, fixé à la fin de 1999. Certains d'entre eux sont d'avis qu'il faut attendre pour cela qu'une expérience suffisante de la NSDD renforcée soit acquise et que des progrès plus importants soient réalisés dans la résolution du problème de l'asymétrie entre les secteurs public et privé au niveau de la diffusion des données.

Selon les administrateurs, il y aurait lieu de fixer au 31 mars 2000 la fin de la période de transition allouée pour l'application des nouvelles normes.

Communiqués de presse

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

République du Yémen : FASR et MEDC

Le FMI a approuvé des prêts et crédits d'un montant total de 47 millions de DTS (64 millions de dollars) à l'appui du second programme annuel de la République du Yémen au titre de la FASR et du mécanisme élargi de crédit (MEDC). Sur ce total, 36 millions de DTS (49 millions de dollars) sont disponibles dans le cadre de la FASR et 11 millions de DTS (15 millions de dollars) au titre du MEDC.

Les derniers décaissements sont ceux qui ont été effectués au titre de l'ensemble de prêts et crédits de trois ans, d'un total équivalant à 370,7 millions de DTS (506 millions de dollars), que le FMI a approuvé le 29 octobre 1997 en faveur du Yémen (*Bulletin du FMI*, 24 novembre 1997, page 363). Sur ce total, 264,8 millions de DTS (362 millions de dollars) étaient engagés dans le cadre de la FASR et 105,9 millions de DTS (145 millions de dollars) au titre du MEDC. Deux versements, d'un montant total de 88 millions de DTS (120 millions de dollars), ont été effectués au

Les administrateurs se sont dans l'ensemble déclarés contents qu'il ait été possible d'aboutir à des conclusions sur cette question. Un certain nombre d'entre eux ont fait observer que les spécifications de la NSDD concernant les données sur les réserves étaient un minimum que nombre de pays membres avaient déjà dépassé. Ils ont exprimé leur espoir que la présente décision n'entraîne pas, dans le cas de ces pays, la baisse de la fréquence, l'allongement des délais de diffusion, ou la dégradation de la qualité des données.

Les administrateurs sont nombreux à penser qu'il importe que l'amélioration de la diffusion des données sur les opérations financières du secteur public s'accompagne d'une plus grande disponibilité des informations relatives aux activités des institutions privées sur les marchés financiers internationaux. ■

titre de la FASR et deux prêts, d'un montant de 18 millions de DTS (25 millions de dollars), ont été décaissés dans le cadre du MEDC.

Stratégie à moyen terme et programme pour 1999

La baisse des prix du pétrole a renforcé la détermination du Yémen à persévérer dans l'application de la stratégie à moyen terme lancée en 1995, qui met l'accent sur la discipline financière et les réformes de marché visant à favoriser l'expansion du secteur privé non pétrolier tout en préservant les dépenses affectées à la santé, à l'éducation et à la protection sociale. Conformément à cette stratégie à moyen terme, l'ajustement portera essentiellement sur la politique budgétaire en 1999. Étant donné la croissance de l'épargne privée attendue des réformes en cours du secteur financier, le déficit extérieur courant devrait diminuer d'environ 2,5 % du PIB. La politique monétaire visera à assurer un taux d'inflation d'environ 9 %, compte tenu des effets de la hausse des prix du blé et de la farine.

Réformes structurelles

Le Yémen est déjà passé à la phase suivante de son vaste programme de réformes structurelles avec les importantes actions qu'il a menées au début de 1999; il lui reste de nombreuses mesures à prendre dans le courant de l'année en vue de progresser dans la mise en place du cadre réglementaire et juridique dont il a besoin pour attirer les investisseurs intérieurs et étrangers et pour stimuler la croissance. Parmi les actions structurelles menées en 1999 ou prévues pour l'année figurent l'intensification de la réforme de la fonction publique, qui est essentielle à l'application du reste du programme, la réforme du secteur financier, notamment le renforcement sensible du contrôle des banques, la réforme douanière, la privatisation des entreprises publiques, l'abolition des interdictions d'importer, la réforme du régime de retraite, la création de la zone de libre-échange d'Aden et la réforme du système judiciaire.

Besoins sociaux

Le gouvernement continuera à développer les programmes sociaux et à mieux les cibler. En vue d'atténuer les effets de la réduction des subventions sur les segments les plus pauvres de la population, les apports directs d'assis-

République du Yémen : indicateurs économiques

	1995	1996	1997	1998	1999
	(Variations en pourcentage)				
PIB réel	8,6	5,6	5,2	2,7	5,3
Prix à la consommation (variations sur 12 mois, fin de période)	62,5	27,3	6,3	11,1	9,2
	(En pourcentage du PIB)				
Solde budgétaire global (base encaissements-décaissements)	-3,2	-1,6	-0,9	-6,0	-4,0
Solde extérieur courant	4,0	2,0	0,4	-5,2	-2,7
	(Mois d'importations)				
Réserves internationales officielles brutes	3,2	4,6	5,3	4,2	4,8

Sources : autorités yéménites et estimations des services du FMI

tance par l'intermédiaire du Fonds de protection sociale seront accrus. Les dépenses sociales inscrites au budget (santé, éducation et protection sociale) devraient passer d'un niveau inférieur à 7 % du PIB en 1997 à près de 12 % dans le moyen terme.

Le Yémen est membre du FMI depuis le 22 mai 1990; sa quote-part est de 243,5 millions de DTS (333 millions de dollars). L'encours total des crédits reçus du FMI s'élève actuellement à 238 millions de DTS (326 millions de dollars).

Communiqué de presse du FMI n° 99/9, 23 mars

Zambie : FASR

Le FMI a approuvé en faveur de la Zambie un accord FASR de trois ans, d'un montant de 254,5 millions de DTS (349 millions de dollars), à l'appui du programme économique et financier du gouvernement pour 1999–2001. Le premier prêt annuel, d'un montant de 40 millions de DTS (55 millions de dollars), est à décaisser en quatre versements égaux, dont le premier est fixé au 31 mars 1999.

Programme pour 1999

Les objectifs retenus dans le cadre du programme économique et financier pour 1999 sont d'assurer une croissance du PIB réel de 4 %, de ramener l'inflation à 15 % et de porter les réserves brutes à l'équivalent d'un mois et demi d'importations. Pour ce qui est des réformes structurelles, le programme prévoit principalement pour 1999 des opérations de privatisation, la réforme de la fonction publique et le renforcement du système bancaire.

Dans le droit fil des objectifs à moyen terme, le programme budgétaire pour 1999 vise à ramener le déficit budgétaire global à 3 % du PIB. Le total des dépenses budgétaires (non compris les réserves pour imprévus) sera porté à 29 % du PIB.

Réformes structurelles

Le gouvernement intensifiera les réformes dans plusieurs domaines : privatisation, fonction publique et contrôle monétaire et bancaire.

Les effets négatifs sur l'économie zambienne des retards dans la privatisation de Zambia Consolidated Copper

Mines a amplement démontré la nécessité d'achever rapidement ce processus. Des progrès sont en outre prévus dans le désengagement de l'État des grandes entreprises publiques du secteur non minier.

Par ailleurs, le gouvernement est déterminé à opérer une vaste réforme de la fonction publique dans le cadre du programme pour 1999, et entend poursuivre la réorganisation des ministères.

Questions sociales

La pauvreté reste l'un des problèmes les plus pressants de la Zambie. La Banque mondiale soutient les efforts que le

Zambie : indicateurs économiques

	1996	1997	1998 ¹	1999 ²	2000 ²	2001 ²
	(En pourcentage)					
PIB réel	6,6	3,3	-2,1	4,0	4,5	5,5
Prix à la consommation (fin de période)	35,2	18,6	30,6	15,0	8,0	4,0
	(En pourcentage du PIB)					
Solde global (base encaissements-décaissements)	-2,6	-1,9	-4,3	-3,2	-1,3	-1,2
Solde extérieur courant ³	-3,7	-6,2	-8,0	-8,8	-10,7	-8,3
	(Mois d'importations de biens et de services)					
Réserves officielles brutes	1,7	1,7	0,4	1,4	2,4	2,8

¹Estimations.

²Programme.

³PIB en dollars E.U. calculé sur la base des variations du PIB réel et du déflateur du PIB des États-Unis

(année de base = 1998).

Sources : autorités zambiennes et estimations et projections des services du FMI

gouvernement déploie pour réformer le Système public de protection sociale en vue de le décentraliser davantage. Par ailleurs, le gouvernement cherche à réduire la pauvreté en réorientant les dépenses publiques vers les secteurs sociaux, en particulier la santé et l'éducation.

La Zambie est membre du FMI depuis le 23 septembre 1965. Sa quote-part est de 489,1 millions de DTS (670 millions de dollars). L'encours total des crédits reçus du FMI s'élève actuellement à 843 millions de DTS (1,2 milliard de dollars).

Communiqué de presse du FMI n° 99/10, 26 mars

Sur le site Internet

Notes d'information

99/15, 1^{er} avril. Le Fond monétaire arabe signe le protocole d'accord sur l'établissement d'un programme conjoint de formation régionale.

Notes d'information au public (NIP)

Les NIP présentent l'évaluation faite par le Conseil d'administration des perspectives et politiques économiques des pays membres. Elles sont diffusées, avec le consentement des pays en question, à la suite des consultations au titre de l'article IV et fournissent en même temps des renseignements généraux sur leur économie. NIP récemment diffusées :

- 99/24 : Israël, 24 mars
- 99/25 : Norme spéciale de diffusion des données, 26 mars
- 99/26 : Singapour, 26 mars
- 99/27 : République kirghize, 29 mars
- 99/28 : Tanzanie, 31 mars

Lettres d'intention et mémorandums de politique économique et financière

Établis par les pays membres, ces documents décrivent les politiques qu'ils ont l'intention d'appliquer dans le cadre du programme pour lequel ils demandent une aide financière au FMI. Documents récemment diffusés :

Indonésie : Lettre d'intention, 18 mars

Corée : Lettre d'intention, 18 mars

Documents-cadres de politique économique

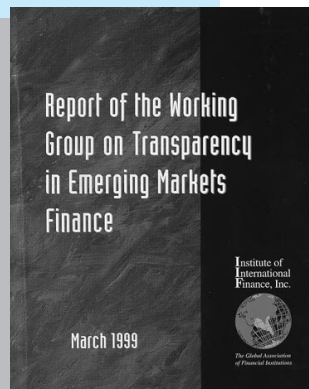
Préparés par les pays membres en collaboration avec les services du FMI et de la Banque mondiale, ces documents, qui sont mis à jour tous les ans, décrivent les objectifs économiques ainsi que les politiques macroéconomiques et structurelles retenus par les autorités dans le cadre des programmes d'ajustement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

Yémen, 26 mars

Le texte intégral de ces documents est affiché sur le site du FMI (www.imf.org).

<http://www.imf.org>

Transparence et gestion des risques, clés de l'amélioration du système financier mondial



Les investisseurs dans les pays à marché émergent doivent disposer dans de meilleurs délais de données économiques plus significatives pour pouvoir évaluer les risques. Telle est la recommandation que l'Institut de finance internationale (IFI) a formulée pour améliorer le système financier mondial dans le *Report of the Working Group on Transparency in Emerging Markets Finance*, l'un des deux rapports publiés le 21 mars sous la direction du Comité consultatif sur cette question. La publication et la diffusion de données macroéconomiques encouragent les autorités nationales à la conduite de politiques saines, car elles permettent aux opérateurs étrangers et intérieurs d'examiner de près l'action des pouvoirs publics et de suivre l'évolution économique. Le rapport présente en

outre les normes renforcées de diffusion des données retenues par l'IFI.

Le groupe de travail recommande d'améliorer le dialogue entre les créanciers et investisseurs internationaux privés et les autorités des pays emprunteurs pour accroître la transparence et formule à cet effet un certain nombre de recommandations précises.

Normes statistiques

Le manque de transparence des données macroéconomiques a été largement reconnu après coup comme l'une des causes de la crise mexicaine de 1995, mais d'importants progrès ont été réalisés depuis lors. Cependant, les crises financières plus récentes ont suscité des préoccupations quant à la qualité, la couverture et les délais de diffusion des données.

Le groupe de travail recommande la communication par les gouvernements des pays émergents de meilleures données sur les mouvements de capitaux, les dépôts bancaires, les avoirs sous forme de titres, de produits dérivés et de réserves. Il propose que des données sur les réserves soient publiées toutes les semaines, dans un délai maximum de sept jours, et qu'une plus grande quantité d'informations soit fournie sur la composition et l'affectation des réserves, sur les autres avoirs en devises détenus par les banques centrales, ainsi que sur les prélèvements potentiels sur les réserves (transactions à terme par exemple). Les fournisseurs de données devraient préciser la méthodologie et les sources utilisées et assurer que leurs données sont correctes et significatives.

Transparence

Les autorités nationales, les institutions financières internationales et les opérateurs privés sur les marchés émergents ont tous la responsabilité de diffuser à temps et en totalité des données sur leurs activités. S'agissant du FMI, le groupe de travail salue les progrès de l'institution dans l'accroissement de la quantité d'informations qu'elle pu-

blie. Lorsque le succès d'un programme appuyé par le FMI dépend de la réaction du secteur privé, il recommande que le FMI ou le pays en question publie les éléments clés du programme, notamment les critères de réalisation et les hypothèses macroéconomiques. Il préconise en outre que le FMI autorise le pays à publier le rapport de ses services sur les consultations au titre de l'article IV.

Santé du secteur financier

La fragilité du secteur financier est au centre d'un certain nombre de crises récentes et, pour cette raison, il importe que les autorités financières des pays émergents diffusent suffisamment d'informations pour permettre aux marchés de prendre le pouls du secteur financier et pouvoir ainsi évaluer les risques et avantages liés aux prêts.

Évaluation des risques

Le second rapport, *Report of the Task Force on Risk Assessment*, indique combien il est important pour les institutions financières privées d'améliorer leur gestion des risques. Il fait le point des enseignements tirés de l'expérience des institutions dans ce domaine pendant les crises financières de ces 18 derniers mois, laquelle met en évidence les déficiences des systèmes utilisés et des dispositifs financiers. Compte tenu des problèmes qui se sont posés au sein des institutions, le groupe de travail recommande plusieurs moyens par lesquels les responsables des pays émergents pourraient améliorer la gestion des risques :

- Émettre des instruments représentatifs de la dette intérieure à long terme et éliminer les obstacles au développement des marchés financiers nationaux.
- Mettre en place un cadre juridique solide pour sécuriser davantage les investisseurs et pour faire appliquer les accords de compensation.
- Accroître la transparence sur les marchés financiers en insistant sur la nécessité de consolider les états financiers des entreprises affiliées.

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
29 mars	3,39	3,39	3,63
5 avril	3,34	3,34	3,57

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des cinq pays dont les monnaies composent le panier de calcul du DTS : au 1^{er} janvier 1999, les pondérations étaient comme suit : dollar E.U., 41,3 %; euro (Allemagne), 19 %; euro (France), 10,3 %; yen, 17 %; et livre sterling, 12,4 %. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS (107 % actuellement) et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI à : <http://www.imf.org/external/np/tre/sdr.htm>.

Source : FMI, Département de la trésorerie

Les opérations bancaires offshore peuvent poser des problèmes de réglementation et de contrôle

Les récentes crises ont montré l'importance d'un contrôle et d'une réglementation efficaces pour le maintien en bonne santé du secteur financier. Cependant, les centres financiers offshore peuvent ajouter aux problèmes posés à cet égard au pays d'origine aussi bien qu'au pays hôte. Luca Errico, du Département de la monnaie et des changes, et Alberto Musalem, du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques, nous parlent des banques offshore et du rôle qu'elles ont joué dans ces crises. Sur la base des conclusions de leur récente étude, ils soutiennent que l'application des cadres prudentiel et de surveillance existants pourrait beaucoup contribuer à limiter les risques.

BULLETIN DU FMI : *Que sont les centres financiers offshore et pourquoi ont-ils été créés?*

M. MUSALEM : Ce sont des juridictions, et pas nécessairement des pays, dans lesquelles les institutions financières ne sont pas soumises à un vaste ensemble de réglementations normalement applicables aux autres institutions financières. Par exemple, les réserves obligatoires ne s'appliquent souvent pas aux dépôts dans les banques offshore, qui bénéficient en outre de régimes fiscaux favorables. Dans bien des cas, le niveau de leurs liquidités et de leurs fonds propres n'est pas sous surveillance. En général, ces banques traitent avec d'autres institutions financières non résidentes et effectuent de grosses transactions dans une grande monnaie autre que celle du pays de résidence.

Le développement des banques offshore dans les années 60 et 70 tient en grande partie à l'imposition de réglementations génératrices de distorsion, telles que les réserves obligatoires, les plafonds de taux d'intérêt et le contrôle des flux de capitaux dans les pays industrialisés. Un certain nombre de facteurs — notamment des régimes fiscaux et cadres réglementaires favorables (qui ont pour effet d'accroître la rentabilité), l'accès aux marchés internationaux des capitaux et la possibilité d'exercer des activités illégales, comme le blanchiment de l'argent — demeurent l'attrait des centres financiers offshore.

BULLETIN DU FMI : *Quelle proportion du total des opérations financières internationales les activités des banques offshore représentent-elles?*

M. MUSALEM : Il y a actuellement 69 centres financiers offshore dans le monde entier. Les actifs extérieurs de ces centres ont augmenté à un taux moyen annuel estimé à 6 % entre 1992 et 1997 et atteignaient 4,6 billions de dollars à la fin de juin 1998 (51 % du total). Cependant, il se peut que ces chiffres représentent une sous-estimation de l'ampleur effective des activités bancaires offshore, car toutes les données y afférentes n'ont pas encore été communiquées à la BRI.

Les banques offshore effectuent principalement trois types de transactions : prêts et dépôts en euromonnaies

(dont eurodollars et euroyen), souscription à des euro-obligations, et opérations de gré à gré sur dérivés à des fins de gestion des risques et de spéculation. Comme les transactions en euromonnaies représentent le gros de leurs opérations, celles-ci sont essentiellement interbancaires par nature.

BULLETIN DU FMI : *Les banques offshore jouent-elles le même rôle dans les pays industrialisés et les pays émergents?*

M. MUSALEM : Les pays industrialisés ont aboli le dispositif réglementaire générateur de distorsions à l'origine de la croissance des banques offshore. Ils laissent maintenant la concurrence jouer dans le cadre du contrôle prudentiel et de la convertibilité de la monnaie aux fins des mouvements de capitaux. Ce changement rend la distinction entre les banques offshore et les autres banques de moins en moins nette. En fait, la part des actifs extérieurs acheminés par les centres offshore desservant les pays industrialisés a baissé dans les années 90.

Mais les activités offshore restent une option attrayante pour les banques qui opèrent sur le marché financier, parfois très réglementé, des pays émergents. À l'exclusion du Royaume-Uni et de l'Union belge-luxembourgeoise (parce qu'ils desservent les pays industrialisés), la part des actifs extérieurs se rapportant aux marchés émergents s'est accrue dans les années 90 (voir graphique, page 112). Sur la même période, les engagements extérieurs nets des centres offshore asiatiques ont doublé en pourcentage des actifs extérieurs.

BULLETIN DU FMI : *À quel point les centres offshore compliquent-ils la tâche des autorités de contrôle du pays d'origine et du pays hôte?*

M. ERRICO : Les opérations offshore sont, par nature, moins transparentes que les activités transfrontières normales. Les relations complexes entre les sociétés mères et leurs succursales ou filiales offshore peuvent être exploitées à des fins douteuses, étant donné les possibilités d'arbitrage entre régimes réglementaires qu'offrent les centres offshore. Par ailleurs, les lacunes ou incohérences des cadres réglementaires et comptables existants, conjuguées aux techniques actuellement disponibles pour le transfert de fonds, rendent la surveillance financière plus compliquée et plus difficile à assurer.

Par exemple, les opérations bancaires transfrontières normales font intervenir les autorités de contrôle du pays d'origine et du pays hôte, tandis que les opérations



M. Musalem : Les opérations offshore demeurent une option attrayante pour les banques opérant sur des marchés financiers très réglementés.



M. Errico : Le FMI pourrait jouer un rôle crucial dans la diffusion de normes et codes de conduite internationaux en vue d'un contrôle plus rigoureux des banques offshore.



Ian S. McDonald
Rédacteur en chef
Sara Kane · Sheila Meehan
Elisa Diehl
Rédactrices
Philip Torsani
Maquettiste
Victor Barcelona
Graphiste
Édition française
Division française
Bureau des services linguistiques
Jeanne Bouffier
Traduction
V. Andrianifahanana
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est publié également en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 23 numéros qui paraissent chaque année s'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, de même que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (sixième édition). Les articles du *Bulletin* peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, International Monetary Fund, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à imfsurvey@imf.org. Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars E.U. pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box XS900, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Adresse électronique : publications@imf.org.

Le prochain numéro du Bulletin paraîtra le 3 mai.

offshore exercées par l'intermédiaire de succursales fantômes, c'est-à-dire créées à des fins de comptabilisation des transactions organisées et gérées dans le cadre d'autres juridictions, peuvent faire intervenir trois instances de contrôle, ce qui complique la coordination de leurs actions. De même, les activités offshore exercées par des banques qui ont le (ou les) même(s) propriétaire(s) mais qui sont établies dans des juridictions différentes et ne sont pas les filiales les unes des autres sont difficiles à repérer en l'absence de dispositifs adéquats de diffusion des informations.

BULLETIN DU FMI : *Certaines opérations bancaires offshore comportent-elles des risques plus grands que d'autres?*

M. MUSALEM : Il est difficile de différencier les activités en termes de risque, surtout si l'on compare les transactions figurant au bilan et hors bilan, mais il y a lieu de penser que les banques offshore exploitent le rapport risque-rendement qui joue si souvent dans le domaine financier. Un cadre réglementaire favorable accroît la marge de manoeuvre dans la gestion du bilan. De ce fait, les banques offshore sont plus rentables et, dans bien des cas, plus endettées (à plus hauts risques) que les autres. Il y a aussi le problème de la contagion, parce que les sociétés mères sont en pratique responsables de leurs établissements offshore. Un grand établissement offshore à fort levier financier et non réglementé peut facilement faire couler sa société mère. De plus, la nature essentiellement interbancaire des opérations offshore fait craindre la contagion entre banques.

BULLETIN DU FMI : *Les banques offshore ont-elles joué un rôle dans les crises récentes?*

M. ERRICO : Il y a tout lieu de penser qu'elles n'y ont pas été étrangères, surtout dans le cas de l'Amérique latine et de l'Asie. En Amérique latine, les sociétés mères ont transféré en partie leurs opérations à leurs établissements offshore, et/ou ont logé auprès de ceux-ci leurs actifs ou prêts à haut risque, pour échapper à la réglementation prudentielle de leur pays d'origine. En Asie, les sociétés mères se sont servies de leurs établissements offshore pour acheminer des actifs en devises à court terme par transferts entre succursales. Ces transferts ont permis d'éviter l'application des réserves obligatoires, accru l'endettement et ajouté au risque d'asymétrie des bilans.

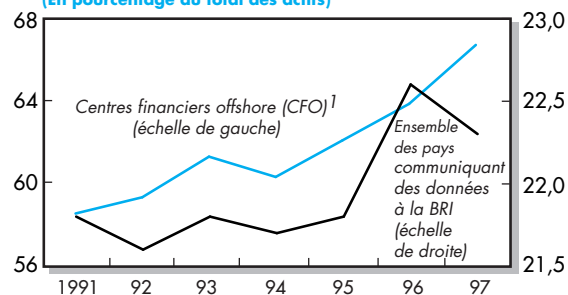
De même, les opérations à l'étranger des banques et institutions financières russes pourraient être citées parmi les causes de la crise russe d'août.

BULLETIN DU FMI : *Faut-il renforcer la réglementation?*

M. ERRICO : Les instances de contrôle internationales ont fait des efforts pour réglementer et contrôler les banques opérant sur les marchés internationaux, en particulier dans les centres offshore. Les dispositifs prudentiel et de contrôle actuels, mis en place notamment par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Groupe offshore des autorités de contrôle bancaire, permettent dans l'ensemble une gestion adéquate des risques s'ils sont effectivement et universellement appliqués.

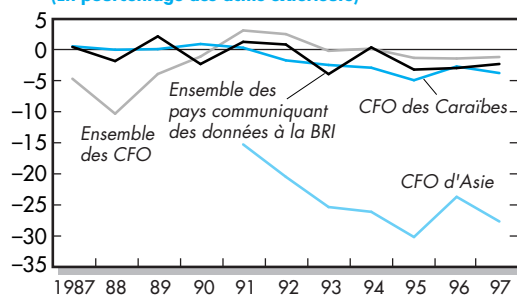
Actifs extérieurs des banques : économies de marché émergentes

(En pourcentage du total des actifs)



Actifs extérieurs nets des banques²

(En pourcentage des actifs extérieurs)



¹À l'exclusion du Royaume-Uni et de l'Union belge-luxembourgeoise.

²Les chiffres négatifs correspondent à des engagements nets.

Sources : Banque des règlements internationaux (BRI), données trimestrielles; et FMI

Un ajustement minutieux, l'amélioration et l'harmonisation des mesures réglementaires existantes à des fins de contrôle prudentiel et de gouvernement d'entreprise, serait préférable au renforcement de la réglementation. Mais il subsiste dans la réglementation un certain nombre de lacunes qui, conjuguées au manque d'uniformité des normes comptables, peuvent empêcher l'exercice d'un contrôle plus rigoureux des activités offshore. Il faut trouver une solution à ces problèmes.

BULLETIN DU FMI : *Le FMI a-t-il un rôle à jouer ici?*

M. ERRICO : Je le crois. Le FMI peut jouer un rôle important dans le cadre de l'action menée pour renforcer l'architecture du système financier. Par exemple, le Forum pour la stabilité financière créé en février pourrait être un moyen utile de favoriser le suivi et la réglementation des opérations offshore. Le FMI pourrait y contribuer par ses activités de surveillance et d'assistance technique.

En particulier, il pourrait jouer un rôle crucial dans la diffusion de normes et codes de conduite internationaux en vue d'un contrôle plus rigoureux des opérations offshore, comme dans la promotion des principes de Bâle. Il pourrait en outre collaborer plus étroitement avec les autres organisations chargées d'étudier des aspects précis des opérations offshore, comme le Groupe offshore des autorités de contrôle bancaire, l'Instance conjointe sur les conglomérats financiers et la BRI. ■

Le document de travail n° 99/5, *Offshore Banking: an Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues*, par Luca Errico et Alberto Musalem, est en vente au prix de 7 dollars au Service des publications du FMI. Pour le commander, voir page 105.