

Forum économique du FMI . . .

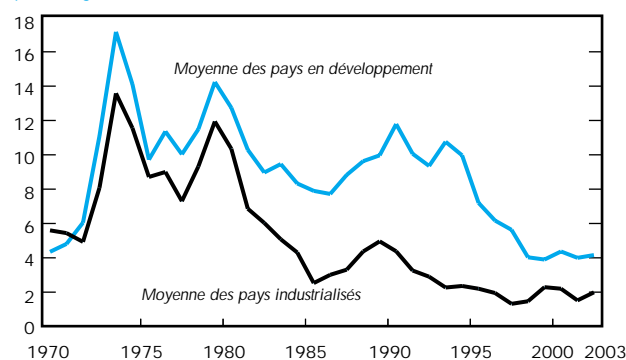
Qui a vraiment peur de la déflation?

Dans un climat qui reste marqué par les fortes baisses enregistrées ces dernières années sur les marchés boursiers mondiaux, l'aggravation des écarts de production et la perte de confiance des entreprises et des consommateurs, le risque de déflation suscite une inquiétude croissante depuis quelques mois tant dans les pays industrialisés que dans les pays émergents. Alors que le Japon est déjà en proie à la déflation et que la Chine et plusieurs autres pays d'Asie connaissent des tensions déflationnistes, on peut craindre que celles-ci ne s'accroissent, voire se propagent. Lors du forum économique du FMI du 29 mai, un groupe d'experts composé de Laurence Ball (professeur d'économie, université Johns Hopkins), Manmohan S. Kumar (Conseiller, Département des études du FMI), Vincent Reinhart (Directeur des affaires monétaires, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis) et Kim Schoenholtz (Chef économiste, Citigroup Global Markets) a procédé à un débat, sous la direction de Kenneth Rogoff (Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI), sur les risques de

déflation et les meilleurs moyens d'y faire face. Partant d'un rapport récent des services du FMI intitulé «*Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*», ils se sont montrés préoccupés à des degrés divers par les risques actuels, mais tous s'accordent sur une chose : le meilleur moyen de vaincre la déflation, c'est de ne pas la laisser s'installer. (voir page suivante)

Inflation faible : protection moindre contre la déflation

(pourcentage)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Entretien avec Daniel Citrin sur l'Indonésie . . .

Un climat d'investissement propice est fondamental

Après une crise financière des plus profondes, l'Indonésie a stabilisé sa situation macroécono-

mique — l'inflation est en baisse, le taux de change s'est beaucoup affermi et les taux d'intérêt ont fortement reculé. En outre, les finances publiques sont sur une trajectoire viable, le système bancaire a été stabilisé et les réformes structurelles ont progressé, mais pas au rythme ou au degré escomptés. Maintenant que les bases de la reprise et de la croissance ont été établies, que doit faire le pays pour enregistrer une croissance plus rapide? Daniel Citrin (Conseiller principal au Département Asie et Pacifique et chef de l'équipe du FMI qui travaille avec les autorités indonésiennes) indique que la création d'un climat plus propice à l'investissement est la prochaine étape décisive.

BULLETIN : La population indonésienne est nombreuse et jeune. La situation économique se prête-t-elle actuellement à la création d'emplois et à la réduction de la pauvreté? (voir page 173)



Regards tournés vers l'avenir. Davantage d'investissement et des taux de croissance plus élevés sont indispensables.

169
Peur de la déflation?

169
L'avenir de l'Indonésie

175
Quand fermer les banques en difficulté?

177
Douche froide ou bains turcs?

179
CEI : commerce et secteur financier

182
Rétablir la confiance dans l'économie mondiale

183
Délits d'initiés et volatilité des marchés boursiers

Lire aussi . . .

178
Principaux taux du FMI

181
Publications récentes

183
Sur le site du FMI

Les risques d'une déflation mondiale sont faibles



M. Rogoff : Les risques de déflation s'intensifient au Japon et une déflation modérée menace très sérieusement l'Allemagne.



M. Kumar : Si une déflation temporaire n'entraîne pas de coûts majeurs, une déflation prolongée est rarement bénigne.



M. Schoenholtz : L'idée que la déflation peut être exportée dans le cours normal du commerce est une survivance du temps où les taux étaient vraiment fixes.

(suite de la première page) Manmohan Kumar, principal auteur de l'étude (voir encadré p. 172), a fait observer qu'il pouvait être à la fois coûteux et difficile d'anticiper la déflation. Elle peut survenir à la suite de chocs soit du côté de la demande (contraction de la demande consécutive à un grave ralentissement conjoncturel, éclatement d'une bulle boursière ou politiques trop restrictives), soit du côté de l'offre (sous l'effet, par exemple, de l'innovation technologique et des gains de productivité). Si une déflation temporaire n'entraîne généralement pas de coûts majeurs, une déflation prolongée est rarement bénigne. Elle entraîne une redistribution du revenu des débiteurs au profit des créanciers, plombe la demande et risque de gravement fausser l'intermédiation du crédit, car les garanties perdent de leur valeur. Ce qui est le plus à craindre, c'est qu'une baisse temporaire des prix ne perdure et se transforme en une spirale déflationniste durable qui s'autoalimente. Qui plus est, puisque les taux d'intérêt nominaux ne peuvent pas être négatifs, l'efficacité de la politique monétaire peut être limitée, surtout lorsque la production recule.

L'histoire nous enseigne quels dommages la déflation peut causer. Le cas le plus extrême a été celui de la déflation mondiale et de l'effondrement catastrophique de l'activité à la fin des années 20 et au début des années 30. Mais même les épisodes déflationnistes moins graves mais durables du XIX^e siècle se sont généralement accompagnés d'une augmentation de l'endettement et des faillites, de troubles sociaux et politiques, de crises financières et d'une forte instabilité de la production. L'histoire montre aussi à quel point il est difficile d'anticiper la déflation. Ainsi, au Japon, on prévoyait une période d'inflation du milieu à la fin des années 90 alors même que la déflation s'installait.

Les facteurs de vulnérabilité

La situation actuelle justifie-t-elle que l'on s'inquiète des risques de déflation? M. Rogoff estime que les risques de déflation sont relativement faibles au niveau mondial, mais qu'ils s'intensifient au Japon et qu'une déflation modérée menace très sérieusement l'Allemagne. Selon M. Kumar, dans plusieurs pays, le risque de déflation est relativement élevé et s'est même accru ces dernières années. Dans les pays d'Asie — en particulier au Japon, mais aussi dans la RAS de Hong Kong et la province chinoise de Taiwan —, la déflation risque de s'aggraver. Les anticipations déflationnistes semblent être tenaces dans ces pays et, dans la RAS de Hong Kong, la marge de manœuvre des pouvoirs publics est limitée en partie par des considérations budgétaires. En Chine, compte tenu du rythme soutenu de

la croissance et des mesures d'incitation déjà engagées, les pressions déflationnistes devraient continuer à s'atténuer au cours de l'année à mesure que certains phénomènes transitoires s'estompent; cependant, des facteurs à long terme, tels que le développement des capacités et l'excédent de main-d'œuvre, pourraient continuer à peser sur les prix.

Dans la zone euro, le risque de déflation semble faible dans tous les grands pays hormis l'Allemagne, qui souffre d'un climat macroéconomique atone, d'écart de production croissants, d'un niveau de chômage élevé et de tensions dans le secteur financier. En dehors de la zone euro, le risque paraît modéré en Suisse, qui dispose d'une plus grande marge de manœuvre que l'Allemagne. Aux États-Unis, bien que l'éclatement de la bulle boursière continue de produire des effets, le risque de déflation semble faible, grâce à la réduction escomptée de l'écart de production, au répit accordé par la dépréciation récente du dollar, à la solidité du secteur financier, à l'existence d'instruments d'intervention et à la volonté affichée par les dirigeants de prendre les devants.

Le risque existe-t-il que les facteurs de déflation, en particulier au Japon et Allemagne, se transmettent à d'autres régions et entraînent une déflation mondiale? D'après M. Schoenholtz, ce risque est faible à condition que les dirigeants soient conscients des risques de repli de l'activité qui peuvent venir de l'étranger. L'idée que la déflation peut être exportée dans le cours normal des échanges internationaux n'est qu'une survivance du temps où les taux de change étaient vraiment fixes. Certes, une spirale déflationniste dans un grand pays pourrait provoquer un choc considérable ailleurs. De même, l'instabilité déflationniste dans une région pourrait se transmettre par les marchés de capitaux internationaux, par exemple, si un affaiblissement du système financier provoquait un rapatriement massif de capitaux. Mais même en pareil cas, l'application rapide et ferme de mesures compensatoires devrait empêcher la propagation durable de la déflation. Quoi qu'il en soit, ce n'est pas parce qu'un faible taux d'inflation s'accompagne d'un certain risque de déflation temporaire que la recherche d'un taux d'inflation faible devient un objectif moins désirable.

M. Ball estime que, en matière de déflation, la question la plus préoccupante est celle de la trappe de liquidités — résultat d'un large écart de production, qui exigerait une relance monétaire, conjugué à des taux d'intérêt proches de zéro, qui empêchent le recours au stimulant monétaire classique. Cependant, aucun des autres participants ne partage cette opinion. Ils font valoir qu'il existe d'autres voies importantes, notamment la rigidité des salaires nominaux et les distorsions de

l'intermédiation du crédit, par lesquelles la déflation produit des effets dommageables. D'après M. Ball, les difficultés économiques que le Japon connaît depuis une dizaine d'années «montrent que les mécanismes autocorrecteurs d'une économie ne sont pas très forts et que, si les instruments d'intervention classiques ne sont plus disponibles, il existe un risque considérable qu'un choc entraîne non pas un ralentissement temporaire mais une stagnation durable».

La prévention est le meilleur remède

Comment faire face à la déflation? Les participants ont examiné plusieurs possibilités, mais ils ont insisté, en particulier, sur la nécessité d'empêcher l'apparition de la déflation. En effet, une fois bien établie, celle-ci est beaucoup plus difficile à combattre, car les relations traditionnelles entre politiques publiques et variables économiques peuvent être modifiées, ce qui rend d'autant moins efficaces ces politiques.

Selon M. Kumar, pour prévenir la déflation dans un environnement de faible inflation, il faut agir par anticipation, la politique monétaire pouvant jouer un rôle fondamental à cet égard. La politique budgétaire, axée sur une stimulation crédible de la demande globale, peut aussi offrir une certaine protection contre la déflation, de même que les réformes structurelles et un système de commerce ouvert, encore que cette protection soit bien plus importante dans un régime de change souple qu'avec des taux de change fixes. Il faut aussi une stratégie de communication qui exprime clairement la capacité et la détermination des dirigeants de contenir la déflation, en particulier si les institutions financières subissent des tensions, par exemple après l'éclatement d'une bulle boursière.

À cet égard, le type de politique monétaire joue un rôle important. Ainsi, un régime d'objectifs d'inflation explicites devrait viser une zone-tampon appropriée de manière à réduire le risque que l'inflation descende si près de zéro que l'économie serait exposée à la déflation. Partageant cet avis, M. Ball estime que les banques centrales devraient fixer leurs objectifs d'inflation, explicites ou implicites, à un niveau raisonnablement élevé, ce qui voudrait dire que l'objectif inférieur à 2 % fixé par la Banque centrale européenne est trop bas. M. Rogoff pense lui aussi que la BCE ferait mieux d'avoir un objectif d'environ 2,5 %. Pour M. Ball, l'objectif idéal pourrait même être un peu plus élevé. Un objectif de 3 ou 4 % réduit grandement le risque de descendre jusqu'à zéro et de tomber dans une trappe de liquidités.

Une certaine marge de manœuvre

D'après M. Kumar, même s'il y a une trappe de liquidités, les banques centrales peuvent avoir recours à des mesures monétaires non conventionnelles : abaissement des taux d'intérêt à long terme par l'achat d'obli-

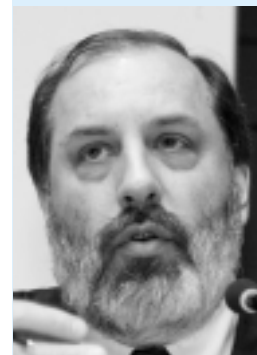
gations et élargissement de la gamme des actifs par l'achat de titres ou d'instruments libellés en devises. Ces mesures peuvent poser des problèmes opérationnels en raison de leurs effets incertains, mais les risques seront vraisemblablement faibles par rapport à ce que coûtent des anticipations déflationnistes tenaces et grandissantes. M. Ball est moins optimiste. D'après lui, le cas du Japon nous a appris que le simple recours aux opérations d'open-market avec une certaine détermination et l'expansion de la base monétaire de 30 à 40 % par an ne suffisent pas pour sortir l'économie d'une trappe de liquidités. Mais M. Reinhart estime que la politique monétaire peut garder son efficacité en cas de trappe de liquidités. M. Rogoff, qui partage cet avis, l'explique en faisant une analogie avec le golf : «quand votre balle est dans le sable, si vous la frappez fort, avec le savoir-faire voulu et dans la bonne direction, vous pouvez revenir sur le gazon».

M. Ball s'est déclaré quelque peu préoccupé par la situation aux États-Unis. Avec le taux-objectif des fonds fédéraux à 1,25 %, il n'y a guère de marge d'erreur ou de latitude pour réagir à un choc imprévu. Selon lui, la Réserve fédérale n'a pas les moyens aujourd'hui de mener une politique monétaire fortement expansionniste, mais M. Reinhart n'est pas d'accord. Certes, le taux actuel des fonds fédéraux place la Réserve fédérale dans une situation qu'elle n'a pas connue depuis un demi-siècle, mais une banque centrale peut modifier la taille et la composition de son bilan pour influencer le taux d'intérêt à court terme et son évolution future. Il a cité trois formes de stimulant monétaire.

Influencer les anticipations. Les banques centrales peuvent relancer l'activité économique sans modifier le taux d'intérêt à court terme en encourageant les investisseurs à revoir en baisse leurs anticipations concernant les taux courts. Elles peuvent le faire en prenant en quelque sorte un engagement à l'égard du public, par exemple celui de maintenir les taux courts à un niveau faible pendant un certain temps. Dans un environnement où les investisseurs anticipent à tort un resserrement de la politique monétaire, cette stimulation se répercuterait en principe sur la courbe des rendements et les autres prix des actifs.

Si la banque centrale ne veut pas se sentir tenue par des promesses, elle pourrait lier celles-ci à l'évolution de l'économie plutôt qu'à une date précise. Ce serait là un engagement conditionnel de sa part de maintenir les taux courts à un niveau faible jusqu'à ce qu'un certain événement ait lieu. Cependant, elle court ainsi le risque de perdre la confiance du public si elle fixe un seuil de déclenchement trop ambitieux qui ne pourrait être atteint rapidement.

Modifier la composition du bilan de la banque centrale. Même si les précautions à prendre pour manipuler le bilan d'une banque centrale sont nombreuses, les politiques visant à en changer la composition pour-



M. Ball : Le taux d'intérêt américain étant de 1,25 %, il n'y a guère de marge d'erreur ou de latitude pour réagir à un choc imprévu.



M. Reinhart : La réserve fédérale dispose d'instruments qui lui permettront de continuer à fournir un stimulant monétaire en cas de besoin.

raient donner plus de force à l'engagement de maintenir les taux courts à un niveau faible. En achetant des titres à long terme, la banque centrale pourrait montrer qu'il n'y a guère de risque qu'elle durcisse sa politique monétaire (car la valeur de ces titres à long terme diminuerait si le taux directeur se révèle plus élevé que prévu). Outre qu'elle influence les anticipations, la modification de la composition du portefeuille pourrait diminuer les primes sur les titres du Trésor à plus long terme. Bref, lorsqu'un acheteur de grande envergure modifie sa demande, cela se reflète sur les prix relatifs.

Élargir le bilan de la banque centrale. Selon M. Reinhart, une autre manière de stimuler l'activité



En ce qui concerne la déflation, la prévention est la meilleure stratégie, s'accordent à dire (de gauche à droite) Manmohan Kumar, Kenneth Rogoff, Laurence Ball, Vincent Reinhart et Kim Schoenholtz.

consisterait à élargir le bilan de la banque centrale. La plupart du temps, les banques centrales relâchent leur politique monétaire en augmentant les réserves des banques commerciales et modulent le plus souvent l'ampleur de ce relâchement en jouant sur le prix de ces réserves (taux d'intérêt à court terme). Une banque centrale pourrait s'intéresser davantage à la quantité ou à la croissance des réserves, plutôt qu'à leur prix. Ce raisonnement repose sur l'observation que des réserves en augmentation rapide finissent par entraîner une hausse du niveau général des prix. Cependant, les observations à long terme ne sont pas d'une grande utilité pour mesurer les effets à court terme de cette politique sur l'activité économique, et cela risque de semer la confusion chez les acteurs du marché.

En définitive, selon M. Reinhart, la Réserve fédérale dispose d'instruments qui lui permettront de continuer à fournir un stimulant monétaire en cas de besoin. Mais les prévisions conventionnelles, telles que celles du dernier rapport du FMI sur les perspectives de l'économie mondiale, portent à croire que cela ne sera pas nécessaire. M. Schoenholtz a opposé la souplesse de la politique et la détermination des autorités américaines aux hésitations du Japon et aux contraintes de l'Allemagne. Les autorités monétaires et budgétaires des États-Unis ont mis en place un énorme programme de

relance qui devrait stimuler l'activité économique. Ces actions préventives contribuent à crédibiliser le discours de la Réserve fédérale sur la politique symétrique, qui vise à assurer la stabilité des prix et à maximiser durablement la croissance de l'économie.

L'expérience de la déflation?

Le monde n'a qu'une expérience limitée de la déflation depuis la fin de la dernière guerre, mais, selon M. Schoenholtz, une politique ferme propre à influencer les anticipations de prix peut permettre d'éviter les périodes de déflation, ou les abrégées. Il estime que le risque d'aggravation de la déflation au Japon est très préoccupant et que l'Allemagne pourrait éviter une déflation même temporaire, mais qu'elle n'aurait guère de latitude en cas de nouveau choc important qui entraînerait une contraction de l'activité. La politique budgétaire de l'Allemagne est encadrée par le Pacte de stabilité et de croissance de l'Union européenne, qui limite les dépenses, et la politique monétaire relève de la BCE. «Dans une certaine mesure, une réforme structurelle est en fait la première ligne de défense», estime M. Rogoff. Certes, répond M. Schoenholtz, mais, si des réformes de l'appareil productif axées sur la croissance peuvent relancer les dépenses d'investissement, il ne semble guère y avoir de volonté politique en Allemagne d'entreprendre des réformes impopulaires.

Tant au Japon qu'en Allemagne, la question centrale est l'absence implicite de crédibilité de la lutte contre la déflation, a expliqué M. Schoenholtz. Au Japon, l'explosion du déficit public est largement perçue comme une contrainte pesant sur la politique budgétaire; de ce fait, les regards se tournent vers la Banque du Japon. Pourtant, l'expérience de la décennie écoulée a persuadé de nombreux observateurs que la banque centrale ne suit pas une politique symétrique en matière de stabilité des prix. Tant que ces perceptions existeront, les chances de mettre un terme à la déflation resteront minces. La banque centrale doit en effet jouer essentiellement sur les prix des actifs. Or, la baisse continue de ces prix au cours de l'année écoulée montre, hélas, que la politique monétaire demeure peu efficace. ■

Le document établi par les services du FMI, «Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options—Findings of an Interdepartmental Task Force», sous la direction de Kenneth Rogoff, reprend les conclusions d'un groupe de travail interdépartemental composé de Manmohan S. Kumar (chef), Taimur Baig, Jörg Decressin, Chris Faulkner-MacDonagh et Tarhan Feyzioglu. Le texte intégral de ce rapport et la transcription des débats du forum économique sur la déflation sont disponibles sur le site Internet du FMI (www.imf.org). Le rapport devrait être publié en juillet sous la forme d'une étude spéciale du FMI.

L'Indonésie parie sur l'avenir

(suite de la première page) **M. CITRIN** : Depuis la crise, la croissance n'a pas encore été assez rapide pour qu'un recul sensible du chômage et de la pauvreté commence à s'observer, mais elle a atteint un niveau raisonnable de 3 à 4 % ces dernières années, en dépit de graves chocs extérieurs, dont les retombées des événements du 11 septembre, l'attentat d'octobre dernier à Bali, l'épidémie régionale du SRAS et la guerre en Iraq. L'économie a bien résisté.

L'Indonésie étant parvenue à stabiliser la situation macroéconomique et des progrès ayant été réalisés dans l'assainissement du secteur bancaire, les conditions sont maintenant réunies pour assurer le taux de croissance de 6 % nécessaire au recul du chômage et à une réduction sensible de la pauvreté. Mais, à cette fin, le pays devra redoubler d'efforts en vue de créer un climat plus propice à l'investissement, ce qui exigera notamment des réformes juridiques, des mesures anti-corruption et une réglementation équilibrée du marché du travail — qui protège les travailleurs tout en étant suffisamment souple.

La décentralisation budgétaire et économique est un autre domaine qui retiendra l'attention à cet égard. Elle représente un aspect essentiel du processus de démocratisation — initiative que le FMI a soutenue —, mais elle a aussi posé plusieurs problèmes de réglementation, notamment dans le domaine de la fiscalité et des échanges. Pour être efficace, la décentralisation doit être coordonnée; sinon, il sera difficile de créer le climat de stabilité dont les entreprises ont besoin pour faire des projets et fonctionner. Il sera particulièrement important d'améliorer l'administration des impôts et des douanes. C'est ce genre de facteurs qui influent sur le climat d'investissement — tant étranger que national — et c'est dans ce domaine que l'Indonésie doit maintenant orienter ses efforts.

BULLETIN : La volonté est-elle présente?

M. CITRIN : Elle l'est chez bien des membres du gouvernement, mais la grande difficulté est de savoir comment exécuter ces réformes dans une nouvelle démocratie. Le gouvernement est certes conscient des problèmes et veut le changement. Mais, dans nombre de domaines, par exemple le système juridique, il est nécessaire de remanier le mode de conduite des affaires et de mettre en place des pratiques efficaces fondées sur une bonne gouvernance et l'obligation de rendre compte. Le pays est en passe d'établir les institutions, lois et réglementations nécessaires, mais il faudra du temps pour que ces réformes soient exécutées et que leurs effets se fassent vraiment sentir.

BULLETIN : Faut-il aussi compter avec la taille et la puissance de l'économie chinoise?

M. CITRIN : La puissance économique de la Chine pose à l'évidence de nouveaux problèmes, mais il ne faut pas nécessairement y voir un élément négatif pour l'Indonésie ou la région. Tout d'abord, la croissance de la Chine crée de vastes débouchés pour l'Indonésie. Il semble aussi que beaucoup d'investissements directs en Indonésie soient d'origine chinoise. Une économie chinoise croissante et émergente qui est intégrée au reste du monde, en particulier au Sud-Est asiatique, est une bonne chose pour l'Indonésie, pas une chose à redouter. Mais cela signifie, bien sûr, que l'économie indonésienne doit être souple pour relever ce défi.

BULLETIN : Durant la crise asiatique, le secteur bancaire indonésien a manifestement posé un gros problème. L'effort de restructuration a-t-il été efficace? Quel est le rôle des banques étrangères dans ce processus?

M. CITRIN : La restructuration avait tout d'abord pour impératif de stabiliser et de recapitaliser le système bancaire, ce qui est fait. La seconde phase a consisté à reprivatiser les banques, car c'est le meilleur moyen d'assurer que l'intermédiation financière s'opère aux conditions du marché et dans un climat de bonne gouvernance.

Cette seconde phase a été très lente à démarrer, mais de gros progrès ont été réalisés ces 18 derniers mois. Depuis le début de 2002, l'État a cédé ses parts majoritaires dans trois banques qu'il avait prises en charge durant la crise. Il reste plusieurs banques à reprivatiser, ce que l'Indonesian Bank Restructuring Agency (IBRA) entend faire avant le début de 2004. L'État a en outre commencé à céder des participations dans des banques qui étaient sous son contrôle avant la crise.

Ce processus a conduit à la privatisation des banques et leur a permis de bénéficier de l'expertise privée. Les ventes des trois banques par l'IBRA ont toutes entraîné la participation d'investisseurs étrangers, ce qui leur a fourni des capitaux mais les a dotées aussi des compétences techniques et spécialisées dont elles ont tant besoin. Les banques sont maintenant mieux à même de soutenir la reprise en ravivant leurs activités de prêt.



M. Citrin : L'Indonésie étant parvenue à stabiliser la situation macroéconomique et des progrès ayant été réalisés dans l'assainissement du secteur bancaire, les conditions sont maintenant réunies pour assurer le taux de croissance de 6 % nécessaire au recul du chômage et à une réduction sensible de la pauvreté.

À cet égard, il est nécessaire d'améliorer la gestion des risques. Vous voulez éviter que les banques commencent à prêter sans systèmes adéquats de contrôle et de gestion interne des risques. En même temps, il faut qu'il y ait un groupe d'emprunteurs solvables auquel les banques puissent prêter. Certains de ces éléments mettront du temps à s'établir, mais nous observons déjà une reprise des prêts à la consommation et aux petites et moyennes entreprises. De notre point de vue, la restructuration en est actuellement au stade où les banques devraient être de plus en plus capables de reprendre leurs fonctions normales.

BULLETIN : *Durant et après la crise, le FMI s'est vu reprocher d'avoir été trop ferme dans ses exigences pour son soutien au programme d'ajustement de l'Indonésie. Est-ce vrai?*

M. CITRIN : Je ne le pense pas. Le FMI essaie toujours de mettre en balance la nécessité d'une internalisation adéquate du programme et sa fonction de prêteur conditionnel dont le but est d'encourager les pays à prendre les bonnes décisions et à les appliquer, ce qui n'est pas toujours politiquement facile.

L'Indonésie a traversé une crise plus profonde que les autres pays de la région, et cette crise a été compliquée par des facteurs politiques. Le programme a été exécuté par à-coups pendant deux à trois ans. On peut toujours penser rétrospectivement que certaines politiques spécifiques auraient pu être conçues un peu différemment, mais, même si une meilleure politique avait été possible en théorie, elle n'aurait peut-être pas pu être appliquée dans un environnement politique chaotique et avec le peu d'informations dont les services du FMI disposaient sur tant d'aspects critiques.

Mais une fois la stabilité politique restaurée et l'application des politiques devenue plus égale, nous avons vu le programme commencer à porter ses fruits. Ces deux dernières années, son exécution s'est fort améliorée et nous avons constaté le résultat des efforts acharnés du gouvernement et la validité de la stratégie de base retenue. C'est ainsi que le pays est maintenant parvenu à un stade où, à l'expiration du programme actuellement soutenu par le FMI (fin 2003), il lui sera possible de se passer de son soutien et de ne plus recourir au financement exceptionnel du Club de Paris. Ce sont des objectifs qu'il peut raisonnablement se fixer et qui seraient une indication du succès du programme.

BULLETIN : *Que l'Indonésie mette en place ou non un autre programme d'ajustement avec l'aide du FMI, elle entrera dans un cycle électoral l'an prochain, et ces cycles sont notoirement dangereux. Les politiciens sont tentés de prendre des décisions économiques à court terme et mal fondées, et les mar-*

chés sont généralement nerveux. Que peut faire l'Indonésie pour éviter les dérapages et calmer les marchés?

M. CITRIN : Pendant cette période, les autorités doivent se montrer prudentes et déployer un gros effort, tout d'abord en faisant clairement savoir au public, notamment aux marchés, qu'elles continueront à appliquer une politique macroéconomique stable et des réformes structurelles solides, qu'un programme appuyé par le FMI soit en place ou non. L'Indonésie doit indiquer clairement qu'elle prend cet engagement de sa propre initiative, et non parce qu'elle y est forcée par le FMI. Ensuite, elle doit convaincre le public et les marchés qu'elle peut suivre la ligne d'action annoncée, et c'est bien sûr en passant à l'action.

BULLETIN : *À supposer que le pays fasse ce qu'on attend de lui, comment le FMI pourrait-il lui venir en aide, surtout si aucun programme n'est en place?*

M. CITRIN : Il peut le faire de nombreuses façons. En même temps, il importe que l'Indonésie signale au monde entier son intention de poursuivre une coopération constructive avec le FMI et la communauté internationale. La décision de ne plus recourir au FMI, si telle est la ligne d'action adoptée par le pays, est le signe que la reprise est entrée dans sa phase de maturité. Nous nous attendrions alors à la poursuite du dialogue constructif normal entre l'Indonésie et la communauté internationale.

Quant au FMI, il continuera à procéder à des échanges de vues avec le pays et à évaluer les politiques de celui-ci dans le cadre des consultations annuelles au titre de l'article IV et dans l'exercice de ses fonctions de surveillance au moyen de visites informelles de membres de ses services basés au siège ainsi que par le biais du bureau de son représentant résident. Nous pourrions continuer à fournir au pays une assistance technique sur sa demande. Il bénéficie actuellement de cette assistance dans plusieurs domaines : administration des impôts et des douanes, gestion des dépenses publiques, contrôle du système bancaire et réforme juridique. Dans ce dernier volet, nous aidons l'Indonésie à mettre en place un tribunal de commerce.

Par ailleurs, pour en revenir à la question du programme, l'Indonésie devrait, en sa qualité de membre du FMI, se prévaloir de nos ressources si la situation le justifie, et le gouvernement devrait garder ses options ouvertes. Bien sûr, l'Indonésie sait très bien que les autres pays asiatiques touchés par la crise se sont déjà affranchis de l'aide du FMI. Dans ce sens, nous pouvons donc comprendre qu'elle veuille se débrouiller toute seule. Et c'est une attitude que le FMI appuie — c'est là, après tout, le signe de l'efficacité du programme.

Quel que soit l'état de nos relations formelles, le FMI fera tout son possible pour aider l'Indonésie.

Daniel Citrin

Mais, c'est indéniable, les marchés sont parfois nerveux. La Thaïlande et la Corée ont transformé leurs accords de financement en accords de précaution en 1999–2000. D'autres pays ont demandé des accords de précaution dans pareilles circonstances; cette action a été dictée par le souci du déficit de financement et par ce que le Ministre des finances a appelé le «déficit de crédibilité». L'Indonésie doit

décider elle-même de la meilleure façon de combler ce déficit. L'important, c'est que la ligne d'action de l'Indonésie soit ce qu'elle doit être avec ou sans un programme appuyé par le FMI. En définitive, l'essentiel réside dans leurs politiques et leurs résultats. Quel que soit l'état de nos relations formelles, le FMI fera tout son possible pour aider l'Indonésie. ■

Document de travail du FMI . . .

Faut-il fermer les banques en difficulté?

Une façon simple de traiter les banques à problèmes consiste à les fermer. Cependant, pour éviter les perturbations, les autorités prennent souvent des mesures extraordinaires, en injectant par exemple des fonds publics dans les banques qui ne sont plus viables. Dans un document de travail récent du FMI intitulé, «Qu'advient-il après l'intervention des autorités de surveillance bancaire? Regard sur les fermetures de banques», Michael Andrews et Mats Josefsson avancent l'idée que, bien planifiée et bien exécutée, la fermeture d'une banque (avec éventuellement la vente de tout ou partie de l'établissement) peut permettre le maintien de ses fonctions essentielles et limiter ainsi les perturbations.

Qu'ils se trouvent face à des banques en difficulté en temps normal ou à des problèmes bancaires systémiques en période de crise, tous les pays, quel que soit leur stade de développement, choisissent de fermer les banques. S'appuyant sur une étude des mesures utilisées dans 24 pays — dont 20 pays en développement ou en transition —, MM. Andrews et Josefsson relèvent que 80 % des pays qui ont accompli des progrès sensibles dans la résolution des crises financières ont eu recours à des fermetures de banques. Dans les années 90, douze pays en transition des États baltes, d'Europe de l'Est et de la Communauté des États indépendants ont fermé des centaines de banques, en évitant les effets de contagion, les coûts élevés ou les problèmes sociaux.

Dès lors, pourquoi les autorités de surveillance bancaire hésitent-elles si souvent à fermer les banques en difficulté? Leurs raisons sont nombreuses : crainte de perturbations pour les déposants, les emprunteurs, les créanciers et le système de paiement, risque que la fermeture ne déclenche des retraits massifs de dépôts dans les autres banques, et hésitation à imposer des pertes aux déposants, surtout en l'absence d'assurance des dépôts et de garantie publique. Mais toutes ces craintes, d'après les auteurs, peuvent être atténuées si les fermetures sont bien planifiées et exécutées en temps opportun. Des mesures extraordinaires peuvent être utilisées en cas de crise systémique pour éviter la fermeture et protéger ainsi en partie un secteur ban-

caire largement insolvable, mais cela comporte de grands risques. En effet, l'utilisation de fonds publics peut fausser le marché et créer des incitations perverses, ce qui, à terme, affaiblit le secteur bancaire au lieu de le renforcer.

Que faire d'une banque en difficulté?

La fermeture d'une banque n'est pas faite pour punir les actionnaires ou la banque; c'est une décision qui n'est ni isolée ni soudaine. Même si de graves problèmes peuvent surgir à l'improviste, la décision de fermer une banque en difficulté n'intervient généralement qu'après que les autorités ont essayé de la tirer d'affaire.

Intervention par étape des autorités de surveillance

Les principales étapes sont les suivantes :

- Désignation d'un administrateur et d'une équipe de soutien chargés de prendre le contrôle au plus vite de toutes les fonctions clés de la banque.
- Suspension immédiate de l'autorité des dirigeants en place, en particulier du pouvoir de passer contrat, de signer et de transférer des fonds.
- Déclarations destinées à la presse, aux clients importants et au public.
- Sécurisation et verrouillage des systèmes de télex et SWIFT, des salles de transaction et des terminaux.
- Sécurisation des avoirs liquides et des coffres au siège et dans les succursales, et gel de tous les soldes avec les banques correspondantes.
- Sécurisation des systèmes informatiques et copies de secours hors site, avec dispositions pour la récupération des fichiers en cas de sinistre.
- Sécurisation de tous les documents, en particulier, les procès-verbaux des réunions de la direction, des fichiers de prêts et des accords de garantie.

Une fois qu'ils contrôlent entièrement la banque, l'administrateur et son équipe doivent s'attaquer aux tâches qui demandent plus de temps, à savoir l'évaluation de la situation financière de l'établissement, les besoins en personnel, l'audit et l'établissement de rapports.

Face à une banque en difficulté, il faut s'attaquer aux causes sous-jacentes : facteurs microéconomiques (souvent de mauvaises pratiques bancaires), chocs macroéconomiques (comme la crise pétrolière des années 70) ou encore causes systémiques ou structurelles (par exemple les distorsions du marché dues au fait que les crédits sont orientés ou que la banque appartient à l'État). C'est seulement dans le cas rare où un choc macroéconomique frappe une banque par ailleurs saine qu'une période de grâce sera suffisante pour lui permettre de reconstituer son capital. Dans tous les autres cas, il faudra agir pour s'attaquer aux problèmes fondamentaux.

Malgré les efforts des autorités de surveillance, il y aura toujours des banques incapables de continuer à fonctionner sans compromettre la sécurité des dépôts. En pareil cas, les autorités doivent intervenir, c'est-à-dire prendre le contrôle de la banque en assumant les pouvoirs de la direction et des actionnaires. Dès cette intervention, les opérations et la situation financière de la banque doivent être immédiatement évaluées pour faire le point de la situation (voir encadré page 175). Cela doit être fait rapidement, en règle générale dans les heures qui suivent l'intervention.

Cette première évaluation peut mener à la conclusion qu'une restructuration est faisable, mais il convient d'être circonspect. Si une restructuration peut rendre la banque plus attractive pour les investisseurs, il pourrait être plus rentable d'en vendre une partie ou la totalité. Et s'il s'agit d'une grande banque? Les auteurs expliquent que la façon de procéder est la même qu'avec une petite banque, même si la résolution du problème sera plus compliquée et plus difficile.

Lorsque la crise est systémique

En cas de crise systémique, l'évaluation à effectuer n'est pas la même que pour une seule banque. Mais, dans les deux cas, les banques non viables doivent être fermées.

Si la crise est systémique, plusieurs mesures immédiates s'imposent pour stabiliser le système : apport de liquidités, garantie globale pour éviter les retraits massifs de dépôts et fermeture rapide des établissements financiers non viables. Comme il est difficile d'identifier rapidement tous ces derniers lors d'une crise, précisent les auteurs, il peut être nécessaire de procéder à une deuxième série de fermetures une fois que le système bancaire a été stabilisé.

En cas de crise systémique ou lorsque l'intervention a porté sur plusieurs banques, les autorités

doivent formuler une stratégie globale pour expliquer clairement au public ce qu'il convient de faire. En effet, les mesures qui paraissent improvisées inquiètent le public et peuvent amplifier les problèmes. Aucune décision d'utiliser des fonds publics ou d'appliquer une politique de bienveillance (permettant, par exemple, aux banques sous-capitalisées de continuer à fonctionner) ne doit être prise tant qu'une stratégie de cette nature n'a pas été mise au point. Il s'agit de bien établir la marche à suivre pour traiter des problèmes bancaires, y compris des règles claires pour déterminer quelles banques auront droit à une assistance extraordinaire (moyennant une garantie appropriée pour les fonds investis) et quelles banques doivent être fermées.

La crise bancaire en Indonésie

L'Indonésie est un bon exemple de ce qu'il ne faut pas faire lorsque l'on ferme des banques, et de comment bien s'y prendre la seconde fois. Le 1^{er} novembre 1997, l'Indonésie a fermé 16 petites banques insolubles, mais, peu après, les autres banques ont subi des retraits massifs de dépôts, qui s'expliquaient surtout par l'octroi de garanties partielles aux déposants des banques fermées et par la perception qu'il existait d'autres banques en difficulté dans le système. À l'époque, il n'y avait aucune stratégie de restructuration.

Le 13 mars 1999, les autorités ont procédé à une deuxième série de fermetures dans le cadre d'un plan en trois volets qui comprenait une garantie globale des dépôts, la création de l'Agence indonésienne de restructuration des banques et la mise en place d'un cadre de restructuration des entreprises. Cette deuxième série de fermetures, qui portait sur 38 banques, a été gérée de manière que la plupart des dépôts soient transférés pendant un week-end, afin de limiter les perturbations pour les déposants. Les interventions et les fermetures ont fait l'objet d'une large publicité par voie électronique et dans la presse, afin que les clients sachent parfaitement comment accéder à leurs fonds transférés dans d'autres banques.

En conclusion, lorsqu'une banque rencontre des difficultés, le mieux est d'agir avant que l'intervention des autorités ne soit inéluctable. Cependant, cela n'est pas toujours possible et, lorsque l'intervention devient nécessaire, les autorités devraient être prêtes à envisager la fermeture de la banque, en temps normal aussi bien qu'en cas de crise systémique. ■

Photographies : Dimas (AFP), pages 169 et 174; Denio Zara, Michael Spilotro et Pedro Márquez (FMI), pages 170-73, 177-78 et 182-83; David O. Robinson, pages 179-80; Julian Du, page 183.

Le document de travail n° 03/17, «What Happens After Supervisory Intervention? Considering Bank Closure Options», de Michael Andrews et Mats Josefsson, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI (voir page 181). Le texte intégral est aussi disponible sur le site www.imf.org.

Face à une inflation élevée et persistante . . .

Douche froide ou bains turcs?

Depuis quelques décennies, nombre de pays en développement souffrent d'une inflation élevée, voire d'hyperinflation. Les décideurs ont une tâche ardue : faire baisser l'inflation, sans bouleverser l'économie. À quel rythme la désinflation doit-elle procéder? Un récent document de travail du FMI s'intéresse au cas de la Turquie, en proie depuis plusieurs décennies à une inflation forte et persistante. Les auteurs, Oya Celasun, R. Gaston Gelos et Alessandro Prati (tous du Département des études), ont cherché à déterminer si l'inflation en Turquie est inertielle et si une désinflation rapide donnerait de bons résultats. Ils répondent aux questions du Bulletin du FMI.

BULLETIN : Comment la Turquie, qui connaît une inflation chronique depuis les années 70, a-t-elle pu éviter de succomber à l'hyperinflation?

M^{ME} CELASUN : Il n'y a sans doute pas d'explication unique, mais le résultat d'un ensemble de facteurs. Notre étude ne porte pas spécifiquement sur ce point, mais ouvre quelques pistes. Nous avons notamment constaté que les mécanismes d'indexation rétrospective n'ont joué qu'un rôle mineur dans la formation des prix en Turquie dans les années 90. Lorsque l'on fait grand usage de l'indexation, comme ce fut le cas dans plusieurs autres pays à forte inflation, l'effet du choc inflationniste tend à se prolonger au-delà de la durée du choc. Cette rigidité du taux d'inflation signifie que, pour qu'elle fasse office d'impôt, il faut laisser filer l'inflation. Parce que les entreprises fixaient les prix surtout de manière prospective, cette rigidité semble être absente dans le cas de l'inflation en Turquie, ce qui lui a évité l'hyperinflation.

BULLETIN : On a qualifié l'inflation en Turquie d'inertielle. Qu'est-ce que cela implique pour la désinflation?

M. PRATI : Le degré d'inertie de l'inflation donne une bonne idée du rythme auquel la désinflation doit s'opérer. Si l'inertie et l'indexation rétrospective pèsent beaucoup sur la formation des prix, il vaut mieux une désinflation graduelle. Dans le cas inverse, on peut aller plus vite. Les deux démarches n'ont pas la même incidence sur la production, et les décideurs sont soucieux de réussir la désinflation sans que la production souffre trop. C'est pourquoi il est crucial de bien jauger le degré d'inertie dans la formation des prix.

M. GELOS : La crédibilité de la politique gouvernementale est un autre facteur important. L'inertie de l'inflation peut aussi être due à un manque de crédibilité. Si les prix sont fixés de manière prospective et la politique de désinflation est tout à fait crédible, il est possible de

faire chuter très vite l'inflation sans pertes de production. Mais dans le cas inverse — si les anticipations inflationnistes restent fortes —, une désinflation rapide a des avantages et des inconvénients.

M. PRATI : Si les contrats sur les prix et les salaires sont de courte durée, et si l'on pense que les agents qui fixent les prix apprennent au fur et à mesure, une désinflation rapide reste préférable, pour faire passer le message du changement de régime et réduire rapidement les anticipations inflationnistes. Si par contre les contrats sont longs, il peut être nécessaire d'avancer plus lentement lorsque la crédibilité est faible, pour éviter de bouleverser l'économie.

M^{ME} CELASUN : Peut-être faut-il expliquer comment une correction lente de l'inflation pèse sur la production. Lorsque le taux de change sert de point d'ancrage nominal dans le processus de désinflation, lorsque l'inflation ne redescend pas au niveau visé, le taux de change réel finit par s'apprécier. La surappréciation de la monnaie cause des pertes de production parce qu'elle touche les secteurs exportateurs, et il en résulte souvent une crise des comptes extérieurs. Si par contre c'est la monnaie qui sert de point d'ancrage nominal, l'inertie de l'inflation entraîne une contraction du crédit réel, parce que les prix augmentent plus vite que les agrégats monétaires. Cette pénurie de liquidité peut aussi causer des pertes de production.

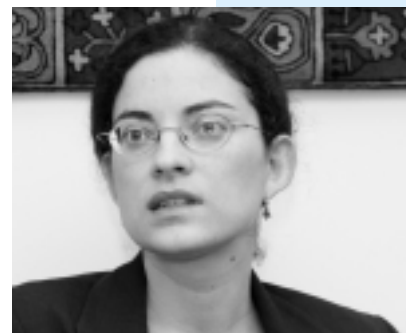
BULLETIN : Pourquoi la désinflation est-elle devenue primordiale pour la Turquie à ce stade?

M. GELOS : Qui dit forte inflation dit pertes de production. Il est devenu crucial pour la Turquie de réduire l'inflation vers la fin des années 90 parce qu'elle avait deux conséquences : une prime de risque et des taux d'intérêt réel élevés. Vers la fin de la décennie, la charge de la dette est devenu un problème de plus en plus pressant pour la Turquie, qui s'est donné pour objectif prioritaire de faire baisser l'inflation et les taux d'intérêt réels.

À l'époque, la Turquie était par ailleurs un des rares pays à revenu intermédiaire ayant une forte inflation, ce qui lui enlevait de l'attrait aux yeux des investisseurs internationaux. Il semble en outre que, lorsque l'infla-



R. Gaston Gelos



Oya Celasun

tion était au plus haut — près de 80 % en moyenne annuelle entre 1990 et 1999 —, la croissance de la production s'est ralentie.

BULLETIN : Quel rôle ont joué les anticipations inflationnistes?

M. GELOS : Il est important de comprendre non seulement si les anticipations se forment de manière rétrospective ou prospective, mais quels sont les facteurs qui les influencent. Nous avons étudié les résultats d'enquêtes par sondage pour expliquer comment les gens

forment leurs anticipations quant à l'inflation future. Il en ressort qu'outre le comportement passé des prix, les variables budgétaires influent beaucoup sur les anticipations inflationnistes en Turquie.

M^{ME} CELASUN : Essentiellement, en étudiant ce qui motive les anticipations inflationnistes, nous pouvons en déduire les éléments qui rendraient un programme de désinflation crédible. Comme

nous l'avons déjà indiqué, la réussite d'une désinflation rapide dépend de la crédibilité de la politique mise en œuvre.

BULLETIN : Comment vos conclusions peuvent-elles guider l'action des pouvoirs publics?

M. PRATI : Nous avons montré qu'il y a un élément rétrospectif, et donc un élément d'inertie dans le processus de fixation des prix en Turquie. Mais cet élément d'inertie n'est pas dominant et il a diminué au fil du temps. Cela donne à penser qu'il est possible d'opérer une désinflation relativement rapide. Mais il y a un phénomène important à considérer. Nous avons constaté que les anticipations inflationnistes sont dans une large mesure influencées par des variables budgétaires — la plus ou moins bonne tenue des finances pu-

bliques et les anticipations quant à l'évolution des variables —, de sorte qu'une politique de rééquilibrage budgétaire crédible peut contribuer à faire baisser les anticipations inflationnistes et doit faire partie intégrante du programme de désinflation, ce qui est le cas.

BULLETIN : Les stratégies de désinflation ont été abondamment étudiées. Qu'est-ce que votre étude apporte de nouveau?

M. GELOS : Il y a des aspects qui ne se rapportent pas spécifiquement à la Turquie. Une des innovations consiste à travailler sur les résultats d'enquêtes par sondage et à étudier non seulement les prix, mais aussi les anticipations inflationnistes. Deuxième point, nous avons comparé la Turquie à deux autres pays qui ont eu un taux d'inflation élevé — l'Uruguay et le Brésil. L'Uruguay est comparable à la Turquie en ce sens qu'il a eu longtemps un problème d'inflation élevée, mais non explosive, qu'il a réussi à juguler en l'espace de plusieurs années au cours de la dernière décennie. Le Brésil a aussi connu une inflation élevée et persistante, mais était différent parce qu'il a toujours été considéré comme ayant beaucoup de mécanismes d'indexation. Nous avons étudié ces deux pays avant le début de leurs efforts de stabilisation et comparé le degré de persistance de l'inflation avec celui de la Turquie. Nous avons constaté que l'inflation était moins persistante en Turquie.

M^{ME} CELASUN : Nous avons aussi mis en évidence le fait que les variables budgétaires influent sur la formation des anticipations inflationnistes lorsque le pays a un sérieux problème d'endettement. En outre, nous avons montré que le comportement des agents qui fixent les prix peut changer du tout au tout durant le cours d'un programme de désinflation.

M. PRATI : Il y a un élément du programme de stabilisation de décembre 1999 qui a peut-être contribué à la diminution de l'inertie à longue. Le programme a modifié le mode d'indexation des salaires dans le secteur public : au lieu d'être rétrospectives, les hausses salariales ont été indexées au taux d'inflation visé comme objectif. Cela suggère que, lors de la conception d'un programme de désinflation, on ne doit pas toujours considérer le degré d'inertie comme acquis, et que l'on peut prendre des mesures qui réduisent l'indexation et rendent la fixation des prix plus prospective. ■

Le document de travail du FMI n° 03/49, «Would 'Cold Turkey' Work in Turkey?» de Oya Celasun, R. Gaston Gelos et Alessandro Prati, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 181. Le texte intégral est également disponible sur le site du FMI (www.imf.org).



Alessandro Prati

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
9 juin	1,60	1,60	2,11
16 juin	1,51	1,51	1,99

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 pays dont les monnaies — euro, yen, livre sterling et dollar EU — 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?2003.

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

Source : Département financier du FMI.

Deux conférences sur la CEI et le Kirghizistan . . .

Réformer le régime de commerce et développer le secteur financier pour assurer un croissance soutenue

Les deux conférences qui se sont tenues à Bishkek le 10 mai et les 12 et 13 mai pour célébrer le dixième anniversaire de la monnaie nationale de la République kirghize ont mis en évidence les progrès économiques accomplis dans les pays de la Communauté des États indépendants (CEI). Mais les participants se sont tournés aussi vers l'avenir et ce qui devrait être fait pour soutenir les solides résultats macroéconomiques obtenus récemment par les pays de la région. Stimuler les échanges et développer le secteur financier figurent en tête de liste des priorités.

Il y a dix ans, le Kirghizistan est devenu le premier pays de la CEI à quitter la zone rouble et à émettre sa propre monnaie (le som). Comme les autres pays de la CEI, le Kirghizistan a enregistré une hyperinflation lorsque les prix ont été libérés, mais les autorités n'étaient guère en mesure de limiter l'expansion monétaire, parce que les relations financières entre les pays de la CEI n'étaient pas très claires. Il est vite apparu que le Kirghizistan avait besoin d'une monnaie nationale pour faciliter la stabilisation macroéconomique.

Mais la décision de quitter la zone rouble fut difficile d'un point de vue politique. Comme le Président Askar Akaev l'a noté, c'était peut-être la première fois depuis des millénaires que l'on envisageait de créer une monnaie nationale. Dix ans plus tard, M. Akaev a déclaré, très confiant, que «la mise en place du som fut une mesure absolument correcte et opportune». Et les données le confirment : l'inflation est tombée de 929 % en 1993 à 2,3 % en 2002; la croissance a atteint 4,7 % en moyenne sur la période 1996-2002; le taux de change a été assez stable, si ce n'est pendant la crise financière russe d'août 1998, et le som s'est apprécié par rapport au dollar américain au cours des trois dernières années.

Soutenir une croissance solide

Pour que sa croissance continue d'être plus rapide que celle de l'économie mondiale, il est essentiel que les autorités kirghizes mènent une politique économique vigoureuse et appliquent résolument les réformes nécessaires. Eduardo Aninat, Directeur général adjoint du FMI, a mis l'accent sur trois mesures fondamentales :

- Améliorer le cadre d'activité et d'investissement en s'attaquant aux faiblesses de la gestion publique et à la corruption.
- Accélérer la réforme du secteur financier en n'acceptant aucun résultat inférieur à la norme. Les banques qui ne satisfont pas aux normes prudentielles doivent tout simplement être fermées.
- Éliminer le déficit quasi budgétaire des compagnies énergétiques.

Une perspective régionale

John Odling-Smee (Directeur du Département Europe II du FMI) a noté que la plupart des pays de la CEI, en particulier les pays exportateurs de pétrole et ceux qui ont bien avancé dans l'application de réformes conduisant à une économie de marché, ont enregistré de solides résultats macroéconomiques depuis la crise financière russe de 1998.

Il s'agit aujourd'hui de pérenniser la croissance et à cet égard, la réforme du régime de commerce est essentielle. Le degré d'ouverture sur l'extérieur est faible dans la région, les échanges ne représentant que 12 % du PIB en 2002, contre 32 % dans les autres pays en transition et 49 % dans l'Union européenne (UE). Un volume d'échanges aussi faible limite les possibilités de croissance, a expliqué M. Odling-Smee. Le sens de la causalité entre la libéralisation des échanges et la croissance reste peut-être le sujet d'un débat animé, mais aucun pays ne peut prospérer durablement en menant une politique d'autarcie ou en limitant les échanges. Selon certains calculs, le volume des échanges devrait être supérieur de 50 % au volume actuel dans la CEI dans son ensemble; pour le Kirghizistan, les échanges pourraient être quatre fois plus élevés.

Qu'est-ce qui freine donc la CEI? Shamshad Akhtar (Directrice générale adjointe de la Banque asiatique de développement) fait état d'une série de contraintes, essentiellement un manque de diversification (des produits et des marchés), le déficit d'infrastructures et l'insuffisance des liaisons transfrontalières et de transit, due en partie à des déficiences dans les organisations douanières. Pour corriger ces problèmes, il faudrait renforcer la coopération régionale; la poursuite de stratégies purement nationales n'est tout simplement pas efficace.

Développer le secteur financier

Le commerce n'est pas le seul domaine où il existe une forte marge d'amélioration. En dépit de leurs solides résultats économiques ces dernières années, les sept pays de la CEI (CEI-7) (Arménie, Azerbaïdjan, Géorgie, Kirghizistan, Moldova, Ouzbékistan et Tadjikistan) affichent une monétisation (recours à la monnaie plutôt qu'au troc) bien plus faible et une remonétisation bien plus lente que les autres pays en transition. Pourquoi le niveau d'intermédiation financière reste-t-il si bas dans ces pays? C'était le sujet de la conférence des 12 et 13 mai, qui s'est tenue grâce à l'aide financière de FIRST (organisation qui regroupe des donateurs bilatéraux offrant une assistance technique dans le domaine du secteur financier). Une raison avancée





est la persistance de marges élevées entre les taux cré-
diteurs et débiteurs, qui restent tous deux élevés en
termes réels. Les taux débiteurs réels étant élevés, le
crédit au secteur privé est faible, et de nombreuses
entreprises continuent de s'appuyer sur leurs propres
ressources pour financer leur investissement (voir
tableau ci-dessous).

Gianni De Nicoló (économiste principal au Dépar-
tement des systèmes monétaires et financiers du FMI)
estime que le niveau élevé des taux d'intérêt débiteurs
dans la région peut s'expliquer par le manque de con-
fiance des déposants dans le système bancaire et par un
risque de crédit élevé, qui n'est pas lié à la situation ma-
croéconomique, mais qui est alimenté par la difficile
évaluation des crédits (en raison de la faiblesse des
normes d'audit et de comptabilité), l'insuffisance du
cadre juridique, qui offre une protection limitée des

en renforçant simultanément son système bancaire. Le
Kirghizistan a cherché à renforcer son contrôle ban-
caire avant de mettre en place une garantie des dépôts.

Pour renforcer le système bancaire, il faut aussi que
l'État se désengage de l'activité bancaire. Tunc Uyanik
(gestionnaire de secteur à la Banque mondiale) conseille
aux pouvoirs publics de limiter leur rôle dans le secteur
à la mise en place des institutions, mécanismes et incita-
tions nécessaires pour garantir des pratiques bancaires,
prudentes, ainsi qu'une réglementation et un suivi ap-
propriés du système bancaire. Chaque pays de la CEI-7
disposait au départ d'un système bancaire totalement
contrôlé par l'État, mais dans la plupart des cas l'État
s'est désengagé des activités bancaires commerciales.
Aujourd'hui, il n'y a qu'en Azerbaïdjan et en Ouzbékis-
tan que l'État reste bien présent dans l'activité bancaire,
et en Azerbaïdjan il est en train de se débarrasser de ses

participations. Vadim Kubanov (Vice-Prési-
dent de la Banque nationale d'Azerbaïdjan) a
expliqué que les participations de l'État au-
ront disparu dans une large mesure après la
vente prévue de la Banque internationale
d'Azerbaïdjan (qui détient environ 60 % des
actifs du secteur bancaire) à un groupe d'in-
vestisseurs stratégiques et locaux.

Pour ce qui est du secteur bancaire privé
dans la région, les premiers pas — jusqu'en
1995-96 — ont été décevants. Les pre-
mières banques privées étaient essentielle-
ment quelques anciennes banques pu-
bliques qui avaient changé de nom, mais
guère plus, et un grand nombre de petites
banques faiblement capitalisées et liées à
certaines entreprises ou individus. La situa-
tion s'est améliorée depuis, estime Adalbert
Winkler (économiste principal à la Banque
centrale européenne). Les banques privées
commencent à se développer en taille à me-
sure que la situation macroéconomique se stabilise et
que le contrôle bancaire se renforce.

En fait, selon M. Winkler, le développement du sec-
teur bancaire privé a reflété l'expérience des pays en
transition plus avancés, à l'exception du rôle des
banques étrangères. Dans quelques pays candidats à
l'adhésion à l'UE, des banques étrangères détiennent
jusqu'à 80 % des actifs bancaires et ont tiré le développe-
ment du secteur. Par contre, les banques étrangères
jouent un rôle modeste dans la CEI-7 et n'ont guère
exercé d'effet apparent sur la qualité des services ban-
caires ni sur la concurrence. Suerkul Abdybaly (membre
du Conseil d'administration de la Banque nationale de la
République kirghize) a noté que la plupart des banques
étrangères présentes au Kirghizistan fonctionnent
comme des systèmes de paiement et de règlement pour
leurs clients. Des représentants d'autres banques cen-
trales ont fait part d'expériences similaires dans leur pays.

Des secteurs financiers sous-développés freinent la CEI-7

(pourcentage)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ratio M2/PIB							
CEI-7	12,6	13,0	11,9	12,0	12,6	12,9	13,8
Autres pays CEI	11,0	11,6	12,9	14,4	16,2	18,1	22,1
ECO+B ¹	40,0	42,2	42,2	43,7	45,5	48,1	49,3
Marge taux créditeurs-débiteurs en monnaie nationale							
CEI-7	25,2	27,3	28,1	15,3	18,3	15,2	12,6
ECO+B ¹	8,5	6,7	6,3	6,5	6,0	5,4	5,3
Taux d'intérêt créditeurs réels							
CEI-7	0,0	11,1	16,0	5,7	2,9	6,6	6,0
ECO+B ¹	-2,4	0,1	1,7	2,3	1,5	1,3	1,2
Taux d'intérêt débiteurs réels							
CEI-7	25,2	38,4	44,1	21,0	21,2	21,8	18,6
ECO+B ¹	6,1	6,8	8,0	8,8	7,5	6,7	6,5

¹Europe centrale et orientale plus pays baltes.

Source : FMI, *International Financial Statistics*.

droits des créanciers, et une médiocre gestion du
risque dans les banques. Martin Raiser (Directeur,
Stratégie et analyse pays, Banque européenne pour la
reconstruction et le développement) a cité un autre
facteur important : l'ouverture d'un compte bancaire
rend une entreprise visible aux yeux du fisc. Puisqu'il
est aujourd'hui plus intéressant de rester dans l'écono-
mie non officielle, bon nombre d'entreprises choi-
sissent de ne pas recourir au système bancaire officiel.

Offrir une garantie des dépôts constitue un moyen
d'encourager les dépôts. Mais, comme on le sait, il
existe un risque d'abus lié à la mise en place d'une ga-
rantie des dépôts dans un système bancaire sous-dé-
veloppé qui est insuffisamment contrôlé. Les partici-
pants à la conférence étaient divisés quant à
l'opportunité et au moment approprié de la mise en
place d'un tel système. Le Kazakhstan a décidé rapide-
ment d'établir un système de garantie des dépôts tout

S'il est admis que l'efficacité de la réglementation et du contrôle bancaires constitue un élément essentiel d'un système bancaire stable, les banquiers commerciaux qui participaient à la conférence ont exprimé leur préoccupation devant ce qu'ils appellent un arbitrage manifeste entre le renforcement de la solvabilité des banques par le durcissement du contrôle bancaire et le coût supporté par les emprunteurs. Ils estiment que la réglementation est déjà stricte et alimente le développement d'institutions financières non bancaires dont la plupart ne sont soumises à aucune réglementation.

Enfin, la question de savoir comment aider de nouvelles entreprises à décoller et les PME à trouver les capitaux nécessaires à leur développement a été soulevée. Les participants se sont accordés pour dire qu'à l'heure actuelle, les microentreprises et les PME ont très difficilement accès au financement bancaire.

Selon Ira Lieberman (Conseiller principal à la Banque mondiale), les institutions de microfinance-

ment commencent à se développer dans la région, mais elles sont contrôlées actuellement par des organisations non gouvernementales qui dépendent du financement de donateurs, et non de l'épargne locale. Par ailleurs, ces institutions sont concentrées dans les zones urbaines, et non dans les zones rurales qui sont essentielles dans nombre d'économies de la CEI-7. Isaac Svartsman (Conseiller du FMI auprès de la Banque nationale de la République kirghize) a averti qu'il est important de se rappeler que le microfinance n'est pas la panacée et qu'il sera nécessaire aussi de contrôler efficacement ces institutions. ■

David O. Robinson
FMI, Département Europe II

Le texte intégral des présentations et des documents de référence est disponible, en anglais et en russe, sur le site Internet de la Banque nationale de la République kirghize (www.nbkr.kg).

Publications récentes

IMF Working Papers (Documents de travail, 15 \$)

- 03/97: "Regional Convergence and the Role of Federal Transfers in Canada," Martin D. Kaufman, Phillip L. Swagel, and Steven V. Dunaway
- 03/98: "IMF Conditionality and Program Ownership: A Case for Streamlined Conditionality," Nuri S. Erbas
- 03/99: "Foreign Exchange Intervention and the Australian Dollar: Has It Mattered?" Hali Edison, Paul A. Cashin, and Hong Liang
- 03/100: "Catalyzing Capital Flows: Do IMF-Supported Programs Work as Commitment Devices?" Ashoka Mody and Diego Saravia
- 03/101: "Emerging Issues in Banking Regulation," Ralph Chami, Mohsin S. Khan, and Sunil Sharma
- 03/102: "Bayesian VARs: A Survey of the Recent Literature with an Application to the European Monetary System," Matteo Ciccarelli and Alessandro Rebucci
- 03/103: "Armenia: The Road to Sustained Rapid Growth—Cross-Country Evidence," Garbis Iradian
- 03/104: "Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate for Malawi," Johan Mathisen
- 03/105: "Overshooting and Dollarization in the Democratic Republic of the Congo," Philippe Beaugrand
- 03/106: "Anticipating Credit Events Using Credit Default Swaps with an Application to Sovereign Debt Crises," Jorge Chan-Lau

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

- 03/123: Romania: Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of Performance Criterion
- 03/124: Hungary
- 03/125: Hungary: Selected Issues
- 03/126: Hungary: Report on the Observance of Standards and Codes
- 03/127: Republic of Korea: Report on the Observance of Standards and Codes
- 03/128: Colombia: Report on the Observance of Standards and Codes
- 03/129: Azerbaijan Republic: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper
- 03/130: Azerbaijan Republic—Selected Issues and Statistical Appendix
- 03/131: Former Yugoslav Republic of Macedonia: 2003 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement
- 03/132: Ghana: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper
- 03/133: Ghana
- 03/134: Ghana: Selected Issues
- 03/135: Burundi: Use of Fund Resources—Request for Postconflict Emergency Assistance
- 03/136: Former Yugoslav Republic of Macedonia: Selected Issues and Statistical Appendix

Vous pouvez vous procurer ces publications en vous adressant à : IMF Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : 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*.

Seul un partenariat public-privé renforcé pourra rétablir la confiance dans l'économie mondiale

Que peuvent faire les décideurs et les opérateurs pour rétablir la confiance dans l'économie mondiale et dans les marchés financiers? S'exprimant le 4 juin à l'Institute of International Finance (IIF) à Berlin, le Directeur général du FMI, Horst Köhler, a déclaré que le secteur public pouvait faire beaucoup pour stimuler le commerce, préserver le système financier international, améliorer la prévention et la résolution des crises. Mais il a aussi appelé le secteur privé à assumer une plus grande responsabilité dans le rétablissement de la confiance du public dans le système financier mondial. On trouvera ci-après un résumé des remarques de M. Köhler, dont le texte intégral figure sur le site du FMI (www.imf.org).

Je crois que nous sommes d'accord pour dire que l'allocation du capital doit être confiée essentiellement au secteur privé, à ses méthodes perfectionnées et à son pouvoir de financement. Il est donc indispensable de maintenir un socle de confiance entre les épargnants, les emprunteurs et les institutions financières. Cela vaut dans les pays développés comme dans les pays émergents. La responsabilité de mettre en place un cadre institutionnel fiable et crédible incombe au secteur public. Les marchés mondiaux fonctionnent mieux s'il existe des règles cohérentes qui transcendent les frontières géographiques et sectorielles. À défaut d'être uniformes, ces règles doivent au moins respecter le principe : «même secteur, mêmes risques, mêmes règles».

Les particuliers qui confient leur épargne-retraite à des gestionnaires privés doivent être très confiants. Or, les résultats récents sont loin d'être parfaits. L'éclatement de la bulle boursière a révélé la cupidité et, parfois, le comportement carrément frauduleux qui ont miné en partie la confiance si essentielle au bon fonctionnement des marchés financiers. Leur réputation a été diversement entamée selon les régions et les cultures, mais ce n'est pas en cherchant les coupables d'un seul côté de la barrière que l'on rétablira la confiance dans le système. Cela ne fera que retarder les mesures nécessaires.

Il faut avant tout que le secteur privé lui-même engage ouvertement un processus de réflexion et de correction. Si l'on peut montrer que les forces autocorrectrices du marché fonctionnent, tout le monde y gagnera. Cela vaut non seulement pour la correction des prix irrationnels des actifs financiers, mais aussi pour les comportements irresponsables. L'expérience récente a montré que la montée en flèche de la productivité n'avait pas rendu caduque la loi de la gravité dans le domaine financier. Et nous avons vu le danger qu'il y avait à trop s'intéresser aux gains à court terme. À mesure qu'un «nouveau réalisme» remplace la culture des

«années faciles», nous avons besoin d'une nouvelle culture de responsabilité — un nouveau sens éthique et la volonté largement partagée de favoriser une culture fondée sur une création de valeur plus durable.

Je crois fermement dans le pouvoir autocorrecteur du marché. Mais il a un prix et n'est pas automatique. Les conseils d'administration, les hauts dirigeants et les comités d'évaluation des risques ont tous un rôle essentiel à jouer à cet égard en exerçant une surveillance prudente et en faisant preuve de retenue. Cela nécessite non seulement des incitations appropriées, mais aussi le courage d'aller à l'encontre des comportements moutonniers. Le secteur privé a intérêt à ne pas attendre que le législateur leur dise quoi faire. Personnellement, je fais confiance au secteur privé pour résoudre les conflits d'intérêts et trouver des disjoncteurs capables d'empêcher que la situation ne devienne incontrôlable.

Bien sûr, les dysfonctionnements récents des contre-pouvoirs publics et privés ont montré qu'une autodiscipline éclairée n'était pas suffisante. Cependant, il importe aussi que le pendule de la réglementation ne revienne pas à l'autre extrême. En définitive, il faudrait que l'initiative et la prise de risques par le secteur privé soient encouragées, et non noyées, par la bureaucratie. Il faut trouver un juste équilibre entre trop et trop peu de réglementation. À cet égard, les associations comme l'Institute of International Finance peuvent aider à renforcer le lien entre les objectifs des pouvoirs publics et les considérations pratiques du monde des finances et du commerce.

Je ne suis pas pessimiste du tout. Nous avons beaucoup des ingrédients nécessaires pour parvenir à une croissance mondiale durablement plus forte dans un climat de stabilité financière : beaucoup de capital, des progrès technologiques énormes et la preuve dans les pays émergents et les pays en développement que cela paye de maintenir le cap des réformes.

Ce dont nous avons besoin maintenant, c'est de l'étincelle qui ranimera la confiance dans toutes les régions et tous les secteurs. Cela suppose que les principaux pays montrent avec détermination la voie à suivre : retrouver aux États-Unis la voie des budgets équilibrés au cours du cycle économique, accélérer les réformes structurelles, en particulier en Europe et au Japon, et opérer une avancée décisive en supprimant les obstacles au commerce international. En même temps, les dirigeants du monde des affaires, de la finance et du commerce doivent assumer leurs responsabilités en renforçant la culture fondée sur la confiance, la prise de risques saine et l'initiative. C'est là un partenariat public-privé auquel nous avons tout à gagner.

À mesure qu'un «nouveau réalisme» remplace la culture des «années faciles», nous avons besoin d'une nouvelle culture de responsabilité.
Horst Köhler

Les délits d'initiés facteurs d'instabilité boursière?

L'instabilité des marchés boursiers n'est pas une nouveauté, mais pourquoi varie-t-elle d'un pays à l'autre? D'après Julian Du, professeur adjoint à l'université chinoise de Hong Kong, et Shang-Jin Wei, Conseiller au Département des études du FMI, cela tient surtout aux délits d'initiés. Dans un nouveau document de travail du FMI, ils montrent que, dans les pays où les délits d'initiés sont les plus fréquents, les marchés boursiers sont plus instables, même en tenant compte de la liquidité et de la maturité des marchés ainsi que de l'instabilité de la production réelle et de l'évolution des politiques monétaires et budgétaires. Les auteurs répondent aux questions du Bulletin du FMI.

BULLETIN : Comment définissez-vous les délits d'initiés? Les critères varient sans doute d'un pays à l'autre.

M. WEI : La définition générale est assez claire. Il s'agit de la négociation d'actions par des personnes qui, en raison de leurs fonctions, ont accès à des informations touchant à la valeur d'une société et, partant, au prix de ses actions. Ce qui est moins clair, c'est son application pratique.

On pourrait dire que les États-Unis ont la réglementation la plus stricte en la matière, et la définition du délit d'initiés y a évolué au fil des ans. Traditionnellement, la législation américaine considère que les dirigeants d'entreprise — directeur général, directeur financier et autres hauts dirigeants — ainsi que les principaux actionnaires sont des «initiés». Cette défini-

tion a été élargie aux personnes qui, en raison de leurs fonctions, peuvent avoir accès à des informations privilégiées, notamment les avocats d'une société, ses comptables ou d'autres personnes qui ont des informations que le public n'a pas. Le législateur américain a encore élargi cette définition pour y inclure les personnes qui n'ont aucun lien professionnel avec la société, mais qui peuvent néanmoins avoir accès à des informations privilégiées. Ce peut être le conjoint d'un dirigeant d'entreprise ou quelqu'un qui travaille dans une agence de photocopie. On estime que ces personnes peuvent aussi négocier des actions sur la base d'informations «d'initiés». Dans la plupart des autres pays, la définition du délit d'initiés est nettement moins large.

BULLETIN : Comment mesure-t-on la fréquence des délits d'initiés?

M. DU : Nous nous sommes servis des résultats d'une enquête effectuée conjointement par le Forum économique mondial, qui est un réseau mondial d'entreprises, et le Centre pour le développement international de l'université Harvard. Des dirigeants d'entreprise du monde entier ont été invités à évaluer la fréquence des délits d'initiés sur les marchés financiers qu'ils connaissent très bien. Étant donné qu'il s'agit d'une activité en principe illégale, il est difficile de la mesurer directement. C'est un peu comme la corruption ou d'autres activités clandestines. On est obligé de se fonder sur des perceptions subjectives pour estimer la



Julian Du



Shang-Jin Wei

En anglais sur le site www.imf.org

Transcription

Point de presse du Directeur général du FMI, Horst Köhler, à l'hôtel Burj Al Arab, Dubaï, Émirats arabes unis, 6 juin

Communiqués de presse

- 03/75 : Inauguration du Centre d'assistance technique régional de l'Afrique de l'Ouest (CRAT), 29 mai
- 03/76 : Le Directeur général du FMI informe le Conseil d'administration d'un projet de mission factuelle en Iraq, 30 mai
- 03/77 : Déclaration de la Première Directrice générale adjointe du FMI à Tokyo, 4 juin
- 03/78 : Fin de la mission pour la cinquième revue de l'accord de confirmation en faveur de la Turquie, 4 juin
- 03/79 : Le Directeur général souligne l'importance de renforcer la coopération économique au Moyen-Orient, 6 juin
- 03/80 : Le FMI suspend le droit de vote du Zimbabwe, 6 juin
- 03/81 : Le FMI approuve un crédit de 34 millions de dollars au titre de l'accord de confirmation en faveur de la Bosnie-Herzégovine, 6 juin

03/82 : Le FMI approuve un accord FRPC triennal pour un montant de 34 millions de dollars en faveur du Burkina Faso, 11 juin

03/83 : Le FMI achève la première revue de l'accord de confirmation en faveur de la Colombie et approuve un décaissement de 274 millions de dollars, 11 juin

Notes d'information au public

- 03/65 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec la République populaire de Chine et la Région administrative spéciale de Hong Kong, 30 mai
- 03/66 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec la Suisse, 2 juin
- 03/67 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec la République d'Azerbaïdjan, 4 juin
- 03/68 : Approbation par le Conseil du budget administratif et du budget d'équipement pour l'exercice 2004, 10 juin

Discours

«Un partenariat public-privé pour rétablir la confiance», Horst Köhler, Directeur général du FMI, à l'Institute of International Finance, Berlin, 4 juin



Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Rédactrice principale
Christine Ebrahim-zadeh
Elisa Diehl
Natalie Hairfield
Rédactrices
Maureen Burke
Kelley McCollum
Assistantes de rédaction
Philip Torsani
Maquetiste/Graphiste
Julio Prego
Graphiste

Avec la collaboration de
Prakash Loungani

Édition française

Division française
Services linguistiques
Yannick Chevalier-Delanoue
Traduction
Catherine Helwig
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est aussi publié en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 22 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, pas plus que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (6^e édition). Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, 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 EU pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org.

fréquence des délits d'initiés; on ne peut pas compter l'argent qui change de mains.

BULLETIN : Et quel est le fondement théorique du rapport entre instabilité des marchés et délits d'initiés?

M. WEI : La théorie nous amène à des conclusions ambiguës. D'une part, les délits d'initiés peuvent réduire l'instabilité, car ils apportent plus vite sur le marché des informations qui n'étaient pas publiques. Le marché dispose donc plus rapidement d'informations utiles qui peuvent aider à combattre les rumeurs qui parasitent le marché. D'autre part, la théorie voudrait aussi que, par exemple, un environnement permissif encourage les dirigeants d'entreprise à préférer une méthode

de production plus instable à une méthode plus régulière. De cette manière, ils connaissent à l'avance, avant les autres opérateurs, les fluctuations futures des résultats de l'entreprise et peuvent ainsi en tirer profit. On peut aussi concevoir que, à techniques de production constantes, si les initiés peuvent influencer la manière dont les informations sont divulguées, le moment où elles le sont et quel type d'informations est rendu public, ils auront tendance à divulguer ces informations de manière à accroître l'instabilité des cours. En théorie donc, un environnement plus tolérant à l'égard des délits d'initiés pourrait encourager les initiés à adopter un comportement de nature à aggraver l'instabilité.

BULLETIN : Combien de pays avez-vous étudié et où les délits d'initiés étaient-ils des plus fréquents?

M. DU : Nous avons examiné une cinquantaine de pays et constaté que la fréquence des délits d'initiés varie énormément. D'après les résultats de l'enquête sur la compétitivité mondiale, ce phénomène est relativement courant en Russie, au Venezuela, en Chine, en Inde et au Mexique. À l'autre extrême, on trouve le Danemark, le Royaume-Uni, Singapour et les États-Unis.

BULLETIN : Et que montrent vos propres résultats?

M. WEI : Ils mettent clairement en évidence une relation positive entre la fréquence des délits d'initiés et le degré d'instabilité du marché. Compte tenu des techniques statistiques que nous avons utilisées, nous pensons que cette relation positive révèle aussi un lien de causalité. Autrement dit, la fréquence accrue des délits d'initiés a probablement aggraver l'instabilité des mar-



Des travaux récents indiquent que les délits d'initiés peuvent aggraver l'instabilité boursière.

chés. En outre, nous pensons que, quantitativement, cet effet est significatif. Ainsi en Chine, le marché boursier est beaucoup plus instable qu'aux États-Unis, ce qui est dû bien davantage aux délits d'initiés que, par exemple, à une plus grande instabilité des données économiques fondamentales ou à la politique économique du pays.

BULLETIN : Pourquoi les délits d'initiés sont-ils fauteurs d'instabilité?

M. DU : Comme l'a dit M. Wei, si les initiés ou les principaux actionnaires d'une société peuvent agir impunément, ils sont encouragés à manipuler les informations sur les opérations de l'entreprise ainsi que la ma-

nière dont ces informations sont divulguées afin d'amplifier les fluctuations du cours des actions. C'est sans doute pour cette raison que la multiplication des délits d'initiés entraîne une plus grande instabilité des marchés boursiers.

BULLETIN : Que devraient retenir de votre étude les investisseurs et les autorités nationales?

M. WEI : La structure actuelle des investissements internationaux indique déjà que les investisseurs ont tendance à éviter systématiquement les pays où la bonne gouvernance fait défaut. Ces pays ont du mal à attirer les investissements, en particulier les investissements de portefeuille et les investissements directs étrangers. Pour les gouvernements, nos travaux ont des implications du point de vue des réformes. En particulier, ils montrent qu'il est au moins aussi important d'améliorer les institutions de régulation du marché que d'améliorer les données fondamentales de l'économie ou la politique macroéconomique. Pour les pays qui essaient d'attirer les investissements, il serait peut-être plus efficace d'améliorer la gouvernance que d'offrir des concessions fiscales ou des exonérations temporaires, qui sont autant de recettes perdues. ■

Le document de travail du FMI n° 03/51, «Does Insider Trading Raise Market Volatility?» de Julian Du et Shang-Jin Wei, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 181. Le texte intégral est également disponible sur le site du FMI (www.imf.org) et sera publié dans *Economic Journal* en 2004.