

Global Financial Stability Report . . .

La faible rentabilité des entreprises assombrit les perspectives de redressement des marchés

La rentabilité des entreprises fait planer une incertitude sur un marché international généralement bien orienté, selon Gerd Häusler, Directeur du Département des marchés de capitaux internationaux et Conseiller du FMI. Résumant les conclusions (voir graphiques, pages 194–95) de la deuxième édition du Global Financial Stability Report du FMI, il a souligné que «les perspectives à court terme des marchés matures sont largement exemptes de risques immédiats, notamment sous l'effet du redressement de l'économie mondiale et du renforcement des marchés financiers». Les marchés émergents d'Amérique latine ont néanmoins été soumis à des pressions ces derniers temps. Le rapport vise à «déceler les faiblesses des marchés financiers internationaux» et fait de l'incertitude, créée par le niveau et la qualité des bénéfices des entreprises, son thème central.

Des bénéfices élevés alimentent en général l'investissement des entreprises mais, souligne le *Global Financial*



Gerd Häusler, au micro lors de la conférence de presse du 12 juin, avec Donald Mathieson (au centre) et Garry Schinas.

Stability Report, il n'est pas encore au rendez-vous du redressement économique, et dans nombre de secteurs, les entreprises ne sont pas assez rentables. La qualité des bénéfices est aussi un motif de préoccupation. À mesure que le système financier se remettra des excès des entreprises, on pourrait assister à un nouveau

Anne Krueger dévoile les rouages du mécanisme de restructuration des dettes souveraines

Intervenant à la réunion annuelle du Comité de Bretton Woods à Washington le 6 juin, Mme Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, a expliqué que le FMI n'a nulle intention d'être à la fois juge et partie lorsqu'il s'efforce de contribuer à l'élaboration d'un meilleur système international de résolution des crises de la dette souveraine. Voici des extraits de son allocution.



Je me dois de vous informer des avancées sur les deux fronts approuvés par les États-Unis et l'ensemble de la communauté internationale lors de nos dernières réunions du prin-

temps dernier (voir *Bulletin du FMI*, 6 mai). Le premier front consiste à utiliser plus systématiquement les clauses d'action collective dans les contrats obligataires. Le second, complémentaire du premier, consiste à instaurer un système de réglementation qui doit permettre une restructuration plus rapide et plus ordonnée des dettes souveraines non viables en habilitant une majorité qualifiée ou renforcée de créanciers à prendre les décisions cruciales à cet effet, en concertation avec le débiteur.

Dans un cas comme dans l'autre, le problème majeur est de coordonner l'action des créanciers divers et éparés pour leur permettre de faire valoir leurs droits devant différentes juridictions. Il est très difficile de surmonter cet obstacle à l'aide des seules clauses d'action collective. Mais sur le terrain réglementaire, nous pensons qu'il est possible de résoudre ce problème de coordination en (voir page 196)

1^{er} juillet 2002

Dans ce numéro

193
**Global Financial
Stability Report**

193
**Anne Krueger
précise les contours
du mécanisme
de restructuration**

197
La genèse d'une idée

200
**Réunion du Comité
de Bretton Woods**

200
**Le Brésil est admis
à tirer 10 milliards
de dollars**

201
**Anoop Singh
prend la direction
du Département
Hémisphère
occidental**

202
**Daniel Yergin parle
de la mondialisation**

207
**La restructuration
des entreprises**

Lire aussi . . .

201
**Utilisation des
ressources du FMI**

204
Publications récentes

205
Principaux taux du FMI

205
Sur le site du FMI

206
Accords du FMI

Métamorphose de la gouvernance des entreprises

Il est salubre que les marchés aient sanctionné les entreprises qui affichaient des bénéfices en apparence famélique ou résultant de pratiques comptables douteuses.

départ, dans un climat de respect de la valeur de l'entreprise, mais où la hausse à court terme des cours des actions ne sera pas l'objectif primordial au détriment de l'orthodoxie comptable.

Lorsque toutes les incitations sont axées sur l'évolution à court terme des valeurs, les éventuels malfaiteurs sont tentés de passer à l'action, a observé M. Häusler. En effet, la valeur des actions est à la fois le critère d'appréciation des investisseurs et le mécanisme de rémunération des dirigeants; elle détermine aussi le prix d'achat de l'entreprise, ce qui pousse les cadres à transgresser les règles éthiques dans leur quête perpétuelle du Graal que constitue l'amélioration du cours des actions.

Il est salubre que les marchés aient sanctionné les entreprises qui affichaient des bénéfices en apparence famélique ou résultant de pratiques comptables douteuses. Il en résulte une puissante incitation pour les entreprises à assainir leurs comptes, ce qui pousse aussi les pays à mener à bien les changements réglementaires qui s'imposent pour rebâtir et préserver l'intégrité des marchés financiers. Des réformes, appuyées par le FMI, sont en cours aux États-Unis et en Europe pour renforcer la gouvernance des entreprises et la surveillance des marchés financiers.

La faible rentabilité des entreprises a aussi eu des retombées négatives sur les banques, avec notamment

nancier japonais dans le cadre des prochaines consultations de l'article IV et du Programme d'évaluation du secteur financier en cours. Le *Global Financial Stability Report* s'intéresse en particulier aux répercussions éventuelles des difficultés financières du Japon sur le système financier international, mais il conclut qu'aucun des trois principaux mécanismes de transmission ne suscite de grande préoccupation à l'heure actuelle. On n'assistera probablement pas à un rapatriement massif des actifs japonais placés à l'étranger, eu égard au rendement médiocre qu'ils auraient en ce moment au Japon; le risque de tarissement des financements des marchés émergents, asiatiques surtout, est faible, ces derniers se portant bien mieux qu'il y a quelques années; l'éventualité d'une contagion par le marché interbancaire est aussi faible, les banques japonaises étant moins bien intégrées au système bancaire international qu'il y a quelques années.

Assurances à risque?

En raison de la faible rentabilité de leurs principales activités, les compagnies d'assurances se sont davantage engagées sur les marchés de capitaux. Le chapitre 3 du rapport en examine l'incidence sur ces compagnies et sur la stabilité du secteur financier. Les risques systémiques sont relativement limités par rapport à ceux qu'entraînent les activités des banques internationales et commerciales. Des incertitudes demeurent quant à l'adéquation de leurs fonds propres, la qualité de leur gestion du risque et l'éventualité que les risques financiers basculent du secteur bancaire vers celui des assurances. Un éventuel effondrement des compagnies d'assurances ou de réassurance pouvant menacer la stabilité financière, le rapport recommande de recueillir des renseignements plus fiables sur les activités des assureurs et des réassureurs. Il attire notamment l'attention sur la nécessité de mieux cerner «la taille, l'étendue et la nature de la couverture de réassurance et l'éventualité qu'une masse critique de grands réassureurs éprouvent simultanément des difficultés financières». Mais il est encourageant, souligne M. Häusler, que les assureurs disposent d'actifs liquides et d'engagements illiquides, contrairement aux banques.

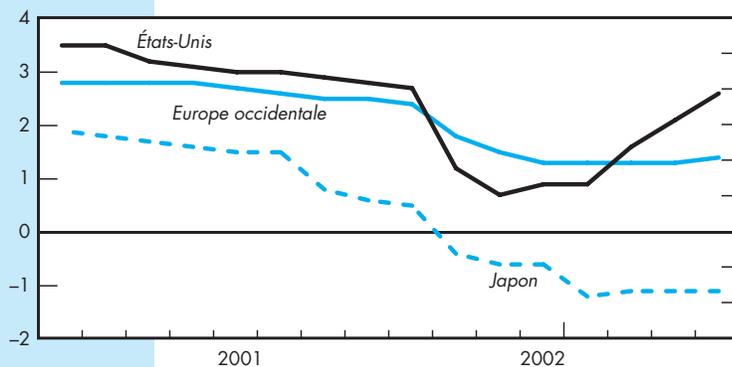
Contreperformance des titres des marchés émergents

Les marchés boursiers locaux peuvent-ils fournir une assurance contre les aléas des marchés internationaux? Le rapport conclut que la contreperformance des titres des marchés émergents ne s'explique pas tant par une surévaluation que par les principaux facteurs suivants :

- succession de crises financières, à commencer par celle du Mexique en 1994, suivies de lourdes pertes, en

Convergence des prévisions de croissance pour 2002

En pourcentage, d'une année à l'autre



Source : Consensus Economics.

une forte contraction stratégique des coûts et des bilans de certains établissements, entraînant une réduction des prêts de certaines banques, en particulier aux marchés émergents. Il y a de fortes chances que cette tendance se poursuive, a ajouté M. Häusler.

Japon et reste du monde

Que dire du Japon, dont le secteur financier et celui des entreprises ont été touchés de plein fouet au cours des dernières années par la faible rentabilité des entreprises? Le FMI examinera de plus près le système fi-

dollars EU, pour les valeurs des économie de marché émergentes;

- préoccupations à l'égard de la transparence et de la gouvernance des entreprises;
- prépondérance des ADR et des placements sur les places boursières internationales au détriment des bourses locales, réduisant la liquidité des marchés boursiers des pays émergents et le gisement d'investisseurs nationaux et internationaux.

Performance récente du marché

Depuis la rédaction du rapport, l'évolution des grandes places boursières a confirmé l'inquiétude évoquée à l'égard du rythme du redressement et de la qualité des bénéfices. Cette évolution se poursuivra probablement jusqu'à ce qu'apparaissent des signes tangibles d'inversion de tendance de la rentabilité des entreprises. Le dollar s'est déprécié par rapport à l'euro (environ 3 %) et au yen (2,5 %) depuis le mois de mai, mais les cours des actions européennes n'en ont pas profité et on observe également un manque de confiance vis-à-vis de la rentabilité des entreprises européennes. Le marché n'est pas convaincu que l'Europe profiterait nécessairement d'une éventuelle atonie du marché boursier des États-Unis, ce qui laisse penser que les taux de change ne devraient pas être soumis à de violentes secousses.

Les valeurs boursières américaines sont-elles encore surcotées? Pour M. Häusler, la réponse sera fonction des bénéfices à venir et des anticipations. Le *Global Financial Stability Report* signale que les titres américains étaient généreusement évalués et se sont du reste repliés depuis. Si les bénéfices des entreprises devaient reprendre de l'essor, il n'y a pas de raison de continuer à penser que les titres américains sont surévalués.

Sur les marchés obligataires émergents, précise M. Häusler, on assiste à un «roulement» aux dépens de l'Amérique latine et en particulier du Brésil. Ce mouvement se traduit par une importante aversion au risque vis-à-vis de la dette des pays émergents, d'Amérique du Sud en particulier, sans que d'autres pays en aient nécessairement profité. Les liquidités détenues par les investisseurs des marchés émergents ont augmenté, ce qui limite les retombées pour le reste du monde. Le vivier d'investisseurs pour ce type de placement sur les marchés émergents est essentiel et mérite un examen attentif.

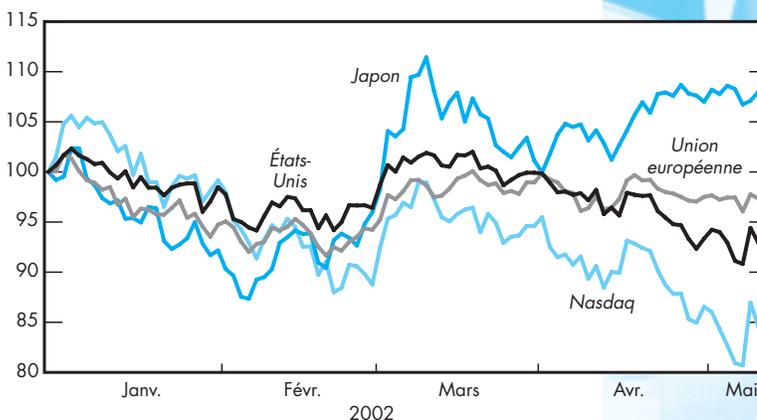
Eu égard au repli des crédits bancaires, notamment des banques européennes et japonaises, comme gisement de capitaux pour les marchés émergents, et étant donné que l'investisseur non spécialisé dit «crossover» est une source de financement moins fiable qu'un investisseur spécialisé, l'investissement direct étranger (IDE) joue un rôle de plus en plus important. Par conséquent, le climat dans lequel s'inscrit l'IDE, notamment en Amérique latine, est devenu particulièrement

important. Il convient d'éviter toute mesure qui entrave ce type d'investissement et a un effet de contagion dans ce sens, a signalé M. Häusler.

S'agissant des flux de capitaux vers les marchés émergents, quelle évolution prévoit le FMI? Donald Mathieson, chef de la Division de la surveillance des marchés émergents, souligne que, si les emprunteurs de titres de première qualité continuent de jouir d'un bon accès, tant au marché obligataire qu'au marché des prêts consortiaux, les marchés obligataires seront fermés aux emprunteurs de titres de qualité médiocre non garantis. «Ils ne peuvent vraiment pas pénétrer le marché au prix qu'ils sont prêts à acquitter et nous pensons que cette tendance se poursuivra à court terme.» En ce qui concerne la discrimination entre régions, les emprunteurs des pays émergents ont réussi à accéder aux marchés obligataires tant privés que publics, mais en Amérique latine, les entreprises ont beaucoup plus de mal ces derniers temps à accéder aux marchés.

Les marchés émergents devraient-ils s'inquiéter d'une chute brutale du dollar? Jetant un regard rétrospectif sur l'évolution de la parité dollar-yen, Garry Schinasi, chef de la Division de la stabilité des marchés financiers, ne

Les indices boursiers des marchés développés se lissent



Source : FMI, *Global Financial Stability Report*, juin 2002.

voit pas de cas de difficulté réelle créée par l'ajustement, bien qu'il y ait eu des cas de volatilité accrue accompagnée d'une correction sur les marchés d'autres actifs. Il a cependant ajouté que le prochain *Global Financial Stability Report* examinera l'incidence des fluctuations brutales des taux de change sur les flux de capitaux, en particulier sur les marchés émergents. ■

Marina Primorac
FMI, Département des relations extérieures

Le *Global Financial Stability Report* est en vente au prix de 42 dollars (35 dollars pour les enseignants et étudiants) au Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 204. Le texte intégral de la conférence de presse du 12 juin est disponible sur le site www.imf.org.

L'instance d'arbitrage fonctionne — au vu et au su de chacun — indépendamment non seulement du Conseil d'administration, mais aussi des gouverneurs, de la direction et des services du FMI.

Anne Krueger



M^{me} Krueger précise deux axes d'action

(Suite de la première page) créant un système permettant de regrouper pour chaque instrument toutes les créances aux fins du vote, tout en respectant la présence de certains créanciers et, plus généralement, les intérêts économiques divers des créanciers.

Pour procéder à cette consolidation, il faudrait créer une instance de règlement des différends entre le débiteur souverain et ses créanciers, d'une part, et entre les créanciers, d'autre part, qui aurait des attributions limitées mais spécifiques. Certains ont exprimé la crainte que la création de cette instance soit un moyen détourné pour le FMI d'exercer une influence maléfique sur le processus de restructuration. Il n'en est rien.

Agir sur deux fronts

Afin d'améliorer le système actuel, il faut parvenir à donner à une «supermajorité» de créanciers — détenteurs d'une vaste gamme d'instruments — les moyens d'imposer aux autres les modalités de la restructuration. Il y aurait ainsi plus sûrement restructuration avant qu'il y ait défaut de paiement. Mais si ce n'est pas le cas, le nouveau système doit permettre d'accomplir trois choses : 1) mettre le débiteur à l'abri des poursuites des créanciers pendant qu'il négocie; 2) donner aux créanciers l'assurance que le débiteur négociera de bonne foi et mènera une politique propre à préserver la valeur des actifs et à promouvoir la croissance; 3) garantir que les nouveaux prêts privés ne seront pas restructurés. Et en prime, il faut aussi avoir les moyens de valider les créances, de surveiller le vote et de régler les différends.

Il appartiendrait au débiteur d'enclencher ce mécanisme, qui ne pourrait lui être imposé ni par le FMI, ni par personne d'autre. L'existence d'un dispositif prévisible devrait, dans la majorité des cas, suffire pour encourager un règlement à l'amiable «sous le couvert de la loi» sans qu'il y ait besoin d'y recourir formellement.

Les clauses d'action collective — habituelles dans les contrats d'émission obligataire en droit anglais — sont un moyen de résoudre la question. Mais elles ont des inconvénients majeurs. En premier lieu, elles ne sont contraignantes que pour les détenteurs d'un seul instrument. Pour qu'elles contribuent efficacement à une restructuration globale, elles devraient être adaptées de manière à regrouper toutes les créances, y compris celles des banques. Mais de telles «clauses d'action collective renforcées» posent un triple problème :

- D'abord, comment persuader les créanciers et les débiteurs d'émettre de nouveaux instruments comportant ces clauses et de les échanger contre ceux qui existent, alors qu'ils rechignent déjà à accepter les clauses ordinaires? On a suggéré d'en faire

une condition de l'accès aux crédits du FMI. Mais c'est alors que le secteur privé serait le moins enclin à accorder du crédit et le débiteur le moins désireux de donner le signal d'un risque de défaut accru en adoptant ces clauses.

- Deuxièmement, les pays émergents empruntent souvent sur des marchés dépendant de juridictions différentes. Même si la formulation des clauses d'action collective était identique, cela n'en garantirait pas forcément l'interprétation ou l'application uniforme.

- Troisièmement, la législation nationale de certains de nos pays membres ne fonde pas clairement en droit la possibilité de modifier les droits des créanciers minoritaires sans leur consentement.

Nous étudions les moyens de surmonter ces difficultés, mais je suis persuadée qu'en définitive nous devons nous en remettre à la réglementation, d'où le deuxième axe que nous proposons.

L'idée serait d'établir une obligation par traité — probablement au moyen d'un amendement des Statuts du FMI — habilitant une «supermajorité» de créanciers à trouver avec le débiteur un accord qui serait contraignant pour les autres. Cela résoudrait le problème des différentes juridictions, puisque l'obligation créée par traité les lierait toutes uniformément. L'amendement des Statuts ne serait qu'un moyen de permettre aux créanciers et débiteurs de s'entendre, et non d'étendre les pouvoirs du FMI. Il n'influerait pas sur le processus autrement qu'il le fait actuellement, en décidant de débloquent ou non des crédits.

Pour que la nouvelle approche de la restructuration des dettes souveraines soit crédible et légitime, il faut qu'elle permette de résoudre les différends entre les créanciers — et entre les créanciers et le débiteur — d'une façon manifestement équitable pour tous.

Le Conseil d'administration du FMI ne peut pas assurer cette fonction. Outre que les administrateurs n'ont pas les compétences requises, on pourrait croire que leurs décisions sont influencées par le fait que le FMI est l'un des créanciers et que tant le débiteur que les créanciers bilatéraux sont représentés au Conseil. Il faut donc que l'instance d'arbitrage fonctionne — au vu et au su de chacun — indépendamment non seulement du Conseil d'administration, mais aussi des gouverneurs, de la direction et des services du FMI. Le revers de la médaille est que le rôle de cette instance indépendante serait strictement limité. ■

Le texte intégral du discours de M^{me} Krueger est disponible sur le site www.imf.org.

Entretien avec Kenneth Rogoff et Jeromin Zettelmeyer . . .

Comment une idée force fait son chemin

«Lorsqu'il devient nécessaire pour un État, comme pour un particulier, de déclarer faillite, la solution qui est à la fois la moins déshonorante pour le débiteur et la moins nuisible au créancier réside toujours dans une faillite équitable, ouverte et avouée.»

Cette déclaration d'Adam Smith qui remonte à 1776 est l'une des nombreuses surprises d'une étude du FMI sur l'histoire des propositions de recours aux procédures de faillite pour résoudre les crises de la dette souveraine. Nous nous en sommes entretenus avec Kenneth Rogoff, Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI, et Jeromin Zettelmeyer, économiste principal à ce Département.

LE BULLETIN : Qu'est-ce qui a motivé cette étude? En quoi l'histoire peut-elle nous être utile?

M. ROGOFF : Il y a deux raisons à cela. Beaucoup de gens se sont empressés de revendiquer la paternité de la proposition d'Anne Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, dès qu'elle a commencé d'être acclamée. Et les parrains abondent en cas de succès : le *New York Times* attribue l'idée en grande partie à Jeffrey Sachs. Nous savions aussi que des études avaient été consacrées à la question, mais nous n'en connaissions pas la portée. Nous voulions savoir qui a dit quoi et quand. Ce faisant, nous avons beaucoup appris. Par un certain côté, le fait que la proposition d'un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (MRDS) représente une évolution de la pensée et non une idée venue du ciel est rassurant.

LE BULLETIN : Qui sont les vedettes?

M. ROGOFF : La célébrité inattendue est un juriste du nom de Christopher Oechsli, qui a écrit en 1981 dans le *Virginia Journal of International Law* un article que seul le terme de vision peut décrire et dans lequel il explore comment les lois sur les faillites pourraient s'appliquer à des États souverains. Il y insiste moins sur le problème des «francs-tireurs» que les auteurs de certaines propositions ultérieures, mais s'inquiète beaucoup de la lenteur des négociations entre créanciers privés, créanciers officiels et pays débiteurs. C'est vraiment lui qui est notre vedette cachée.

M. ZETTELMEYER : Cependant, il n'est une vedette que si nous braquons les projecteurs sur lui. Il n'y avait pas de vedette avant 1995, date de la conférence de Jeffrey Sachs à l'université Princeton. Trois autres juristes, frais émoulus de Harvard, Barry Barnett, Sergio Galvis et Ghislain Gouraige, ont écrit un article novateur dans le *Harvard Journal of International Law* en 1984. Ce sont donc eux qui ont émis cette idée dans les années 80, sans que leurs noms aient vraiment

marqué le débat public — ni académique — et ils ne sont pas très souvent cités dans les ouvrages publiés par la suite. Pour la période récente, la palme revient à Barry Eichengreen et Richard Portes. Ce sont eux qui, dans leur ouvrage paru en 1995, ont lancé l'idée de faire des clauses d'action collective le principal vecteur de restructurations ordonnées, question au cœur du débat actuel. La récente proposition de John Taylor, Sous-Secrétaire américain au Trésor, porte tout simplement sur l'application de ces clauses.

LE BULLETIN : Pourquoi évoquer Adam Smith? Est-il une vedette du passé?

M. ZETTELMEYER : Il est cité à juste titre, estimant que, dans certains cas, la meilleure solution pour un pays est d'admettre qu'il est en situation de faillite et de procéder de façon ordonnée. Ceci s'inscrit dans le cadre des arguments qu'il présente contre le recours à une forte inflation en tant que moyen de «résoudre» les problèmes de la dette publique. Mais il ne donne pas de détails sur les modalités d'un règlement ordonné.

LE BULLETIN : Des vedettes au sein du FMI?

M. ROGOFF : En 1995, ces questions ont été examinées par le Conseil, auquel a été en outre soumis un document rédigé par le Département juridique et donnant davantage de précisions que l'exposé de Sachs sur le fonctionnement pratique d'une procédure de faillite souveraine. Déjà à la fin des années 80, cette question était vivement débattue au sein du FMI, qui n'était pas à la traîne. Mais c'est en novembre 2001 que la Première Directrice générale adjointe l'a portée au cœur du débat public.

LE BULLETIN : Que savez-vous de plus sur les inefficiences supposées, qui sont à l'origine des diverses formules proposées?

M. ROGOFF : Au début des années 80, Oechsli s'inquiétait des inefficiences faisant suite à des crises d'endettement profondes — du nettoyage après coup. En 1995, Sachs a été le premier à soutenir qu'une procédure de faillite pourrait être étendue



Kenneth Rogoff



Jeromin Zettelmeyer



Dans la recherche des solutions, le débat a été très franc et dénué de considérations politiques.

Kenneth Rogoff

aux crises de liquidité. Cette question est abordée dans des études théoriques des années 80, notamment dans des documents du FMI, mais le public n'y était pas sensibilisé. Cependant, avec notre vision moderne des choses, nous ne percevons pas la différence aussi nettement qu'elle est apparue il y a quelques années; il n'est pas facile de faire la distinction entre crises d'insolvabilité et crises de liquidité. Il y a eu ensuite la crise mexicaine, après laquelle l'aléa moral causé par les prêts internationaux est devenu un grand sujet de préoccupation. La plupart des propositions modernes ont pour but de résoudre ce problème.

M. ZETTELMEYER : Par ailleurs, l'alternative a changé. Les procédures de faillite ordonnées avaient pour seul pendant des défaillances déstabilisatrices. À présent s'y ajoute l'aléa moral lié à des prêts internationaux massifs.

LE BULLETIN : Comment les solutions proposées ont-elles évolué avec le temps?

M. ZETTELMEYER : En deux phases. Du début des années 80 à 1995, l'éventail des remèdes proposés a été défini. À l'une des extrémités se situe l'approche consensuelle dans laquelle aucune institution ne serait modifiée, aucune nouvelle loi adoptée et aucun traité amendé. Cependant, le secteur officiel se comporterait différemment et donnerait ainsi lieu à des incitations différentes. Il s'agit là de l'approche minimaliste d'Oechsli. À l'autre extrémité se trouve une proposition très ambitieuse — faite en 1984 par Barnett, Galvis et Gouraige et, quelques années plus tard, par Benjamin Cohen — de création d'une nouvelle institution internationale. À mi-chemin se situent les propositions de 1995 après la crise mexicaine, dans lesquelles la préférence est donnée à l'approche contractuelle qui joue un si grand rôle dans le débat actuel. L'idée d'inclure les clauses d'action collective dans les contrats obligataires privés n'est pas nouvelle, mais ce qui l'est, c'est la proposition de les utiliser comme outil universel de gestion des crises.

LE BULLETIN : Et après 1995? Il y a-t-il eu convergence?

M. ZETTELMEYER : Depuis lors, l'éventail s'est un peu réduit, au moins dans la communauté officielle. D'une part, nous reconnaissons maintenant qu'une solution réglementaire efficace pourrait ne pas nécessiter une vaste gamme de fonctions concentrées au niveau international. Nous pourrions avoir, à sa place, un système réglementaire largement autonome qui n'exige un arbitrage international que dans une mesure très limitée — approche dite moins directive. Cette idée a été avancée par Anne Krueger dans sa nouvelle proposition (voir page 193) et par Steven Schwarcz, professeur de droit à l'université Duke, en 2000. D'autre part, les partisans de la formule des clauses d'action collective sont à présent conscients qu'ils doivent vraiment avoir une idée

plus précise des moyens d'inciter le secteur privé à adopter ces clauses.

LE BULLETIN : Dans quelle mesure les considérations politiques entrent-elles en jeu?

M. ROGOFF : Il y a à l'évidence une interaction. Le problème de la dette souveraine tient essentiellement au fait qu'il n'y a pas de système juridique international qui soit identique aux systèmes juridiques nationaux. Il y a en outre la question de la transition. Vous pouvez vous dire, voici à quel stade je veux être dans 25 ans, mais que faites-vous du stock existant d'obligations et des instruments émis pendant qu'une nouvelle proposition est formulée? Il peut se poser des problèmes de répartition, bien que, en principe, les énormes gains d'efficacité à tirer d'un meilleur mécanisme de résolution puissent bénéficier à tout le monde, même en période de transition.

LE BULLETIN : La question de la souveraineté n'est-elle pas plutôt politique?

M. ROGOFF : Oui, elle l'est. Si vous vous en remettez à une instance indépendante pour régler les différends entre créanciers et débiteurs, comme le prévoit la proposition d'Anne Krueger, vous renoncez un peu à votre souveraineté. Cela est également vrai si vous signez un traité international par lequel vous vous engagez à inclure des clauses d'action collective et des règles de restructuration dans vos contrats obligataires, comme dans les nouvelles versions de la proposition d'Eichengreen et Portes. Mais cela relève du même registre que les propositions visant à assurer une mondialisation plus harmonieuse.

Dans la recherche des solutions, le débat a été très franc et dénué de considérations politiques, en ce sens que le bien-fondé d'un mécanisme de restructuration ordonnée de la dette est maintenant largement reconnu. La toute première proposition institutionnelle faite à la fin des années 70 s'est inscrite dans un contexte très politique. La proposition du Groupe des 77 dans le cadre de la CNUCED visait à créer une commission de la dette internationale. Elle était axée sur la séparation des intérêts des débiteurs de ceux des créanciers, et c'est pourquoi elle n'a pas été acceptée — les pays créanciers n'y ont pas souscrit. À présent, une grande partie de la communauté officielle, y compris les principaux pays créanciers, est en faveur d'un régime de faillite internationale, sous une forme ou une autre.

LE BULLETIN : Quelles sont les conséquences pratiques de votre étude?

M. ROGOFF : Beaucoup de ces idées ont une grande portée et une longue histoire, et elles ont été mûrement réfléchies; nous en sommes maintenant au stade où il est possible de passer de la théorie à l'action concrète, ce que le FMI essaie de faire.

LE BULLETIN : Un mot pour conclure?

M. ROGOFF : Seulement ceci : l'aléa moral est un problème fondamental qui s'est effectivement posé dans les années 80. La Banque mondiale et le FMI sont massivement intervenus lorsque les créanciers privés ont retiré leurs capitaux de nombreux pays, mais tout cela s'est passé au ralenti, sur une période de cinq ans et non de quelques semaines ou mois. L'impression est que la réaction du FMI face à la crise asiatique a été bien plus efficace, en ce sens que nous n'avons pas eu

cinq ans de négociation laborieuse entre les débiteurs et les créanciers. Mais elle a pu aggraver le problème de l'aléa moral — et y sensibiliser davantage l'opinion mondiale — en réduisant le coût des défaillances. ■

Cet entretien s'inspire d'une étude à paraître prochainement. Une première version de cette étude est présentée dans *Early Ideas on Sovereign Bankruptcy: A Survey*, IMF Working Paper 02/57, disponible sur le site www.imf.org.

Les principales propositions visant à améliorer les procédures de faillites souveraines

MOTIFS	FORMULES PROPOSÉES				
	Modification des politiques officielles en particulier	Modification des contrats	Législation nationale	Modification des textes	
				Encadrement des attributions des institutions internationales	Élargissement des attributions des institutions internationales
Restructurations inefficaces	Oechsli (1981)		Miller (1991)	Debevoise (1984)	Barnett <i>et al</i> (1984) Cohen (1989) Raffer (1990) Reinisch (1994)
Restructurations inefficaces + paniques		Eichengreen et Portes (1995)	Hurlock (1995)		Sachs (1995) Département juridique du FMI (1995)
Restructurations inefficaces et/ou paniques + aléa moral	Groupe de travail du G-10 (1996) Haldane et M. Kruger (2001)	Macmillan (1995) Eichengreen (2000) Taylor (2002)		Schwarcz (2000) Krueger (2002)	Chun (1996) Krueger (2001)

Barnett, Barry C., Sergio J. Galvis, and Ghislain Gouraige, Jr., 1984, "On Third World Debt," in *Harvard International Law Journal*, Vol. 25 (Winter), p. 83–151.

Chun, John H., 1996, "Post-Modern Sovereign Debt Crisis: Did Mexico Need an International Bankruptcy Forum?" *Fordham Law Review*, Vol. 64 (May), p. 2647.

Cohen, Benjamin, 1989, "A Global Chapter 11," *Foreign Policy*, Vol. 75, p. 109–11.

———, 1989, "Developing Country Debt: A Middle Way," *Princeton Essays in International Finance 173* (Princeton: Princeton University Press).

Debevoise, Whitney, 1984, "Exchange Controls and External Indebtedness: A Modest Proposal for a Deferral Mechanism Employing the Bretton Woods Concepts," *Houston Journal of International Law*, Vol. 7 (Autumn), p. 157–68.

Eichengreen, Barry, 2000, "Can the Moral Hazard Caused by IMF Bailouts Be Reduced?" *Geneva Reports on the World Economy Special Report 1*, August.

———, and Richard Portes, 1995, *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors* (London: Center for Economic Policy Research).

Group of 10, 1996, *The Resolution of Sovereign Liquidity Crises. A Report to the Ministers and Governors Prepared Under the Auspices of the Deputies*, May 1996 (disponible sur le site de la BRI, <http://www.bis.org/publ/other.htm#Gten>).

Haldane, Andy, and Mark Kruger, 2001, "The Resolution of International Financial Crises: Private Finance and Public Funds," *Bank of Canada Working Paper 2001–20*, November 2001.

Hurlock, James, 1995, "The Way Ahead for Sovereign Debt," *Euromoney* (August), p. 78–9.

IMF, Legal Department, 1995, "Note on an International Debt Adjustment Facility for Sovereign Debtors," EBS/95/90, May 26, 1995 (rapport interne au Conseil d'administration du FMI).

Krueger, Anne, 2001, « Une architecture financière internationale pour 2002 : une approche nouvelle de la restructuration de la dette souveraine », discours prononcé au Banquet annuel des membres du National Economists' Club, American Enterprise Institute, Washington, 26 novembre (disponible sur le site <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/sp01ind.htm>)

———, 2002, "New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking," address given at the Conference on Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards, Institute for International Economics, Washington D.C., April 1, 2002 (disponible sur <http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/040102.htm>).

Macmillan, Rory, 1995, "Towards a Sovereign Debt Work-Out System," *Northwestern Journal of International Law and Business*, Vol. 16, p. 57–75.

Miller, Brett H., 1991, "Sovereign Bankruptcy: Examining the United States Bankruptcy System as a Forum for Sovereign Debtors," *Law and Policy in International Business*, Vol. 22, p. 107–32.

Oechsli, Christopher G. 1981, "Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act," *Virginia Journal of International Law*, Vol. 21, p. 305–41.

Raffer, Kunibert (1990), "Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts: An Economically Efficient Solution with a Human Face," *World Development*, 18 (2): p. 301–11.

Reinisch, August, 1994, "The Need for an International Insolvency Procedure," *Österreichisches Bank-Archiv*, Vol. 42, p. 115–28.

Sachs, Jeffrey D., 1995, "Do We Need an International Lender of Last Resort?" Frank D. Graham Lecture at Princeton University 8, April 20, 1995 (manuscrit non publié disponible sur le site <http://www.ksg.harvard.edu/cid/ciddirector/publicat.html#Working>).

Schwarcz, Steven L., 2000, "Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach," *Cornell Law Review*, Vol. 85, p. 101–87.

Taylor, John, 2002, "Sovereign Debt Restructuring: A U.S. Perspective," address given at Conference on Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards, Institute for International Economics, Washington, D.C., April 1, 2002 (disponible sur le site <http://www.treas.gov/press/releases/po2056.htm>).



Comité de Bretton Woods . . .

Propositions et débat autour de la restructuration de la dette, du commerce et de l'aide



Grant Aldonas

L'ordre du jour de la réunion annuelle du Comité de Bretton Woods tenue le 6 juin a été marqué par des idées novatrices et plusieurs thèmes d'actualité. Cette association sans but lucratif créée en 1983 aux États-Unis pour sensibiliser l'opinion aux enjeux du développement et du financement international a entendu des communications de hauts responsables du FMI et de la Banque mondiale, ainsi que de représentants des États-Unis, de l'Union européenne (UE) et de groupes de réflexion. La journée de réunion a porté sur une nouvelle proposition de restructuration de la dette extérieure et permis de recueillir une série d'avis sur les questions de fond que posent le commerce, l'aide et le développement.

Restructuration de la dette et règlement des litiges

Dans un important discours, Anne Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, a révélé les nouveaux éléments du mécanisme de restructuration de la dette souveraine, à savoir une instance de règlement des différends (voir extraits de ce discours page 193). Si elle a l'assentiment des États membres du FMI, cette instance offrirait le cadre d'une restructuration ordonnée, décidée par les débiteurs et les créanciers. Le règlement des différends entre créanciers pourraient aussi relever de la même instance.



Gérard Depayre

Celle-ci ne pourra remettre en cause les décisions des pays membres du FMI sur l'adéquation de leurs politiques ni sur la viabilité de leur dette. La crédibilité et la légitimité de cette instance reposeraient sur sa capacité à régler les litiges entre créanciers, ainsi que les différends

entre ceux-ci et les débiteurs. «Dans un monde où les emprunteurs souverains s'adressent à des groupes de créanciers divers et épars, il faut trouver le moyen de surmonter les problèmes de coordination et d'action collective qui font obstacle à une restructuration prompte et efficace. Nous considérons qu'une instance de règlement des différends, de petite taille, aux attributions précises et réellement indépendantes des pays membres, serait le meilleur moyen d'y parvenir.»

Frictions entre riverains de l'Atlantique

Le désaccord commercial persistant entre les États-Unis et l'UE menace-t-il ce grand partenariat économique? Que faire pour apaiser les tensions? Les deux parties ont fait de leur mieux pour dégager des éléments de réponse. Grant Aldonas, Sous-Secrétaire américain au commerce international, a indiqué que le cycle de Doha qui s'amorce sera le cadre approprié de résolution de ces différends. Gérard Depayre, adjoint du représentant de l'UE à Washington, souligne que les différends agricole et sidérurgique qui agitent en ce moment les relations transatlantiques ne doivent pas remettre en cause le partenariat commercial de grande envergure qui lie les États-Unis à l'UE. Le dernier sujet de préoccupation de l'Union européenne a trait au récent relèvement des subventions agricoles décidé par les autorités américaines, qui menace les efforts amorcés par l'Europe pour réformer sa politique agricole commune. Comme M. Aldonas, il a appelé les deux parties à profiter du cycle de Doha pour sortir de l'impasse.

Le Brésil admis à tirer jusqu'à 10 milliards de dollars au FMI

Le Conseil d'administration du FMI a annoncé le 18 juin, que le Brésil est admis à bénéficier de ressources du FMI à hauteur de 7,7 milliards de DTS (10 milliards de dollars environ). Cette décision a été prise au terme de la troisième revue des résultats obtenus par le Brésil dans le cadre d'un accord de confirmation conclu avec le FMI.

À l'issue de la réunion, Anne Krueger, Première Directrice générale adjointe et Présidente par intérim du Conseil, a indiqué que malgré les bons antécédents de mise en œuvre des politiques, «l'évolution des marchés financiers ces dernières semaines impose aux autorités brésiliennes de maintenir fermement le cap de la gestion macroéconomique prudente qu'elles se sont fixées». Les mesures annoncées le 13 juin sont de nature à renforcer des fondamentaux macroéconomiques au demeurant robustes, ce qui devrait contribuer à la stabilisation des marchés financiers. «Le relèvement de l'objectif d'excédent du solde du

budget primaire consolidé du secteur public devrait aider à améliorer la dynamique de la dette publique, tandis que le récent resserrement de la liquidité est de nature à soutenir le *real*. Le rachat de la dette extérieure prévu devrait constituer un meilleur repère pour les entreprises brésiliennes qui souhaitent accéder aux marchés de capitaux internationaux, et soutenir le *real*. L'abaissement du plancher des réserves internationales nettes prévu dans le cadre du programme permettra d'effectuer ce rachat sans réduire la marge de manœuvre de la banque centrale.»

À moyen terme, a déclaré M^{me} Krueger, la poursuite de la réduction de l'important besoin de financement extérieur du Brésil, de celui du secteur public et de la forte proportion de la dette publique assortie de taux variables ou liée au taux de change — ainsi que la réalisation de progrès sur les volets restants du programme de réforme structurelle — contribueront à consolider la situation du Brésil.

Le texte intégral de la note d'information n° 02/50 relative au Brésil est disponible sur le site www.imf.org.

Un nouveau consensus de l'aide?

Abordant un domaine dans lequel les points de vue convergent, James Wolfensohn, Président de la Banque mondiale, a déclaré que l'aide au développement a franchi un cap décisif, les pays en développement étant désormais conscients de la nécessité d'ouvrir leur marché, de privatiser leur économie, de promouvoir l'initiative privée et d'accroître leur autonomie. La conférence des Nations Unies sur le financement du développement tenue en mars 2002 à Monterrey (Mexique) leur a aussi permis de se convaincre que le succès ou l'échec de leurs stratégies de développement dépend entièrement d'eux et de leur niveau d'intégration à l'économie mondiale. Pour leur part, les pays industrialisés sont de plus en plus conscients que la réalisation des objectifs de développement du Millénaire exigera plus d'efforts et de générosité. Toutes les parties doivent veiller à présent à la « mise en œuvre » des décisions prises. Des actions concertées s'imposent d'autant plus qu'il est admis que « la cloison imaginaire qui sépare les riches des pauvres s'est effondrée » le 11 septembre. « Le monde n'est pas scindé en deux. Il est un », a-t-il déclaré.

John Taylor, Sous-Secrétaire américain au Trésor, a aussi axé son intervention sur le développement, évoquant le fossé qui sépare la productivité dans les pays riches de celle des pays pauvres comme le défi majeur de ces pays. Ce fossé est le produit de la mauvaise gouvernance, des carences en matière d'éducation et des restrictions imposées à l'initiative privée. Pour le combler, il faut de la part des donateurs une assistance mieux ciblée et axée sur les résultats.

Les blocages sociopolitiques à la croissance

S'il est vrai que l'aide peut favoriser la croissance, il ne peut y avoir de progrès économique sans cohésion sociale et stabilité politique. C'est le message qui ressort des interventions de Richard Murphy, du Conseil des

relations internationales, et de José Angel Gurría, ancien Ministre des finances et des affaires étrangères du Mexique. Axant son propos sur le Moyen-Orient, M. Murphy a estimé que « la misère et le désespoir » qui sont au cœur de nombre de récents actes de terrorisme ne seront pas éradiqués sans un développement économique accru et tant que « plus de ces jeunes instruits mais marginalisés n'auront pas davantage voix au chapitre dans le destin politique de leurs pays ».

Dans une communication sur « L'ambivalence des relations des marchés émergents avec les institutions financières internationales », M. Gurría a rendu hommage aux institutions de Bretton Woods pour avoir conservé leur « pertinence » au regard des besoins de l'Amérique latine. Il a toutefois signalé qu'il faut être attentif à l'évolution politique récente et notamment au mécontentement des populations face aux « vieilles habitudes politiques », ainsi qu'à l'influence grandissante des ONG dans le processus politique. Les choses ont atteint le point où les dirigeants élus démocratiquement craignent de prendre des mesures qui n'auraient pas l'aval de ces organisations. ■

John Starrels
FMI, Département des relations extérieures



James Wolfensohn



John Taylor

Anoop Singh prend la tête du Département Hémisphère occidentale

Horst Köhler, Directeur général du FMI, a annoncé le 10 juin, la nomination d'Anoop Singh, actuel Directeur pour les opérations spéciales du FMI, pour succéder à Claudio Loser. M. Singh fera office de Directeur-désigné du Département Hémisphère occidental jusqu'au départ à la retraite de son prédécesseur, dans le courant de l'année. Il conservera son poste de Directeur pour les opérations spéciales, une composante que la direction a l'intention d'intégrer à l'organigramme du FMI d'ici la fin de l'été pour renforcer sa capacité de gestion et de prévention des crises financières.

M. Singh, de nationalité indienne, connaît les rouages du FMI depuis plus de 25 ans. Avant d'être nommé Directeur pour les opérations spéciales en février 2002, il était Directeur adjoint du Département Asie et Pacifique après avoir occupé divers postes de responsabilité au FMI. Au début des années 80, il a été chargé de mission auprès du Gouverneur de la Banque de réserve de l'Inde. Vers la fin des années 80, en détachement du FMI, il a exercé les fonctions de Conseiller principal du Vice-Président de la Banque mondiale pour l'Asie. M. Köhler a indiqué qu'Anoop Singh a « montré à maintes reprises de grandes qualités de stratège et de meneur d'hommes. Ces qualités lui seront très utiles au moment d'affronter les défis inhérents à ses nouvelles fonctions et qui ont trait à une région d'une importance cruciale ».

M. Köhler a aussi rendu hommage à son prédécesseur, M. Loser, « pour les éminents services qu'il a rendus au FMI au long de sa brillante carrière », ayant occupé les fonctions de Directeur du Département Hémisphère occidental depuis 1994.

Le texte intégral de la note d'information n° 02/46 est disponible sur le site www.imf.org.



Utilisation des ressources du FMI

(Millions de DTS)

	En mai 2002	Janvier-mai 2002	Janvier-mai 2001
Compte des ressources générales	436,13	9.383,88	7.668,73
Accords de confirmation	50,00	8.722,51	7.609,93
FRS	0,00	0,00	4.007,28
Accords élargis de crédit	386,13	661,37	58,80
MFC	0,00	0,00	0,00
FRPC	0,00	323,03	283,89
Total	436,13	9.706,91	7.952,62

FRS = facilité de réserve supplémentaire

MFC = mécanisme de financement compensatoire

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

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

Source : FMI, Département de la trésorerie.

Entretien avec Daniel Yergin . . .

Regain de confiance à l'égard des marchés depuis 1970, mais le balancier repart en sens inverse



M. Yergin: «Hélas, les pays qui ont réussi sont généralement occultés du débat.»

*L*e Département des relations extérieures a invité Daniel Yergin, lauréat du prix Pulitzer, à une discussion avec les services du FMI le 4 juin, sur la série de reportages télévisés intitulée *The Commanding Heights: The Battle for The World Economy*. Le titre de cette série, qui dure six heures, est emprunté au livre qu'il a écrit avec Joseph Stanislaw [La grande bataille. Les marchés à l'assaut du pouvoir : une histoire de l'économie mondiale du XX^e siècle]. Il relate la confrontation des thèses économiques et du rôle de l'État dans le fonctionnement des marchés, thèmes qui ont dominé le XX^e siècle. Au terme de la discussion, il s'est entretenu avec Prakash Loungani, du Département des relations extérieures.

M. LOUNGANI : Quel grand thème abordez-vous dans *The Commanding Heights*?

M. YERGIN : Il y en a deux. La rivalité entre les marchés et l'État pour occuper les «positions dominantes», comme Lénine désignait les secteurs économiques stratégiques. Il y a aussi le débat passionné sur les effets de la mondialisation, en particulier depuis la chute du mur de Berlin. N'oublions pas que le commerce international a doublé depuis lors.

M. LOUNGANI : C'est tout sauf un film d'évasion. Comment la série a-t-elle été accueillie et sera-t-elle diffusée en dehors des États-Unis?

M. YERGIN : La critique a été élogieuse et la réaction des milieux politiques, du secteur privé et des universitaires a été favorable. Il est aussi flatteur d'entendre dire que des adolescents sont captivés. Contre toute attente, à un moment donné, les ventes ont dépassé celles de la trilogie du film *Star Wars* chez Amazon. La série devrait être diffusée dans une douzaine de pays. Un excellent site Internet la diffuse également [www.pbs.org/wgbh/commandingheights].

M. LOUNGANI : La difficulté à définir la mondialisation et son point de départ ne semble pas freiner le débat.

M. YERGIN : J'en conviens. Mais mon fils affirme que la mondialisation est née en 1964 avec la première tournée mondiale des Beatles. D'aucuns vous diront que le pro-

cessus s'est engagé il y a cinq siècles avec le développement des moyens de navigation et l'avènement de «l'ère des explorations». Le choix du point de départ est donc un peu arbitraire. Je pense que la mondialisation au sens moderne commence à la fin de la seconde guerre mondiale, époque à laquelle des sages se sont réunis pour tirer les leçons des conflits mondiaux et de la Grande dépression et éviter que ces événements se produisent. Huit cycles de négociations multilatérales, qui ont provoqué une remarquable expansion du commerce international, se sont succédé dans l'après-guerre. Je situerais la seconde vague de la mondialisation à la chute du communisme qui a été suivie d'une augmentation considérable des courants d'échanges dans les années 90.

M. LOUNGANI : Vous défendez le libre-échange, mais d'autres sont plus réservés quant à ses effets.

M. YERGIN : Le commerce a permis à nombre de pays de s'affranchir de la pauvreté. Hélas, les pays qui ont réussi sont généralement occultés du débat. Il y a une quarantaine d'années, Singapour était si pauvre que certains observateurs doutaient qu'il soit un pays viable. Aujourd'hui, le revenu par habitant y est plus élevé qu'au Royaume-Uni. La Corée et l'Inde avaient des niveaux de revenu par habitant comparables en 1960; aujourd'hui, la Corée est vingt fois plus riche, grâce à son intégration à l'économie mondiale. Il y a bien d'autres différences entre les pays, mais je crois qu'il s'agit là d'un point essentiel. L'Inde affiche à l'évidence de meilleurs résultats depuis qu'elle s'ouvre au commerce. Les locomotives de l'économie aujourd'hui sont les pays qui font le pari de la mondialisation. À mon avis, il faut retenir avant tout que le commerce est un puissant outil de lutte contre la pauvreté. Les «gains issus du commerce» sont une notion si évidente pour les économistes qu'ils la prennent pour acquise, ce qui est loin d'être le cas pour tout le monde.

M. LOUNGANI : Que pensez-vous de l'incidence du commerce sur l'inégalité des revenus? D'aucuns considèrent que les fruits de la mondialisation et de l'expansion des marchés sont inégalement répartis.

M. YERGIN : Deng Xiaoping a trituré la question, ramenée à la Chine, durant des années en résidence surveillée pour aboutir à cette fameuse conclusion : «j'ai le choix entre répartir la richesse et répandre la pauvreté.» On peut avoir un système égalitaire où tout le monde vit dans la misère ou une économie de marché qui fonctionne par incitations et répartition inégale des revenus. Il y a toujours des risques de dérapage en

économie de marché. L'appât du gain se développe, les valeurs se perdent et la corruption s'installe. Mais il en va de même dans une économie dirigée comme l'a montré l'expérience des pays communistes.

M. LOUNGANI : L'Afrique est souvent citée pour illustrer les dangers de la mondialisation; si certains pays africains tirent leur épingle du jeu, d'autres sont marginalisés. Le FMI et la Banque mondiale sont souvent accusés d'être la cause des maux de l'Afrique.

M. YERGIN : C'est un exemple de ce que Jagdish Bhagwati appelle «la perfidie des accusations mal placées». Lors d'une récente émission télévisée à laquelle je participais, l'un des invités a accusé le FMI et la Banque mondiale d'être responsables de la propagation du SIDA en Afrique. Soyons sérieux! Qu'est-ce qui nuit à l'Afrique : les problèmes de santé publique, la corruption, l'arbitraire, les entraves à l'initiative privée, les guerres et les conflits ethniques ou la mondialisation? J'ai du mal à accepter que le commerce et la mondialisation augmentent les risques de conflit et autres. L'Inde est peut-être au bord d'un conflit en ce moment, mais faut-il pour autant dire que c'est le résultat de la formidable poussée de ses exportations de logiciels?

M. LOUNGANI : Parlons de la rivalité entre économies de marché et planifiées. Brink Lindsey, de l'Institut Cato, dit dans un nouveau livre que la main de fer des partisans du tout-État n'a pas totalement disparu.

M. YERGIN : Force est de reconnaître qu'il y a un regain de confiance envers les marchés depuis les années 70, même si l'intendance ne suit pas toujours dans beaucoup de pays. À l'époque, les États-Unis avaient réglementé les salaires et les prix; en Inde, l'accent était mis sur une forme d'économie mixte; dans tous les pays en développement, à l'exception de l'Asie de l'Est, il y avait une profonde méfiance à l'égard des capitaux étrangers. En opposant le marché à l'État, il convient d'avoir à l'esprit l'équilibre de la confiance. De toute évidence, il a basculé en faveur des marchés. Très récemment, le mouvement de balancier semble avoir repris en sens inverse.

M. LOUNGANI : Pourquoi?

M. YERGIN : Pour plusieurs raisons. Le souci permanent de sécurité apparu depuis les événements du 11 septembre donne bien évidemment un rôle prépondérant aux États. L'expérience de l'Argentine pose certaines questions sur la performance du marché. Le cas de la société Enron et d'autres pose la question de la gouvernance des entreprises, c'est-à-dire savoir si les marchés peuvent s'autoréguler, s'il faut une intervention plus marquée de l'État ou plutôt revoir les cadres de régulation existants. Pour le moment, on privilégie la gouvernance des entreprises. Il va sans dire que l'heure est plus à l'inquiétude qu'à l'optimisme quant aux perspectives économiques.

M. LOUNGANI : Des trois points que vous évoquez, l'Argentine revêt évidemment un intérêt particulier pour le FMI. Que pensez-vous de cette expérience?

M. YERGIN : Pendant longtemps, l'Argentine a été l'élève modèle en matière de réforme et la Russie, le cancre. La situation s'est inversée. L'Argentine est un cauchemar économique. Certains considèrent que les réformes, l'évolution vers une économie de marché et, bien sûr le FMI, en sont la cause. Mais il est certain que le véritable problème tient à l'insuffisance des réformes. Elles ont été interrompues au milieu des années 90. La culture politique qui a permis d'accumuler une dette de 142 milliards de dollars dont le service ne peut plus être assuré à l'heure actuelle, la nature des relations entre le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux et la corruption me semblent être à la racine du mal argentin.

M. LOUNGANI : Quelle qu'en soit la cause, l'expérience de l'Argentine ne risque-t-elle pas de nuire à la libéralisation économique en général dans la région?

M. YERGIN : Il faut regarder de près la situation de chaque pays. Comparons l'Argentine au Chili, par exemple. Dans l'entretien qu'il nous a accordé pour la série, le Président Ricardo Lagos Escobar a indiqué que les réformes ont préparé le Chili à s'insérer dans un monde plus ouvert. Ce sont les mots d'un opposant farouche à Augusto Pinochet, qui avait été pressenti comme Ambassadeur du Chili à Moscou, du temps de Salvador Allende. Après 14 ans de démocratie, le Chili se porte très bien. Le Mexique continue à tirer parti de son intégration à l'économie mondiale. Au Brésil, tout dépendra des résultats de l'élection présidentielle. En somme, je suis d'accord qu'il subsiste des points d'interrogation et qu'il n'y a pas lieu de faire de triomphalisme.

M. LOUNGANI : Vous dites dans votre livre *Le prix*, que «le marché pétrolier est à 10 % économique et à 90 % politique». Est-ce toujours vrai?

M. YERGIN : La remarque s'applique au marché pétrolier des années 30 et souligne la spécificité du pétrole. La politique y est très présente. Le pétrole n'est certes, la plupart du temps, qu'un produit de base comme un autre, mais il n'a pas perdu son aptitude à se transformer rapidement en produit stratégique, entouré de considérations géopolitiques. Nous avons un circuit d'approvisionnement gigantesque, tentaculaire et souple. Vu sa taille, il est assez étonnant qu'il fonctionne aussi bien et il obéit de plus en plus aux lois du marché. Les grandes compagnies nationales sont devenues des multinationales. Le secteur public

Photographies : Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez et Michael Spilotro (FMI); Comité de Bretton Woods, pages 200–201.

Le cas de la société Enron et d'autres pose la question de la gouvernance des entreprises, c'est-à-dire savoir si les marchés peuvent s'autoréguler, s'il faut une intervention plus marquée de l'État ou plutôt revoir les cadres de régulation existants.

Daniel Yergin



conserve une certaine influence dans les sociétés pétrolières privées russes, mais sans commune mesure avec la situation antérieure.

La politique est encore très présente dans ce secteur, comme le montrent les luttes intestines au Venezuela. Nul ne sait dans quel sens évoluera le Proche-Orient. De multiples forces sont en action dans la région : pressions démographiques, influence de la télévision par satellite, etc. M^{me} Thatcher a rappelé dans l'entretien qu'elle m'a accordé pour *The Commanding Heights* le principe

dont elle fait sa loi : «l'imprévu se produit». C'est un principe fondamental de la sécurité énergétique, qui explique «la prime à la peur» atteignant 5 à 6 dollars ces derniers mois, encore qu'elle soit retombée à 2 ou 3 dollars par baril.

M. LOUNGANI : L'un des épisodes de votre série porte sur la crise financière asiatique et celles qui ont suivi. À votre avis, quelle en est la cause?



M. Yergin : «Nous devons mettre en place les règles appropriées pour que le système mondial soit plus souple, plus bénéfique et plus légitime. Les institutions financières internationales ont un rôle difficile mais essentiel à jouer. Vous devez tous vous acquitter de vos tâches dans un climat d'hostilité infondée.»

M. YERGIN : Elle a été provoquée par la faiblesse des marchés de capitaux, l'accumulation de dettes à court terme, la piètre gouvernance des entreprises et l'émergence de la Chine comme force commerciale à partir de 1994. En tant qu'économiste-historien, j'y vois aussi l'éclatement d'une bulle classique. On a tendance à oublier l'effervescence des années 1995–96 qui ont précédé la crise. Après une décennie de forte croissance, l'Asie représentait l'avenir et «les valeurs asiatiques» la référence. Nous citons un dirigeant d'entreprise qui estime que «si nous sommes absents du marché asiatique demain, nous manquerons le coche». Cette bulle est à l'image de la bulle japonaise des années 80. En fait, je voulais l'illustrer dans la série par l'image d'un train à grande vitesse partant de Tokyo qui entre dans un tunnel et ressort en Asie du sud-est.

M. LOUNGANI : Nombreux sont les membres des services du FMI comme moi, qui trouvent votre analyse du rôle du FMI dans la crise très mesurée.

M. YERGIN : Merci. Le but était de présenter la situation avec des arguments aussi clairs et convaincants que possible en évitant tout cliché et accusation gratuite. Mais la situation était en constante évolution et à

Publications récentes

IMF Staff Country Reports (Rapport sur les pays membres, 15 dollars)

- 02/106: Switzerland: 2002 Article IV Consultation
- 02/107: Switzerland: Selected Issues
- 02/108: Switzerland: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes
- 02/109: Hungary: Selected Issues and Statistical Appendix
- 02/110: Hungary: Report on the Observance of Standards and Codes
- 02/111: Hungary: 2002 Article IV Consultation
- 02/112: Hungary: Financial System Stability Assessment Follow-up, including Reports on the Observance of Standards and Codes
- 02/113: Bangladesh: 2001 Article IV Consultation
- 02/114: Bangladesh: Selected Issues and Statistical Appendix

Working Papers (Documents de travail, 10 dollars)

- 02/85: *When Is Economic Growth Pro-Poor? Experiences in Malaysia and Pakistan*, Mahmood H. Khan
- 02/86: *Determinants and Repercussions of the Composition of Capital Inflows*, Mark Carlson and Leonardo F. Hernandez

- 02/92: *Macroeconomic Adjustment in a Highly Dollarized Economy: The Case of Cambodia*, Mario de Zamaroczy and Sopenha Sa
- 02/93: *Escaping the Curse of Oil? The Case of Gabon*, Ludvig Soderling
- 02/94: *The Role of Internal Audit in Government Financial Management: An International Perspective*, Jack Diamond
- 02/95: *Why Is It So Hard to Finance Budget Deficits? Problems of a Developing Country*, Andrew Feltenstein and Shigeru Iwata
- 02/96: *The Estonian Currency Board: Its Introduction and Role in the Early Success of Estonia's Transition to a Market Economy*, Adalbert Knöbl, Andres Sutt, and Basil B. Zavoico

Divers

- Manuel sur la transparence des finances publiques* (19,50 dollars)



Vous pouvez vous procurer ces publications en vous adressant à : IMF Publication Services, Box X2002, 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*.

chaque étape, les gens ont été pris à l'improviste. Il y a eu coup sur coup la Thaïlande, la Corée, l'Indonésie, la Russie, le fonds de gestion des capitaux à long terme, le Brésil. Je pense néanmoins qu'il faut prendre du recul et en tirer les leçons. Des taux d'intérêt élevés sont-ils nécessaires à la stabilisation de la monnaie et de l'économie ou nuisent-ils à l'économie. Quel niveau peuvent atteindre ces taux? Il faut dépassionner le débat. Quels types de capitaux sont sortis les premiers d'Asie? Les données montrent que l'essentiel des «capitaux fébriles» consistait en prêts à court terme de banques japonaises et européennes et en argent appartenant à des locaux.

M. LOUNGANI : Mais en assimilant cette situation à l'éclatement d'une bulle classique, vous laissez entendre que même en ayant la réponse à ces questions, il serait difficile de faire totalement échec aux crises.

M. YERGIN : Bien entendu. Après avoir parcouru la tranche de l'histoire que couvre la série, on réalise à quel point un endettement excessif peut être dévastateur, qu'il s'agisse de la Grande dépression de 1929–31 aux États-Unis, de la crise asiatique ou de la bulle des télécoms dont les effets se font encore ressentir en ce moment. Des gens accumulent des dettes, persuadés que rien ne changera, ignorant le niveau d'endettement général du système et sans se douter que la situation économique peut changer du tout au tout. Le plus gros risque tient au fait que tout le monde veut profiter des périodes d'expansion. Il y a une sorte de frénésie, l'endettement s'accroît et il y a plus d'institutions vulnérables qu'on ne le pense. Ceci ne donne que plus de mérite aux dispositions prises pour renforcer la transparence, mieux surveiller la dette du secteur privé et mettre en garde contre une libéralisation trop rapide des mouvements de capitaux.

M. LOUNGANI : Dans un récent entretien informel, le Directeur général s'est dit «inquiet de constater

que malgré les discours, le monde est dans une situation difficile et menace de se morceler...».

Qu'en pensez-vous?

M. YERGIN : C'est très frappant, et cela fait écho à nos travaux qui s'articulent sur trois scénarios pour l'avenir : «mondialisation», «Léviathan» et «morcellement». À mon avis, les propos les plus inquiétants repris dans la série sont ceux de Friedrich von Hayek disant que «nous n'avons pas réalisé à quel point notre civilisation était fragile» évoquant la balle de l'assassin tirée en 1914, qui a provoqué trente ans de drames indicibles. Le FMI et la Banque mondiale ont été créés à Bretton Woods en 1944 parce que des visionnaires sages ont tiré les leçons de ces trente années afin que cette situation ne se reproduise pas. Quelles ont été ces leçons? Éviter le morcellement

En anglais sur le site www.imf.org

Notes d'information

- 02/46 : Le FMI nomme Anoop Singh à la tête du Département Hémisphère occidental, 10 juin (voir page 201)
- 02/47 : Le FMI achève la cinquième revue de l'accord FRPC avec la Mauritanie et approuve sur le principe un décaissement de 8 millions de dollars, 10 juin
- 02/48 : Le FMI achève la quatrième revue de l'accord FRPC avec le Mozambique et approuve un décaissement de 11 millions de dollars, 17 juin
- 02/49 : La direction du FMI recommande une augmentation de l'accord de confirmation conclu avec l'Uruguay, 18 juin
- 02/50 : Le FMI achève la troisième revue de l'accord de confirmation avec le Brésil, 18 juin

Communiqués de presse

- 02/26 : La Zambie accepte les obligations de l'article VIII, 20 mai
- 02/27 : Le FMI approuve un décaissement de 750 millions de dollars au titre de l'accord FRPC en faveur de la République démocratique du Congo, 13 juin
- 02/28 : Le FMI adopte la déclaration de non-coopération vis-à-vis du Zimbabwe et suspend l'assistance technique, 14 juin

Notes d'information au public

- 02/58 : Le FMI achève les consultations de 2002 au titre de l'article IV avec la Hongrie, 5 juin
- 02/59 : Le Conseil d'administration du FMI examine les formules de calcul des quotes-parts, 14 juin
- 02/60 : Le FMI achève les consultations de 2002 au titre de l'article IV avec Saint-Kitts-et-Nevis, 14 juin

Discours

«Restructuration des dettes souveraines et règlement des différends», par Anne Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, à la réunion annuelle du Comité de Bretton Woods, Washington, 6 juin (voir page 193)

Transcriptions

- Point de presse de Thomas C. Dawson, Directeur du Département des relations extérieures, 6 juin
- Point de presse sur le *Global Financial Stability Report*, 12 juin (voir page 193)

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
17 juin	2,31	2,31	2,96
24 juin	2,32	2,32	2,97

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des cinq pays dont les monnaies composent le panier de calcul du DTS. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS et représente le coût d'utilisation des ressources du FMI. Les trois taux sont calculés le vendredi et appliqués la semaine suivante. Les taux de rémunération et de commission de base sont ajustés en fonction des arrangements conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI : www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2002.

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

Source : Département de la trésorerie.

du monde et la disparition de la coopération entre les nations.

Nous vivons encore à l'ère des États-nations et dans un marché planétaire. Nous devons mettre en place les règles appropriées pour que le système mondial soit plus souple, plus bénéfique et plus légitime. Les institutions financières internationales ont un rôle difficile mais essentiel à jouer. Vous devez tous vous acquitter de vos tâches dans un climat d'hostilité infondée. Dans

l'épreuve, je souhaite que la sagesse des pères fondateurs de Bretton Woods vous guide et que vous vous inspiriez de leur clairvoyance pour apporter des solutions novatrices en vous projetant dans l'avenir. ■

La série *The Commanding Heights: The Battle for the World Economy*, est disponible sur vidéo auprès de Amazon.com ou de WGBH-TV Boston ((800) 949-8670).

Accords du FMI au 31 mai

Pays membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Total approuvé	Solde non tiré
(Millions de DTS)				
Accords de confirmation				
Argentine ¹	10 mars 2000	9 mars 2003	16.936,80	7.180,49
Brésil ¹	14 sept. 2001	13 déc. 2002	12.144,40	8.468,82
Bulgarie	27 févr. 2002	26 févr. 2004	240,00	208,00
Guatemala	1 ^{er} avr. 2002	31 mars 2003	84,00	84,00
Lettonie	20 avr. 2001	19 déc. 2002	33,00	33,00
Lituanie	30 août 2001	29 mars 2003	86,52	86,52
Pérou	1 ^{er} févr. 2002	29 févr. 2004	255,00	255,00
Roumanie	31 oct. 2001	29 avr. 2003	300,00	248,00
Sri Lanka	20 avr. 2001	19 août 2002	200,00	48,32
Turquie ¹	4 févr. 2002	31 déc. 2004	12.821,20	4.627,20
Uruguay	1 ^{er} avr. 2002	31 mars 2004	594,10	471,50
Total			43.695,02	21.710,85
Accords élargis de crédit				
Colombie	20 déc. 1999	19 déc. 2002	1.957,00	1.957,00
Indonésie	4 févr. 2000	31 déc. 2003	3.638,00	1.926,72
Serbie/Monténégro	14 mai 2002	13 mai 2005	650,00	600,00
Ukraine	4 sept. 1998	3 sept. 2002	1.919,95	726,95
Total			8.164,95	5.210,67
Accords FRPC				
Arménie	23 mai 2001	22 mai 2004	69,00	59,00
Azerbaïdjan	6 juil. 2001	5 juil. 2004	80,45	64,35
Bénin	17 juil. 2000	16 juil. 2003	27,00	12,12
Bolivie	18 sept. 1998	7 juin 2002	100,96	37,10
Burkina Faso	10 sept. 1999	9 déc. 2002	39,12	5,58
Cambodge	22 oct. 1999	28 févr. 2003	58,50	16,72
Cameroun	21 déc. 2000	20 déc. 2003	111,42	63,66
Cap-Vert	10 avr. 2002	9 avr. 2005	8,64	7,41
Côte d'Ivoire	29 mars 2002	27 mars 2005	292,68	234,14
Djibouti	18 oct. 1999	17 oct. 2002	19,08	10,00
Éthiopie	22 mars 2001	21 mars 2004	100,28	41,72
Géorgie	12 janv. 2001	11 janv. 2004	108,00	81,00
Ghana	3 mai 1999	30 nov. 2002	228,80	52,58
Guinée	2 mai 2001	1 ^{er} mai 2004	64,26	51,41
Guinée-Bissau	15 déc. 2000	14 déc. 2003	14,20	9,12
Honduras	26 mars 1999	31 déc. 2002	156,75	48,45
Kenya	4 août 2000	3 août 2003	190,00	156,40
Lesotho	9 mars 2001	8 mars 2004	24,50	14,00
Madagascar	1 ^{er} mars 2001	29 févr. 2004	79,43	56,74
Malawi	21 déc. 2000	20 déc. 2003	45,11	38,67
Mali	6 août 1999	5 août 2003	51,32	19,65
Mauritanie	21 juil. 1999	20 déc. 2002	42,49	12,14
Moldova	21 déc. 2000	20 déc. 2003	110,88	92,40
Mongolie	28 sept. 2001	27 sept. 2004	28,49	24,42
Mozambique	28 juin 1999	27 juin 2002	87,20	25,20
Niger	22 déc. 2000	21 déc. 2003	59,20	33,82
Pakistan	6 déc. 2001	5 déc. 2004	1.033,70	861,40
République dém. pop. lao	25 avr. 2001	24 avr. 2004	31,70	22,64
République kirghize	6 déc. 2001	5 déc. 2004	73,40	61,68
São Tomé-et-Principe	28 avr. 2000	27 avr. 2003	6,66	4,76
Sierra Leone	26 sept. 2001	25 sept. 2004	130,84	74,67
Tanzanie	4 avr. 2000	3 avr. 2003	135,00	35,00
Tchad	7 janv. 2000	6 janv. 2003	47,60	15,80
Vietnam	13 avr. 2001	12 avr. 2004	290,00	207,20
Zambie	25 mars 1999	28 mars 2003	278,90	174,08
Total			4.225,56	2.725,03
Grand total			56.085,53	29.646,55

¹Y compris les montants au titre de la facilité de réserve supplémentaire.

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

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

Source : FMI, Département de la trésorerie.

Les pays membres

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

La restructuration des entreprises, clé de la relance des économies en sortie de crise

La restructuration en profondeur du secteur des entreprises est peut être l'une des tâches les plus ardues des décideurs économiques. Cet impératif naît des crises financières, lorsque les défaillances d'entreprises se généralisent. Mark R. Stone, économiste principal au Département de la monnaie et des changes, estime dans une étude à paraître dans la série des dossiers économiques du FMI, que la réussite de ces restructurations exige des pouvoirs publics, des mesures volontaristes pour déterminer les priorités, remédier aux défaillances du marché, réformer les cadres légaux et fiscaux et surmonter la résistance de puissants groupes d'intérêts.

Après une décennie de performance économique médiocre, les avis concordent sur le fait que l'économie japonaise ne se redressera pas et que sa vulnérabilité aux crises ne disparaîtra pas sans une profonde restructuration des entreprises dont le surendettement résulte de politiques d'investissement et d'une gouvernance hasardeuses. Leur faible rentabilité est liée à l'atonie des bilans et du bénéfice d'exploitation des banques. Des progrès notables ont certes été accomplis ces dernières années pour contenir cet endettement, mais ils sont avant tout le résultat d'une forte contraction de leurs emprunts, ce qui peut limiter les perspectives d'expansion économique.

En 2002, les autorités ont accéléré la restructuration du secteur des entreprises. Le dispositif encourage les banques et les entreprises à convenir de restructurations amiables en échange de l'annulation ou de la titrisation des dettes, suivant des directives à établir par les ministères compétents et par les associations professionnelles et bancaires.

Comme le montre l'exemple du Japon, la restructuration des grandes entreprises imposée par la vulnérabilité accrue du système financier et, dans certains cas, la crise financière est l'un des défis majeurs auxquels un pays peut être confronté. Le gouvernement est forcé de prendre les devants, ne serait-ce qu'indirectement en raison de divers impératifs : établir un ordre de priorités de la politique économique et financière, remédier à la défaillance des marchés, réformer le cadre légal et la fiscalité, et vaincre la résistance de puissants groupes d'intérêts.

Marc R. Stone, auteur de plusieurs publications sur le secteur des entreprises, les crises financières et la politique monétaire considère qu'une politique gouvernementale réussie de restructuration des entreprises doit suivre un certain cheminement. Le gouvernement doit tout d'abord se doter d'une politique macroéconomique et d'instruments juridiques appropriés. Le processus doit ensuite s'amorcer par la mise en place

d'incitations judicieuses pour associer les banques et relancer le crédit, après quoi la restructuration proprement dite peut démarrer effectivement avec le tri des entreprises viables et non viables suivi de la restructuration des unes et de la liquidation des autres.

Asseoir les bases de la restructuration

La restructuration des entreprises s'impose généralement en cas de crise financière systémique, définie comme de graves perturbations des marchés financiers qui, paralysant leur fonctionnement, nuit considérablement à l'activité économique. L'interpénétration du secteur des entreprises et du secteur financier qui caractérise les crises systémiques impose donc une double restructuration. M. Stone estime qu'il ne peut y avoir de restructuration réussie sans fondements robustes étayés par des politiques économiques globales :

- La stabilité économique générale doit susciter la confiance nécessaire pour épauler la restructuration de la dette. La stabilité des prix, des taux d'intérêt et de change est nécessaire pour que l'action des débiteurs, créanciers et investisseurs potentiels s'inscrive dans un climat de sérénité.

- Il faut évaluer promptement l'ampleur et la nature des difficultés des entreprises pour déterminer le caractère systémique du problème et dans quelle mesure les pouvoirs publics doivent jouer un rôle de premier plan.

- Une stratégie de restructuration globale couvrant le secteur des entreprises et le secteur financier doit être mise en œuvre dès que la crise est jugée de portée systémique et englober toutes les parties intéressées.

- Un cadre légal et réglementaire incitatif assorti de pratiques comptables saines est nécessaire. Les aspects juridiques clés de la restructuration sont entre autres, les normes de saisie immobilière, les règles qui régissent l'investissement étranger ainsi que les fusions et acquisitions.

- La gouvernance des entreprises doit obéir aux normes internationales pour encourager les entreprises viables à restructurer leur bilan et à optimiser leur valeur.

- La fermeture des entreprises non viables s'accompagnera d'un coût social qui peut exiger que les pouvoirs publics adoptent des mesures compensatoires pour aider les pauvres et préserver l'appui de l'opinion aux politiques de restructuration. Les mesures de soutien doivent être prises en concertation avec les partenaires sociaux.

Le secteur financier. La restructuration des entreprises ne peut s'engager sans progrès notables de celle du secteur financier. Le tarissement des avoirs





Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Rédactrice principale

Elisa Diehl
Natalie Hairfield
Jacqueline Irving
Rédactrices

Lijun Li
Maureen Burke
Assistants de rédaction

Philip Torsani
Maquettiste/Graphiste

Julio R. Prego
Graphiste

Avec la collaboration de
Prakash Loungani

Édition française

Division française
Services linguistiques

Désiré Ahouanmènou
Traduction

Martine Rossignol-Winner
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 de la *National Geographic* (sixième édition). Les articles du *Bulletin* peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à imfsurvey@imf.org. Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2002, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org.

1^{er} juillet 2002

208

bancaires lié aux crises financières entraîne généralement une forte réduction des prêts aux entreprises viables et non viables, ce qui aggrave la contraction générale de l'activité. Les banques doivent disposer des capitaux et des incitations nécessaires pour prendre part à la restructuration.

La première phase de la restructuration financière doit consister à distinguer, dans toute la mesure du possible, les institutions financières viables de celles qui ne le sont pas. L'assistance financière et technique des institutions financières internationales peut y aider. Les établissements bancaires non viables doivent être repris et leurs avoirs liquidés ou cédés à une société patrimoniale, tandis que les entreprises viables doivent être recapitalisées.

Le secteur des entreprises. Ici, la restructuration ne peut démarrer que lorsque les banques et les intervenants du marché sont prêts et aptes à y prendre part. Comme pour le secteur financier, la première tâche doit consister à faire le tri entre les entités viables et non viables. Les entreprises non viables sont celles dont la valeur de liquidation est supérieure à la valeur résiduelle, en tenant compte des coûts potentiels de restructuration, du taux de change «d'équilibre» et des taux d'intérêt. La fermeture des entreprises non viables permet d'éviter qu'elles n'absorbent du crédit ou n'accentuent les pertes des banques. La difficulté à repérer les entreprises non viables est aggravée par la piètre performance des entreprises pendant et immédiatement après la crise. La liquidation peut être accélérée par des juridictions spécialisées ou la rénovation du droit des faillites.

Que doivent faire les pouvoirs publics?

M. Stone constate que le rôle des pouvoirs publics dans la restructuration des entreprises est particulier à chaque pays, en raison de sa complexité, de ses conséquences sociales et de l'association de diverses composantes de la société. Il y a donc peu de principes ou de méthodes universels d'élaboration des choix de politique, notamment par comparaison avec d'autres aspects de politique structurelle tels que la libéralisation des mouvements de capitaux et la réforme du marché de l'emploi.

Les incitations financières qui s'inscrivent dans un schéma de financement public préétabli sont utiles en cas de problèmes systémiques, de défaillance du marché ou du cadre réglementaire entravant la restructuration, et pour autant que l'État dispose de ressources



budgétaires suffisantes. Une société de gestion patrimoniale publique peut racheter les créances douteuses, prendre des participations dans les banques ou les entreprises, négocier avec les débiteurs et jouer un rôle financier et opérationnel actif. M. Stone soutient que cette formule s'impose lorsqu'il y a un grand nombre d'entreprises en difficulté et que des facteurs microéconomiques entravent considérablement la restructuration.

Les leçons de l'expérience des pays

De cette diversité, M. Stone tire ces enseignements :

- Les gouvernements doivent être prêts à prendre les devants dès que la crise atteint une ampleur systémique.
- Un cadre macroéconomique et juridique approprié est primordial.
- Des mesures doivent être prises d'urgence pour amortir le coût social de la crise et de la restructuration.
- La restructuration doit reposer sur une stratégie globale et transparente englobant les entreprises et le secteur financier.
- Les objectifs doivent être énoncés d'emblée et des clauses d'extinction prévues dans la loi d'habilitation des organes de restructuration sur cette base.
- Un vigoureux effort doit être réalisé pour instaurer des procédures efficaces de règlement des faillites, face aux pressions de groupes d'intérêts particuliers.
- L'État doit veiller à se dégager de l'activité économique une fois les objectifs de la restructuration atteints, pour permettre la réalisation de taux de croissance élevés à long terme.
- Il faut en moyenne cinq ans pour mener à bien les restructurations de grande envergure.
- Les crises peuvent en définitive stimuler la croissance à long terme, en affaiblissant les groupes d'intérêts particuliers qui faisaient jusque-là obstacle au changement et en favorisant la restructuration des entreprises. ■

Jeremy Cliff
FMI, Département des relations extérieures

Pour se procurer gratuitement *Corporate Sector Restructuring: The Role of Government in Times of Crisis*, par Mark R. Stone, à paraître en juillet dans la série des dossiers économiques du FMI, s'adresser au Service des publications. Voir instructions page 204.