

Processus d'examen interne . . .

Le Conseil d'administration étudie le rôle qui sera dévolu au Service d'évaluation indépendant

Dans un communiqué de presse diffusé le 18 août, le Conseil d'administration du FMI a annoncé qu'il avait examiné le 3 août la mise en route du Service d'évaluation indépendant (voir communiqué de presse du FMI n° 00/27) et qu'il était convenu de publier le document de référence qui a servi de base de discussion, ainsi que les conclusions du Président.

Les administrateurs ont pris note avec intérêt du document préparé par le groupe d'évaluation du Conseil d'administration et ont jugé que les propositions constituaient un important pas en avant vers la mise en route du Service d'évaluation indépendant. Le Conseil d'administration fera un compte rendu de la mise en place du Service d'évaluation au Conseil des gouverneurs lors de l'Assemblée annuelle à Prague en septembre. Les administrateurs prévoient que le Service sera opérationnel avant la réunion du Comité moné-

taire et financier international à Washington au printemps 2001. Ils estiment que le Service est un complément important des travaux généraux d'examen et d'évaluation au sein du FMI et qu'il permettra à l'institution de mieux tirer les enseignements de la pratique pour améliorer son fonctionnement à l'avenir.

Voici des extraits des conclusions de Horst Köhler, Directeur général du FMI, à l'issue des débats. Le texte intégral, les communiqués de presse du FMI n° 00/27 et n° 00/49, ainsi que le document de référence sont disponibles (en anglais) sur le site du FMI (www.imf.org).

«L'une des principales questions lors de nos débats était comment assurer que les travaux du Service d'évaluation appuient totalement le rôle de surveillance du Conseil d'administration et contribuent à la transparence du FMI et à l'approfondissement de sa culture institutionnelle. Des vues diverses ont été

Séminaire de l'Institut du FMI . . .

M. Frankel remet en question la défiance générale à l'égard des régimes de change intermédiaires

Au cours d'une présentation animée lors d'un séminaire de l'Institut du FMI le 7 août, Jeffrey Frankel, professeur titulaire de la chaire de Harpel à la School of Government de l'université Harvard, a examiné des questions d'actualité concernant la politique de change, en insistant sur l'énigme ci-après : alors que les économistes et les autorités préconisent l'abandon des régimes de change intermédiaires depuis la fin de la crise asiatique, pourquoi la moitié des pays environ appliquent-ils toujours un régime de ce type?

Pour éclaircir ce mystère, M. Frankel a cherché à savoir si le régime de change a de l'importance pour l'économie réelle et a examiné les avantages respectifs des taux fixes et flottants, ainsi que de nouveaux critères pour les zones monétaires optimales. En fin de compte, a-t-il noté, le vrai problème n'est pas le régime de change intermédiaire,

mais bien le concept selon lequel un seul régime de change est approprié pour tous les pays à tout moment.

Objectifs du taux de change

M. Frankel a noté qu'à la fin des années 90, on en est venu à penser que seule une rigide parité fixe ou un flottement pur permettrait de résoudre les problèmes qui vont de pair avec la mondialisation des marchés financiers. Cette hypothèse, a observé M. Frankel, semble être un corollaire de la trinité impossible, selon laquelle un pays ne peut choisir que deux des trois objectifs suivants : stabilité du taux de change, indépendance monétaire et intégration des marchés financiers.



M. Frankel : Aucun régime de change n'est approprié pour tous les pays à tout moment.

(suite à la page 275)

Dans ce numéro

273
Service d'évaluation
indépendant

273
M. Frankel : les
régimes de change
intermédiaires

276
Timor oriental

279
M. McKinnon :
ancrage des parités
à long terme

282
Redressement
en Malaisie

Lire aussi . . .

275
Principaux taux du FMI

278
Sur le site Internet

280
Utilisation des
ressources du FMI

281
Accords du FMI

(suite de la première page) exprimées quant à la nature des évaluations à entreprendre et à la relation entre les activités du Service et les autres travaux d'examen et d'évaluation du FMI. Les administrateurs jugent que le Service doit traiter essentiellement des questions relatives à la politique générale et à son exécution, aux analyses internationales comparatives et aux opérations achevées dans les pays. Dans le même temps, de l'avis général, le Service doit éviter d'intervenir dans les activités opérationnelles en cours et de micro-gérer les responsabilités au sein de l'institution. Les politiques et procédures en cours d'examen par l'institution et les programmes en vigueur ne seraient donc pas soumis à l'évaluation du Service. À mesure que le Service devient opérationnel et acquiert de l'expérience, cette question se clarifiera et sera réexaminée avant que des décisions finales ne soient prises.

Indépendance du Service d'évaluation

«De l'avis général, le Service doit être indépendant de la direction et des services du FMI, ainsi que du Conseil d'administration. En d'autres termes, une fois mis en place par celui-ci, il doit être indépendant sur le plan opérationnel. Il fera un compte rendu intégral des évaluations au Conseil d'administration et permettra à celui-ci, à la direction et aux services du FMI de faire des observations. Le Conseil et la direction seront chargés du suivi des conclusions tirées par le Conseil après examen des rapports d'évaluation. Les administrateurs s'attendent que, dans l'élaboration de son programme de travail et le choix de ses sujets, le Service d'évaluation cherche à obtenir les vues des administrateurs, de la direction et des services du FMI, ainsi que des parties concernées en dehors du FMI, tout en maintenant son indépendance. La mise en forme finale du programme de travail du Service est une autre question opérationnelle que les administrateurs devront réexaminer.

«Les administrateurs ont examiné les avantages et les inconvénients d'une charte à part entière qui guiderait les travaux du Service d'évaluation. Ils ont conclu qu'une telle charte risquait d'imposer une rigidité excessive, en particulier dans un premier temps. En conséquence, ils sont convenus que le Service doit être doté d'un mandat préservant son indépendance, grâce à des garde-fous auxquels tous les administrateurs sont favorables, sans que sa liberté d'action soit entravée outre mesure. Le Conseil d'administration définira ce mandat.

Conseil d'administration et Service d'évaluation

«De l'avis général, l'ensemble du Conseil doit continuer à collaborer avec le Service d'évaluation. Un certain nombre d'administrateurs estiment que lorsque le Service sera opérationnel, il faudra peut-être réexaminer le rôle du groupe d'évaluation des administrateurs.

«Le Conseil établira chaque année le budget du Service d'évaluation, sans intervention de la direction ni des services du FMI. En ce qui concerne la taille du Service, les administrateurs souscrivent à la recommandation selon laquelle il devrait être limité à onze personnes. De l'avis général, les travaux du Service profiteraient largement de l'approche et de la perspective nouvelles que des membres extérieurs au FMI seraient en mesure d'apporter. En conséquence, les administrateurs proposent que des experts et consultants extérieurs constituent une grande partie, sinon la majeure partie, du Service, ce qui représenterait une valeur ajoutée par rapport aux connaissances et à l'expérience institutionnelles que des membres du personnel du FMI apporteraient. Les administrateurs appuient la proposition de sélection du Directeur du Service d'évaluation par le Conseil, avec l'aide d'un cabinet extérieur. Une fois nommé, le Directeur du Service d'évaluation doit être libre de choisir des collaborateurs de haut niveau. En fin de compte, bien entendu, le succès du Service sera assuré par le professionnalisme et l'intégrité de son Directeur et de son personnel.

«Les administrateurs jugent bon que le Service soit pleinement comptable de son action au Conseil et s'attendent que le Directeur du Service d'évaluation fera rapport régulièrement au Conseil. En outre, le Comité monétaire financier international s'attendra aussi à recevoir des rapports sur les activités du Service.

Publications

«Les Directeurs sont d'avis qu'en règle générale les observations du Service d'évaluation devront être publiées, avec des garde-fous appropriés pour les informations confidentielles. Ces observations seront accompagnées des commentaires de la direction et des services du FMI, et d'autres personnes le cas échéant, ainsi que des conclusions tirées par le Conseil d'administration lors de l'examen du rapport en question. La publication renforcera la responsabilisation et la transparence du processus d'évaluation.

«Pour ce qui est des prochaines étapes, le groupe d'évaluation préparera un document révisé sur la base des commentaires effectués pendant les débats. Ce document sera bientôt soumis à l'approbation du Conseil d'administration, peut-être par défaut d'opposition. Il sera affiché sur le site Web du FMI pour commentaires, de même que les présentes conclusions. Sur la base de ces commentaires, un rapport final sur le Service d'évaluation sera présenté au Comité monétaire et financier international à Prague et indiquera que le Conseil d'administration a pris les décisions nécessaires pour rendre le Service opérationnel.

Enfin, les présentes remarques traduisent des vues encore préliminaires et devront être révisées avant que le Conseil prenne des décisions finales sur tous les aspects du Service d'évaluation». ■

Pour des régimes de change diversifiés

(suite de la première page) M. Frankel a donné une nouvelle perspective de cette trinité, notant que, puisque l'intégration mondiale des marchés financiers devient de plus en plus une réalité, le choix semble se limiter à la stabilité du taux de change ou à l'indépendance monétaire. Mais si un pays ne peut combiner stabilité totale du taux de change et indépendance monétaire totale, il peut avoir un peu des deux en adoptant un régime de flottement dirigé.

M. Frankel n'ignore pas les motivations qui pourraient pousser un pays à abandonner un taux flexible. Une union monétaire et un flottement pur sont les deux régimes invulnérables aux attaques spéculatives et il se peut qu'un régime intermédiaire compliqué soit insuffisamment transparent aux yeux des investisseurs. La plupart des régimes intermédiaires ont échoué, souvent de façon spectaculaire, admet M. Frankel. Bien que leur monnaie ait été officiellement rattachée au dollar au moment de la crise, le Mexique, la Thaïlande, l'Indonésie, la Corée, la Russie et le Brésil appliquaient tous en fait des régimes intermédiaires différents.

Néanmoins, ni un flottement pur (qui est sujet à de larges variations du taux de change et aux bulles spéculatives) ni les unions monétaires (qui peuvent éclater pour des raisons politiques) ne sont la solution idéale. En fait, existe-t-il un régime de change qui aurait permis d'éviter les récentes crises financières?

M. Frankel a présenté des arguments théoriques et empiriques face au consensus actuel selon lequel les pays devraient se garder d'appliquer des régimes intermédiaires parce qu'ils ne sont pas viables par nature. Cette perspective tend à ignorer l'une des règles de tout économiste : la vie est faite de compromis et donc souvent les solutions extrêmes ne sont pas optimales. Les pays choisissent un taux de change fixe pour réduire les coûts de transaction et les risques de change qui pourraient décourager le commerce et l'investissement, mais aussi pour fournir un point d'ancrage nominal crédible à la politique monétaire. Un taux de change flottant permet à un pays de mener une politique monétaire indépendante, et ainsi de faire face aux chocs réels négatifs sans limiter la demande.

Les pays doivent peser les avantages d'une plus grande stabilité du taux de change et ceux d'une plus grande flexibilité, et le choix du degré optimal de flexibilité semble souvent produire une moins bonne solution. Par ailleurs, le débat taux fixe/taux flottant est une dichotomie bien trop simplifiée, juge M. Frankel. Il existe en fait un continuum de flexibilité : il faut aller de l'union monétaire à la caisse d'émission pour arriver au régime de change fixe, puis passer par les rattachements (taux fixe ajustable, parité mobile, panier et zones objectifs) avant d'atteindre le flottement libre. Sur la base de la classification de 185 pays par le FMI fin 1999, 51 appliquaient un régime de flottement indépendant, 45 avaient abandonné leur monnaie nationale et 89 (48 % du total) appliquaient un régime intermédiaire.

Les récents travaux de Guillermo Calvo et de Carmen Reinhardt, de l'université du Maryland, sont pertinents aussi, note M. Frankel. Il est difficile de distinguer les régimes de flottement des régimes fixes en examinant la stabilité du taux de change et les variations des réserves de change. Théoriquement, les pays à régime de flottement devraient avoir moins de stabilité et moins de réserves que ceux appliquant un taux fixe, mais cela ne se confirme pas dans la pratique.

Zones monétaires optimales

M. Frankel utilise ses travaux avec Andrew Rose, de l'université de Californie à Berkeley, sur les zones monétaires optimales pour illustrer sa proposition selon laquelle le régime de change optimal varie d'un pays à l'autre et au fil du temps. Parmi les pays faisant partie d'une union monétaire, la corrélation des revenus est proportionnelle à l'intégration commerciale. En d'autres termes, un paramètre censé être étranger au choix d'une zone monétaire optimale — la corrélation des revenus parmi les membres potentiels de la zone — est en fait inhérent à ce choix et peut varier au fil du temps. Les faits montrent que lorsqu'un pays adopte la monnaie d'un pays voisin, l'union monétaire favorise progressivement les échanges entre ces pays, ce qui a ensuite un effet positif sur la corrélation de leurs revenus. Donc, une union monétaire, en encourageant les échanges entre ses membres, renforce la corrélation cyclique des pays membres de sorte que ceux-ci satisfont peut-être mieux aux critères d'une zone monétaire optimale *ex post* qu'*ex ante*; en d'autres termes, les pays peuvent en quelque sorte «devenir» de bons candidats à une zone monétaire optimale.

On peut donc avancer de bons arguments, conclut M. Frankel, face au consensus actuel selon lequel les pays devraient limiter leur choix d'un régime de change aux deux extrêmes de la gamme, à savoir une rigide parité fixe ou un flottement libre. ■

Lynn Aylward

FMI, Département des relations extérieures

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
21 août	4,71	4,71	5,46
28 août	4,74	4,74	5,49

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des cinq pays dont les monnaies composent le panier de calcul du DTS : au 1^{er} mai 1999, les pondérations étaient comme suit : dollar E.U., 41,3 %; euro (Allemagne), 19 %; euro (France), 10,3 %; yen, 17 %; et livre sterling, 12,4 %. Le taux de rémunération des avoirs est le taux de rendement de la position rémunérée des États membres dans la tranche de réserve. Le taux de commission correspond à un pourcentage du taux du DTS (115,9 %) 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/external/np/tre/sdr/sdr.htm.

Source : FMI, Département de la trésorerie

Ni un flottement pur ni les unions monétaires ne sont la solution idéale.

M. Frankel

Le Timor oriental cherche à se doter de bases macroéconomiques solides

Depuis le référendum d'août 1999 sur son avenir politique et les troubles qui ont suivi, le Timor oriental, avec l'aide notable de donateurs officiels, bilatéraux et multilatéraux, cherche à mettre en place une économie stable et efficiente. Le présent article, fondé sur une publication à paraître de Luis Valdívieso, du Département Asie et Pacifique du FMI, et d'autres auteurs, passe en revue les progrès accomplis, le rôle du FMI et les défis à relever.

Contexte

Après plus de quatre siècles de domination portugaise, l'Indonésie a annexé le Timor oriental en 1975. Au milieu des années 90, le Timor oriental était l'une des provinces

les plus pauvres d'Indonésie, avec un revenu par habitant voisin de 350 dollars. Cependant, l'économie timoraise s'est développée rapidement, tirée par des dépenses d'équipement en infrastructures financées essentiellement par des transferts du budget central indonésien. La croissance du PIB réel avoisinait 10 % en

moyenne et l'inflation était inférieure à 10 %.

La production s'est effondrée sous l'effet de la crise asiatique en 1997. Ce fléchissement a été compensé en partie par la croissance dans l'agriculture, les services financiers, l'administration publique, la défense et les services publics. Le PIB par habitant atteignait 424 dollars en 1998, tandis que l'inflation est montée pour avoisiner 80 % (voir tableau, page 277).

Les banques publiques étaient les principaux acteurs d'un système bancaire de petite taille et rudimentaire. Les finances publiques dépendaient fortement des transferts de Djakarta, les recettes fiscales atteignant seulement 6 à 8 % du PIB (hors recettes liées aux concessions pétrolières), alors que les dépenses représentaient 40 à 75 % du PIB. L'économie était plutôt ouverte et fort tributaire du commerce inter-insulaire. Pendant la période 1995-98, les exportations et les importations ont atteint en moyenne 13 % et 36 % du PIB, respectivement.

Après le référendum

À la suite d'un accord entre les Nations Unies, l'Indonésie et le Portugal, l'Indonésie a organisé le 30 août 1999 un référendum sur le statut futur du territoire. Une large majorité s'est dégagée en faveur de l'indépendance, ce qui a provoqué de violents troubles qui ont gravement perturbé l'économie et la structure institutionnelle du Timor oriental.

Tous les secteurs de l'économie ont été affectés. Le PIB réel a fléchi de près de 40 % en 1999 et l'inflation est montée en flèche. Le système bancaire et le système de paiement ont cessé de fonctionner et toutes les transactions s'effectuaient en liquide, essentiellement en rupiah, bien que d'autres monnaies aient commencé à circuler aussi. L'administration publique ne fonctionnait plus, les recettes n'étaient plus recouvrées et il n'y avait plus de transferts budgétaires.

Les perturbations de la production et des transports ont entraîné une baisse marquée des échanges. Le déplacement massif des populations a provoqué la perte d'un capital humain précieux, en particulier dans la fonction publique et les banques commerciales.

À la mi-septembre 1999, une force multinationale de maintien de la paix est arrivée pour rétablir la sécurité et faciliter la fourniture d'aide humanitaire par divers organismes des Nations Unies et des organisations bilatérales et non gouvernementales. En octobre, l'Assemblée consultative populaire d'Indonésie a révoqué l'annexion du Timor oriental, et le Conseil de sécurité des Nations Unies a adopté une résolution établissant l'Administration transitoire des Nations Unies au Timor oriental, chargée de gérer la transition vers l'indépendance.

À la demande du Secrétaire général des Nations Unies, plusieurs organismes officiels, bilatéraux et multilatéraux ont évalué, avec les organes des Nations Unies et les autorités timoraises, les besoins de la reconstruction, y compris le financement extérieur, l'assistance technique et la formation. La Banque mondiale a pris l'initiative dans ce domaine, ainsi que dans la conception d'un programme de développement. Les services du FMI se sont concentrés sur l'établissement d'un cadre macroéconomique et institutionnel, en insistant sur les mesures à prendre immédiatement pour assurer la stabilité et mettre en place des conditions propices à un redressement économique.

Cadre macroéconomique

Les services du FMI ont proposé une stratégie axée sur trois éléments : la remise en état du système de paiement, l'établissement d'un cadre budgétaire et un vaste programme de conseils économiques et techniques. En ce qui concerne le système de paiement, il fallait avant tout choisir une monnaie légale et mettre en place une autorité monétaire chargée de réglementer le marché des changes et le système bancaire.

De l'avis général, les conditions nécessaires pour l'introduction d'une monnaie timoraise n'étaient pas réu-

Des changeurs offrent leurs services dans un marché de Dili. L'utilisation de plusieurs monnaies a entraîné des inefficiences et des distorsions.

nies et il semblait nécessaire de choisir une monnaie étrangère unique pour éliminer les inefficiences et les distorsions dues à l'utilisation en parallèle de plusieurs monnaies. Un office central des paiements allait être créé pour fournir à l'État des services de dépôt et de paiement de base et payer les traitements des fonctionnaires.

La stratégie budgétaire s'articulait autour de deux éléments : la mise en place d'une autorité budgétaire centrale, responsable de la gestion des finances publiques et de l'application de la législation budgétaire et d'un contrôle approprié; ainsi que l'adoption d'un budget appuyé par un système fiscal équitable, transparent, efficace et facile à administrer. L'Administration transitoire a préparé le budget préliminaire pour l'an 2000, en consultation avec les services du FMI. Ce budget, présenté aux donateurs à Tokyo en décembre 1999, prévoyait l'instauration d'un droit d'importation de 5 %, de divers droits d'accise, d'une taxe de 5 % sur les importations commerciales, d'une taxe de 5 % sur certains services et d'une taxe forfaitaire de 5 % sur les exportations de café.

Évolution récente

La situation économique s'est améliorée considérablement depuis septembre 1999. Le PIB réel a progressé à un taux annuel de 15 % au premier semestre de l'an 2000, tiré par la reconstruction de bâtiments publics et de logements, ainsi que par le rétablissement progressif des services commerciaux et de certains services de base. Les prix commencent lentement à se stabiliser, mais le chômage demeure élevé, surtout dans les zones urbaines. L'aide humanitaire reste une source importante de garantie de revenu pour de larges couches de la population.

L'exécution du budget préliminaire jusqu'à fin juin est bien en deçà des niveaux projetés, essentiellement à cause du faible niveau des dépenses dû à la complexité des procédures administratives, de la réception tardive de concours extérieurs et de la phase de planification interminable des programmes d'investissement. Par ailleurs, la composition des dépenses s'est écartée notablement de celle prévue. En particulier, la masse salariale a été près de deux fois supérieure, parce que l'emploi du secteur public et la rémunération mensuelle moyenne ont été plus élevés que prévu.

Deux institutions étrangères ont fait leur entrée dans le secteur financier, offrant essentiellement des services de change. Des progrès ont été accomplis aussi dans le rétablissement du système de paiement, en particulier des paiements budgétaires. Avec l'approbation du Conseil consultatif national, l'Administration transitoire a adopté le dollar comme monnaie légale au début de janvier 2000. Cependant, le dollar n'est pas utilisé autant que prévu en raison de la rareté des petites coupures, de l'absence de pièces de monnaie et du manque de familiarité de la population avec la nouvelle monnaie.

Il semble que le commerce extérieur se redresse progressivement lui aussi. L'effort de reconstruction est appuyé par une aide généreuse de la communauté internationale. À Tokyo, les donateurs ont annoncé des contributions de 523 millions de dollars, un montant suffisant pour couvrir la demande spéciale d'aide humanitaire (150 millions de dollars), un programme triennal de reconstruction (147 millions de dollars) qui sera financé par un fonds fiduciaire pour le Timor oriental administré par la Banque mondiale, les dépenses de fonctionnement et d'équipement au titre de l'administration civile et de l'ordre public (32 millions de dollars) et plusieurs programmes bilatéraux. Toute l'aide est volontaire et prend la forme de dons pour éviter la création d'engagements extérieurs. L'aide est fournie aussi par l'intermédiaire du budget de l'Ad-

Principaux indicateurs économiques

	1995	1996	1997	1998	1999 Est.	2000 Proj.	2001 Proj.
PIB par habitant (dollars E.U.) ¹	374	429	442	424	424	304	...
(Variations en pourcentage)							
Croissance du PIB réel	9	11	4	-2	-38	15	15
Taux d'inflation ²	8	5	10	80	140	20	3
(En pourcentage du PIB)							
Consommation	83,4	79,9	71,0	74,6	91,9	104,2	112,7
Investissement	40,8	44,3	52,9	47,0	28,1	33,4	46,7
Épargne intérieure	16,6	20,1	29,0	25,4	8,1	-4,2	-12,7
Épargne extérieure	-24,2	-24,2	-23,9	-21,6	-20,1	-37,6	-59,4
(Millions de dollars E.U.)							
Exportations de marchandises	37	44	52	55	46	49	63
Importations de marchandises ³	112	132	142	135	82	118	192
(En pourcentage du PIB)							
Exercice ⁴	1995/96	1996/97	1997/98	1998/99	1999/2000 Budget ⁵	Janv.-juin. 2000 Budget prél.	2000/01 Est.
Solde budgétaire							
Recettes	...	...	8,1	8,2	6,0	3,2	1,1
Dépenses de fonctionnement	...	...	13,0	14,6	13,0	7,4	5,0
Dépenses d'équipement	...	...	61,8	22,5	29,5	21,0	6,9
Solde global (déficit)	...	...	-66,7	-28,8	-36,5	-25,2	-10,8

¹ On a calculé le PIB en dollars E.U. en utilisant 1996 comme année de référence et en supposant la parité des pouvoirs d'achat.
² IPC, Dili, basé sur les prix en rupiah, sauf pour les projections de 2001, qui sont basées sur les prix en dollars E.U.
³ Inclut les importations par l'intermédiaire de l'aide étrangère; exclut les importations prévues de l'Administration transitoire et de l'Office de coordination des affaires humanitaires en 1999, 2000 et 2001.
⁴ L'exercice budgétaire indonésien s'étalait du 1^{er} avril au 31 mars. Il n'existe pas de données sur l'exécution du budget 1999/2000. Le budget préliminaire de l'Administration transitoire a été préparé pour l'année civile 2000. L'exercice 2000/01 s'étale du 1^{er} juillet au 30 juin.
⁵ Budget provincial original de l'Indonésie pour le Timor oriental.
Sources : autorités indonésiennes et estimations des services du FMI

ministration transitoire, financé par des contributions des États membres des Nations Unies.

Sur le front institutionnel, les deux institutions économiques principales — l'autorité budgétaire centrale et l'office central des paiements — sont presque opérationnelles. Le Département des finances publiques, le Département juridique et le Département de la monnaie et des changes du FMI leur ont fourni une vaste aide technique, notamment pour trouver des expatriés en mesure d'occuper des postes essentiels.

L'une des évolutions institutionnelles les plus importantes est la création d'une structure décisionnelle, avec la mise en place du Conseil consultatif national et plus récemment le passage d'une administration transitoire à un gouvernement transitoire dans lequel des Timorais occuperont des postes de direction. Le Département Asie et Pacifique du FMI a fourni des conseils de politique économique à l'Administration transitoire des Nations Unies, notamment pour aider à dégager un consensus sur des questions économiques au Conseil consultatif national.

Perspectives à court terme

Il est prévu que le PIB réel progressera de 15 % au moins par an pendant la période 2001–02, tiré par l'agriculture, le commerce, les services de base et le bâtiment et les travaux publics. Avec l'assouplissement des contraintes pesant sur l'offre et l'utilisation plus large du dollar, l'inflation devrait être ramenée à un niveau proche de celui observé chez les principaux partenaires commerciaux.

Pour 2000/01, le déficit budgétaire devrait s'établir à 155 millions de dollars, les recettes ne représentant que 10 % des dépenses. Il est prévu que le déficit demeurera supérieur à 100 millions de dollars pendant les deux exercices suivants, les recettes budgétaires faisant plus que doubler pour représenter environ 80 % des dépenses. Cependant, cette hausse exigera un effort fiscal supplémentaire et un élargissement de la matière imposable. Il sera essentiel aussi de mettre en place une politique des revenus appropriée dans la fonction publique.

Le déficit continuera d'être financé totalement par les dons extérieurs. Lors d'une réunion à Lisbonne fin juin, les donateurs ont confirmé la mise à disposition de fonds pour le programme de reconstruction et de

développement financé par le fonds fiduciaire pour le Timor oriental et ont donné de fortes indications qu'ils financeront les dépenses de fonctionnement et d'équipement de l'administration civile.

Dans le secteur financier, il est urgent de rétablir la fonction bancaire en adoptant une réglementation prudentielle et en mettant en place un système de contrôle des institutions financières. Enfin, le Timor oriental continuera d'avoir besoin, quoique de moins en moins, d'aide financière extérieure, d'assistance technique et de formation pendant un certain nombre d'années.

Défis à relever

Malgré les progrès accomplis jusqu'ici, la tâche reste monumentale. Tandis que l'effort de reconstruction prend de l'élan grâce à une généreuse aide financière extérieure, il est essentiel de mettre en place une gestion économique avisée pour préserver la stabilité macroéconomique et garantir toutes les parties concernées, y compris les donateurs, que les ressources mises à la disposition du Timor oriental sont utilisées efficacement et que leur emploi est bien documenté.

La participation active de tous les Timorais à toutes les étapes du processus — conception, exécution, suivi et, si nécessaire, reformulation des objectifs et des priorités de l'action — est essentielle pour assurer le succès de l'effort de reconstruction et consolidera les progrès déjà accomplis. ■

Luis Valdivieso
FMI, Département Asie et Pacifique

Le document *East Timor: Establishing the Foundations of Sound Macroeconomic Management*, par Luis M. Valdivieso, Toshihide Endo, Luis V. Mendonça, Shamsuddin Tareq et Alejandro López-Mejía, est en vente au prix de 18 dollars au IMF Publication Services, Box X2000, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430; télécopie : (202) 623-7201; adresse électronique : publications@imf.org.

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

Communiqués de presse

- 00/48 : Le Conseil établit un code de conduite, 16 août
- 00/49 : Le Conseil examine le rôle du Service d'évaluation indépendant, 18 août (voir page 273)
- 00/50 : Le Conseil accorde une dérogation pour un décaissement non conforme en faveur du Ghana, 22 août

Notes d'information

- 00/70 : La direction salue les progrès dans la restructuration de la dette de l'Équateur, 17 août
- 00/71 : Le FMI achève la deuxième revue du programme FRPC en faveur du Ghana et approbation en principe d'un décaissement de 35,1 millions de dollars, 22 août
- 00/72 : Revue finale du programme de la Corée, 23 août

Notes d'information au public (NIP)

- 00/60 : République tchèque, 9 août
- 00/61 : Irlande, 10 août
- 00/62 : Angola, 10 août
- 00/63 : Malaisie, 10 août
- 00/64 : Japon, 11 août

00/65 : Gambie, 15 août

00/66 : Sénégal, 16 août

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

- Indonésie, 11 août
- Zambie, 11 août

Allocution

Michael Mussa, Conseiller économique et Directeur du Département des études, *Factors Driving Global Economic Integration*, 22 août

Document de stratégie de réduction de la pauvreté (date de l'affichage)

Bénin (intérimaire), 22 août

Autres documents

- Ressources financières et position de liquidité du FMI, de 1998 à juillet 2000, 11 août
- Activités financières du FMI, 11 août
- Projet de directives pour la gestion de la dette publique, 15 août
- Activités financières du FMI, 18 août
- Calendrier des engagements publics de la direction du FMI, 18 août

Un ancrage des parités pourrait réduire les crises sur les marchés émergents

Le type de régime de change a-t-il des conséquences pour le risque d'abus sur les marchés de capitaux ou permet-il de faire face au problème du surendettement? Est-il utile, au moins parmi les pays de l'Asie de l'Est, d'en revenir à l'étalon-dollar *de facto* qui a fonctionné pendant plus de dix ans avant la crise de 1997? Ronald I. McKinnon, de l'université de Stanford, a répondu à ces questions lors d'un séminaire de l'Institut du FMI le 14 août.

Syndrome du surendettement

Les crises financières dans les pays à marché émergent dans les années 90, à commencer par le Mexique en 1994, ont souvent été provoquées par des entrées massives de capitaux qui servaient à financer d'ambitieux programmes de réforme et de stabilisation. La libéralisation financière, qui faisait souvent partie de ces programmes, avait permis aux banques intérieures de s'endetter lourdement sur les marchés internationaux de capitaux et eu pour résultat des entrées massives, souvent excessives, de capitaux étrangers. Ce «syndrome du surendettement», comme l'appelle M. McKinnon, a créé des déséquilibres macroéconomiques qui se sont avérés non viables par la suite. Selon lui, il s'agit d'un problème de risque d'abus et non de taux de change approprié.

En raison de leur importance systémique pour l'économie intérieure, les banques s'attendent à être renflouées lorsqu'elles sont en difficulté. Comme elles sont quasi certaines d'être renflouées, elles s'endettent davantage, ce qui rend l'économie plus vulnérable aux attaques spéculatives et plus exposées aux conséquences de ces attaques pour l'économie réelle.

Modélisant le syndrome de l'endettement, M. McKinnon prend comme hypothèse une petite économie ouverte où les banques bénéficient d'une garantie de l'État. Celui-ci engage un programme crédible de réforme économique visant à éliminer les distorsions et à rendre l'économie plus productive, par exemple en éliminant les restrictions aux échanges extérieurs et intérieurs. À cet effet, un certain niveau d'investissement dans les nouvelles technologies est nécessaire. Cependant, l'ampleur de la hausse de la productivité dépend de la réussite du programme de réforme en termes macroéconomiques.

Pour évaluer les risques d'investissement dans ce pays, il se peut que les banques actualisent le risque de résultats défavorables et soient plus disposées à emprunter, sachant que les déposants seront rassurés par la garantie de l'État. En raison du risque d'abus dans les prêts intérieurs, les emprunts extérieurs sont trop élevés, d'où une expansion excessive du crédit. Seuls des résultats macroéconomiques exceptionnels peuvent alors empêcher une crise financière.

Marchés des changes

Il ressort des récentes crises sur les marchés émergents, en particulier en Asie de l'Est, que les banques ont aussi pris des risques excessifs sur les marchés des changes, note M. McKinnon. Les banques dont les engagements sont garantis par l'État sont incitées à spéculer sur les variations des taux de change, puisque, comme pour les risques de crédit, elles sont protégées en cas d'évolution défavorable.

L'évolution des taux de change nominaux est incertaine et introduit un risque dans les opérations de change, explique M. McKinnon. La demande d'un actif libellé en devises dépend du risque associé à cet actif, qui se reflète dans la prime du risque de change. Les taux d'intérêt et les prix sont généralement plus volatils dans les pays à marché émergent que dans les pays industrialisés. Comme les investisseurs demandent une plus grande compensation pour les actifs libellés dans la monnaie d'un pays à marché émergent, ces actifs doivent donc être assortis d'un taux d'intérêt plus élevé.

Pour réduire le risque, les investisseurs se couvrent en prenant une ou plusieurs positions qui réduisent le risque, généralement au détriment du rendement. Les positions non couvertes coûtent donc moins cher que les positions couvertes, parce que le risque est plus élevé.

Dans beaucoup, sinon la plupart, des pays à marché émergent, les organes de réglementation et de contrôle ne sont pas en mesure d'imposer une couverture totale aux banques intérieures. En conséquence, les banques sont incitées, par effet pervers, à emprunter sans couverture sur les marchés des changes à un taux d'intérêt plus faible, transférant ainsi le risque de change à l'État par l'intermédiaire de la garantie implicite que celui-ci offre.

M. McKinnon appelle la différence entre le coût des positions couvertes et celui des positions non couvertes la «marge de tentation». Cette marge apparaît dans la «super prime de risque», qui est composée de deux éléments : la prime du risque de change et la part de l'écart d'intérêt entre la monnaie nationale et la monnaie étrangère qui résulte de la faible probabilité d'une forte et brusque dévaluation, dont la date est imprévisible.

En empruntant en devises sans couverture, les banques intérieures bénéficiant d'une garantie de dépôts ou d'une autre garantie de l'État ne tiennent pas compte des risques de faillite associés à de telles dévaluations, ni de la volatilité permanente du taux de change. Une banque qui profite d'une garantie de l'État en empruntant sans couverture sur les marchés internationaux de capitaux appliquera un taux débiteur



M. McKinnon : Il se peut que les banques actualisent le risque de résultats défavorables et soient plus disposées à emprunter, sachant que les déposants seront rassurés par la garantie de l'État.

Aucun régime de change, aussi approprié soit-il, ne peut remplacer une réglementation prudentielle des banques intérieures pour les protéger d'une prise de risques excessifs.

M. McKinnon

moins élevé qu'une banque qui emprunte en devises en couvrant totalement ses engagements en devises.

Ce qui conduit à un dilemme sur le plan de la réglementation, note McKinnon. Si la super prime de risque est élevée et si les autorités de réglementation ne sont pas en mesure de faire respecter les règles de couverture, le coût de l'argent variera largement d'un agent à l'autre sur le marché intérieur : il sera beaucoup plus élevé pour ceux que les autorités réussissent à discipliner que pour ceux qui empruntent sans couverture. Si leur part de marché diminue, les banques qui couvrent leur position en devises pourraient être découragées de le faire, ce qui entraînerait un effondrement du système réglementaire intérieur.

«Bon» taux fixe ou flottement libre

Les spécialistes s'accordent à penser aujourd'hui, et le FMI et d'autres organisations internationales souscrivent à cet avis, qu'il est nécessaire d'appliquer des régimes de change plus flexibles. Avec un taux de change flexible, les risques associés aux dépôts à court terme sont clairs. Cependant, comme le note M. McKinnon, si un régime de flottement peut réduire la super prime de risque, il ne réduit pas nécessairement la prime du risque de change. Il est donc possible qu'un régime de flottement libre ne réduise pas le risque d'abus, ni la marge de tentation pour les banques d'emprunter sans couverture.

Bien sûr, il faut distinguer entre un «mauvais» taux fixe — un taux manifestement non viable en raison, par exemple, de déficits budgétaires persistants et de taux d'intérêt intérieurs par conséquent élevés, qui créent une marge de tentation considérable — et un «bon» taux fixe, qui est crédible. Un bon taux fixe est peut-être préférable au flottement, estime M. McKinnon, parce qu'il peut réduire la probabilité d'une nette dévaluation et peut-être mieux stabiliser l'économie intérieure tout en limitant le risque d'abus dans le système bancaire. Cependant, aucun régime de change, aussi approprié soit-il, ne peut remplacer une réglementation prudentielle des banques intérieures pour les protéger d'une prise de risques excessifs, juge M. McKinnon.

Étalon-dollar de l'Asie de l'Est

Comme exemple de «bon» taux fixe qui, du moins apparemment, n'a pas réussi aux pays l'ayant appliqué, M. McKinnon décrit l'expérience des pays de l'Asie de l'Est qui, pendant plus de dix ans avant la crise de 1997-98, ont rattaché leur monnaie au dollar américain. Les pays qui allaient être touchés par la crise — Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande — et ceux qui ont été épargnés — RAS de Hong Kong, Chine et province chinoise de Taiwan — ont mené une politique monétaire visant la stabilité de leur taux de change vis-à-vis du dollar. En plus de se protéger de dévaluations compétitives, ces pays ont réussi grâce à ce rattachement informel au dollar à

ancrer leurs prix intérieurs pendant leur période de croissance remarquablement rapide des années 80 à 1996.

Rétrospectivement, cependant, on constate que cet «étalon-dollar de l'Asie de l'Est» était incomplet, affirme M. McKinnon. Les autorités n'avaient pas bien réglementé le système financier — y compris parfois la banque centrale — en ce qui concerne la prise de risques excessifs, notamment les engagements en devises à court terme. Le surendettement était donc essentiellement un problème réglementaire aggravé par des écarts de taux d'intérêt anormaux, et non un problème de désalignement des taux de change en tant que tel. Que les pays appliquent un taux fixe ou flottant, la marge de tentation est toujours là.

Parité à long terme

Faute d'un ancrage officiel du taux de change, les investisseurs internationaux ne savent pas comment va évoluer le taux après une crise. Dans le système de l'étalon-or au 19^e siècle, le pays dont la monnaie était attaquée laissait flotter son taux de change jusqu'à ce que le calme revienne; après quoi, la parité avec l'or était normalement rétablie. C'est ainsi que les pays réduisaient l'incertitude du marché quant à l'évolution de leur monnaie.

À l'exception de la RAS de Hong Kong, aucun pays débiteur de l'Asie de l'Est n'avait annoncé officiellement une parité vis-à-vis du dollar. En raison de la structure à court terme du financement, chacun de ces pays était vulnérable à une attaque spéculative contre sa monnaie, mais aucun n'avait mis en place une stratégie à long terme pour atténuer les pires conséquences d'une telle attaque. Donc, avec la suspension forcée de ces rattachements au dollar pendant la crise de 1997-98, il n'y avait pas de parité officielle à rétablir par les autorités.

Officialisation de l'étalon

Les bons antécédents budgétaires des pays de l'Asie de l'Est semblent indiquer qu'un engagement à plus terme à maintenir une parité donnée vis-à-vis du dollar

Utilisation des ressources du FMI (Millions de DTS)			
	Juil. 2000	Janv.-juil. 2000	Janv.-juil. 1999
Compte des ressources générales	236,94	2.204,03	7.369,19
Accords de confirmation	221,72	1.542,71	5.470,50
Accords élargis de crédit	0	0	3.636,09
FRS	15,22	661,32	1.232,07
FFCI	0	0	666,62
FRPC	73,45	221,92	502,25
Total	310,39	2.425,95	7.871,44

FRS = facilité de réserve supplémentaire
 FFCI = facilité de financement compensatoire et de financement pour imprévus
 FRPC = facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance
 Les chiffres étant arrondis, les totaux ne correspondent pas nécessairement à la somme des composantes.
 Source : FMI, Département de la trésorerie

pourrait être crédible, observe M. McKinnon. Donc, pour assurer un ancrage monétaire commun, les avantages d'un retour à des taux pratiquement stables vis-à-vis du dollar l'emportent largement sur les désavantages; et, en fait, la plupart des cinq pays concernés ont discrètement, quoique officieusement, rattaché de nouveau leur monnaie au dollar.

En conclusion, M. McKinnon propose quelques modifications du système informel existant pour le rendre plus robuste et plus efficient :

- Interdire aux banques et autres institutions financières dont les avoirs ou les engagements sont à court terme d'avoir des engagements nets en devises.
- Officialiser les rattachements au dollar et considérer ces parités comme des obligations à long terme, avec un engagement des autorités à les rétablir après une crise.
- Apporter d'autres modifications institutionnelles pour allonger les échéances du financement intérieur en encourageant le développement des marchés obligataire et hypothécaire. ■

Accords du FMI au 31 juillet

Pays membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Total approuvé	Solde non tiré
(Millions de DTS)				
Accords de confirmation				
Argentine	10 mars 2000	9 mars 2003	5.398,61	5.398,61
Bosnie-Herzégovine	29 mai 1998	31 mars 2001	94,42	30,15
Brésil ¹	2 déc. 1998	1 ^{er} déc. 2001	10.419,84	2.550,69
Corée ¹	4 déc. 1997	3 déc. 2000	15.500,00	1.087,50
Équateur	19 avr. 2000	18 avr. 2001	226,73	141,73
Estonie	1 ^{er} mars 2000	31 août 2001	29,34	29,34
Lettonie	10 déc. 1999	9 avr. 2001	33,00	33,00
Lituanie	8 mars 2000	7 juin 2001	61,80	61,80
Mexique	7 juil. 1999	30 nov. 2000	3.103,00	1.163,50
Papouasie-Nouvelle-Guinée	29 mars 2000	28 mai 2001	85,54	75,54
Philippines	1 ^{er} avr. 1998	31 déc. 2000	1.020,79	475,13
Roumanie	5 août 1999	7 juin 2000	400,00	347,00
Russie	28 juil. 1999	27 déc. 2000	3.300,00	2.828,57
Thaïlande	20 août 1997	19 juin 2000	2.900,00	400,00
Turquie	22 déc. 1999	21 déc. 2002	2.892,00	2.226,84
Uruguay	31 mai 2000	31 mars 2002	150,00	150,00
Zimbabwe	2 août 1999	1 ^{er} oct. 2000	141,36	116,62
Total			42.920,43	16.693,27
Accords élargis de crédit				
Bulgarie	25 sept. 1998	24 sept. 2001	627,62	261,52
Colombie	20 déc. 1999	19 déc. 2002	1.957,00	1.957,00
Indonésie	4 févr. 2000	31 déc. 2002	3.638,00	3.378,00
Jordanie	15 avr. 1999	14 avr. 2002	127,88	91,34
Kazakhstan	13 déc. 1999	12 déc. 2002	329,10	329,10
Pakistan	20 oct. 1997	19 oct. 2000	454,92	341,18
Pérou	24 juin 1999	31 mai 2002	383,00	383,00
Ukraine	4 sept. 1998	3 sept. 2001	1.919,95	1.207,80
Yémen	29 oct. 1997	1 ^{er} mars 2001	105,90	65,90
Total			9.543,37	7.681,04
Accords FRPC				
Albanie	13 mai 1998	12 mai 2001	45,04	14,11
Bénin	17 juil. 2000	16 juil. 2003	27,00	20,20
Bolivie	18 sept. 1998	17 sept. 2001	100,96	56,10
Burkina Faso	10 sept. 1999	9 sept. 2002	39,12	27,94
Cambodge	22 oct. 1999	21 oct. 2002	58,50	50,14
Cameroun	20 août 1997	19 août 2000	162,12	36,03
Côte d'Ivoire	17 mars 1998	16 mars 2001	285,84	161,98
Djibouti	18 oct. 1999	17 oct. 2002	19,08	13,63
Gambie	29 juin 1998	28 juin 2001	20,61	10,31
Ghana	3 mai 1999	2 mai 2002	155,00	110,70
Guinée	13 janv. 1997	12 janv. 2001	70,80	15,73
Guyana	15 juil. 1998	14 juil. 2001	53,76	35,84
Honduras	26 mars 1999	25 mars 2002	156,75	64,60
Madagascar	27 nov. 1996	30 nov. 2000	81,36	9,48
Mali	6 août 1999	5 août 2002	46,65	39,90
Mauritanie	21 juil. 1999	20 juil. 2002	42,49	36,42
Mozambique	28 juin 1999	27 juin 2002	87,20	42,00
Nicaragua	18 mars 1998	17 mars 2001	148,96	53,82
Ouganda	10 nov. 1997	9 nov. 2000	100,43	17,85
Pakistan	20 oct. 1997	19 oct. 2000	682,38	417,01
République Centrafricaine	20 juil. 1998	19 juil. 2001	49,44	32,96
République kirghize	26 juin 1998	25 juin 2001	73,38	38,23
Rwanda	24 juin 1998	23 juin 2001	71,40	38,08
São Tomé-et-Principe	28 avr. 2000	28 avr. 2003	6,66	5,71
Sénégal	20 avr. 1998	19 avr. 2001	107,01	57,07
Tadjikistan	24 juin 1998	23 juin 2001	100,30	40,02
Tanzanie	31 mars 2000	30 mars 2003	135,00	115,00
Tchad	7 janv. 2000	7 janv. 2003	36,40	26,00
Yémen	29 oct. 1997	28 oct. 2000	264,75	114,75
Zambie	25 mars 1999	24 mars 2002	254,45	244,45
Total			3.482,84	1.903,01
Total général			55.946,64	26.277,32

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

FRPC = facilité pour la réduction de la pauvreté et 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.

Le pays semble moins vulnérable . . .

La Malaisie a géré la crise à sa manière et veut maintenant accélérer la croissance

La Malaisie semble se redresser rapidement et être moins vulnérable. Depuis la mi-1999, sa croissance est l'une des plus élevées parmi les pays touchés par la crise, tirée par la forte demande mondiale de produits électroniques et appuyée par une politique macroéconomique accommodante. Le redressement s'est généralisé ces derniers mois, avec une reprise de la consommation intérieure et de l'investissement privé. L'inflation demeure faible et les réserves de change se situent à un niveau appréciable. Du fait de ces meilleurs résultats économiques et de l'assouplissement graduel de la réglementation des mouvements de capitaux imposée pendant la crise, la confiance des marchés commence à revenir, de même que les investissements de portefeuille.

Transition vers une économie de marché émergente

La croissance rapide de 1970 au milieu des années 90 s'explique par la montée en puissance spectaculaire de l'industrie manufacturière, au détriment de l'agriculture et des industries d'extraction. Cependant, au début des années 80, la croissance s'est accompagnée d'une nette augmentation des déficits budgétaires et d'une dette publique insoutenable.

Les autorités se sont efforcées de réduire le déficit de l'État fédéral et la dette publique, tandis que la libéralisation du régime de commerce et du système de paiement a aidé à élargir rapidement la base d'exportations. La diversification, combinée à la

déréglementation et à la libéralisation financières, a aidé à transformer le pays en une économie de marché émergente à revenu intermédiaire et à améliorer le niveau de vie et la répartition des revenus.

Au début des années 90, la croissance du PIB réel atteignait en moyenne 8,5 % par an, le chômage était tombé

sous les 3 %, les prix et le taux de change étaient stables, et les réserves internationales étaient solides. Mais, signes de tension, les exportations baissaient et le déficit des transactions courantes se creusait.

Vulnérabilités

Rétrospectivement, il est évident que l'accélération de la croissance a généré aussi des vulnérabilités qui ont exposé le pays à la crise :

- Un investissement excessif a produit des projets d'infrastructure non rentables et à forte concentration de capital, et beaucoup de capacités de production se sont retrouvées inemployées. La détérioration de la qualité de l'investissement a entraîné une baisse de la productivité et des bénéfices des sociétés. L'intervention de l'État dans la privatisation des infrastructures a créé des engagements conditionnels et un sentiment de moindre transparence et de faible gouvernement d'entreprise.

- La croissance élevée, la stabilité du taux de change et l'endettement extérieur relativement faible ont entraîné un afflux de capitaux privés, d'où un investissement excessif dans l'immobilier et les marchés des valeurs mobilières, qui a porté les prix au delà de la valeur des actifs sous-jacents. Un accès relativement facile au crédit bancaire a encouragé de nouveaux investissements spéculatifs et la forte expansion du crédit qui s'ensuivit a affaibli la qualité des actifs des banques.

- Le niveau élevé de la capitalisation boursière et de l'endettement bancaire à court terme des entreprises ont rendu celles-ci vulnérables à la baisse des prix des actifs et à la hausse des taux d'intérêt, ce qui a eu des effets négatifs sur le système financier.

- La dépendance à l'égard des exportations de produits électroniques et électriques a rendu la Malaisie plus sensible aux cycles expansion-récession de ces marchés, tandis que l'appréciation du ringgit en valeur réelle a réduit sa compétitivité. La rapide expansion des importations a conduit à de larges déficits des transactions courantes qui ont été financés en partie par des flux d'investissements de portefeuille, ce qui a accru la vulnérabilité du pays aux brusques changements d'opinion des marchés.

- Le durcissement de la politique budgétaire et la stérilisation monétaire ont permis à la Malaisie d'éviter une appréciation substantielle du ringgit en valeur nominale en dépit d'entrées massives de capitaux. Mais la prévisibilité du ringgit a encouragé de nouveaux emprunts extérieurs et découragé le développement d'instruments de couverture, exposant les banques et les entreprises à des risques de change.

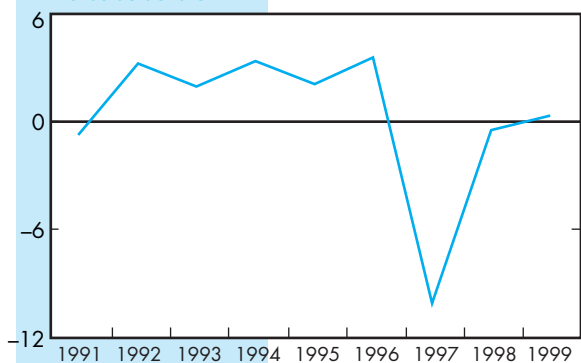
- Un marché actif en ringgit offshore, soumis à relativement peu de restrictions, a exposé davantage la monnaie aux attaques spéculatives une fois clairement établi que celle-ci était surévaluée.

- Malgré une tradition bancaire relativement solide et des systèmes comptables et prudentiels développés, la capacité des institutions financières à gérer les risques n'a pas suivi les progrès technologiques et les innovations financières.

Cependant, par rapport aux autres pays asiatiques, la Malaisie est entrée en crise avec une situation budgétaire meilleure, un secteur financier plus solide, des engagements extérieurs à court terme moins élevés et des

Malaisie : investissements de portefeuille nets

Milliards de dollars



Source : autorités malaisiennes

réserves de change utilisables plus élevées. Ces éléments, indicatifs de la discipline financière et de la réglementation prudentielle des emprunts extérieurs, ont freiné la dégradation de la confiance des marchés au début de la crise et renforcé les efforts de stabilisation qui allaient être essentiels pour gérer la crise.

Début de la crise

Du début de 1997 jusqu'à la fin de la période qui a suivi le déclenchement de la crise au milieu de l'année, tandis que ces vulnérabilités apparaissaient au grand jour, les marchés étaient de plus en plus méfiants à l'égard de la Malaisie et du reste de la région. Les investissements de portefeuille ont quitté le pays en masse (voir graphique, page 282) et les cours des valeurs mobilières et les prix immobiliers ont plongé.

Le ringgit a été mis sous une pression considérable. Offshore, les opérateurs ont pris des positions à découvert en prévision d'une forte dévaluation. En conséquence, les taux d'intérêt sur le ringgit offshore ont augmenté notablement par rapport aux taux intérieurs, ce qui a accru les sorties de capitaux libellés en ringgit. Ces flux de capitaux ont aggravé les problèmes de liquidité des banques et la situation financière en général, et ont renforcé les pressions sur les taux d'intérêt intérieurs.

Les entreprises ont enregistré des pertes notables en raison de la nette baisse de valeur des biens immobiliers et des valeurs mobilières utilisées comme garantie bancaire. Leurs bénéfices et leurs liquidités ont baissé et elles se sont retrouvées incapables d'assurer le service de leur dette. Les participations croisées, qui leur permettaient de s'endetter plus que ne le laissait paraître leur bilan, ont exacerbé les problèmes financiers.

Gestion de la crise

Comme les autres pays touchés par la crise, la Malaisie a commencé par resserrer sa politique monétaire pour ancrer l'opinion des marchés et rétablir la confiance dans le système financier. Les autorités ont relevé temporairement les taux d'intérêt à la mi-1997 et ont révisé le budget de 1998 au début de 1997 pour lui donner un tour plus expansionniste. Elles espéraient ainsi soutenir le processus d'ajustement économique nécessaire pour corriger les déséquilibres extérieurs. Cependant, les effets de contagion et la contraction économique qui en a résulté ont été bien pires que prévu. La politique budgétaire s'est révélée insuffisamment expansionniste et la croissance a ralenti avant que le pays plonge dans la récession début 1998.

Une baisse brutale de la demande intérieure a fait apparaître un excédent notable du solde des transactions courantes, mais a conduit aussi à une nouvelle détérioration du secteur financier. Les prêts improductifs ont augmenté, les dépôts ont diminué, de même que les bénéfices et les fonds propres des institutions financières. Dans ce climat régional défavorable et incertain, les marchés ont perdu confiance. Les capitaux ont continué à quitter le pays, générant un cycle vicieux de panique financière, et les anticipations d'une nouvelle

dévaluation se sont accrues. Pendant l'été de 1998, le marché boursier est tombé à son plus bas niveau de l'histoire récente (voir graphique ci-dessous).

En septembre 1998, les autorités ont cherché à isoler la politique monétaire de la volatilité extérieure. Elles ont rattaché le ringgit au dollar et réglementé les opérations de change et les mouvements de capitaux en éliminant les opérations offshore sur le ringgit et en limitant le rapatriement des investissements de portefeuille. Ces dernières restrictions devaient être temporaires et ne portaient pas sur les paiements au titre de transactions courantes et les flux d'investissement direct étranger. Ces mesures ont permis d'assurer une plus grande indépendance monétaire, facilité l'abaissement ultérieur des taux d'intérêt et complété un programme de relance budgétaire engagé en mai 1998, qui prévoyait une augmentation des dépenses d'équipement. Cependant, lorsque ces mesures ont été mises en place, les marchés financiers de la région avaient déjà retrouvé une certaine stabilité, de même que les taux de change.

La réglementation imposée par les autorités s'éloignait notablement de la politique adoptée par les autres pays en crise et, dans un premier temps, les marchés internationaux ont réagi négativement. Les agences de cotation ont abaissé la cote de la Malaisie et l'ont retirée des grands indices de référence pour les investissements internationaux, et la prime de risque sur les marchés internationaux a donc augmenté nettement (voir graphique, page 284).

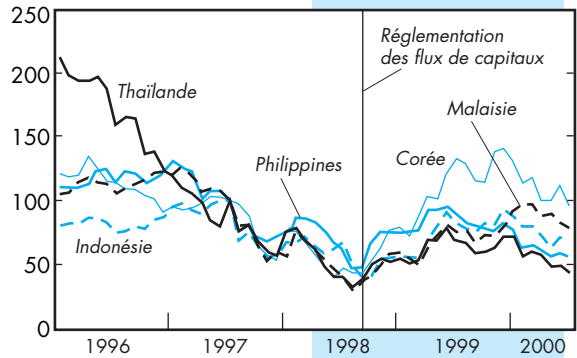
Cependant, les autorités et les entreprises considéraient que le rattachement du taux de change et la réglementation susmentionnée permettaient d'assurer une certaine prévisibilité face à une situation financière très volatile. L'effet initial sur le marché intérieur fut positif dans l'ensemble, avec une remontée des cours des valeurs mobilières immédiatement après l'adoption de la réglementation, grâce à un afflux de fonds incapables de quitter le pays et à un regain d'intérêt des investisseurs intérieurs et étrangers à mesure que la situation régionale se stabilisait.

Effets des mesures de crise

L'amélioration observée peu après la mise en place de la réglementation a ressemblé à ce qui s'est passé dans les autres pays asiatiques touchés par la crise et il est difficile d'isoler l'effet de la stratégie particulière de la Malaisie de l'évolution régionale qui a permis aussi aux autres pays d'exécuter des réformes structurelles et d'assouplir leur politique monétaire. La réglementation des flux de

Indice boursier des pays asiatiques touchés par la crise

Juillet 1997=100



Sources : Bloomberg et WEFA/INTLINE



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

Philip Torsani
Maquettiste/Graphiste

Édition française

Division française
Bureau des services linguistiques

Marc Servais

Traduction

V. Andrianifahanana

Correction & PAO

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

capitaux a été bien appliquée, mais elle n'a eu qu'un effet limité apparemment sur les flux d'investissements de portefeuille, peut-être parce que, au moment où les mesures ont été mises en place, ces investissements avaient quitté le pays en masse et le climat extérieur s'était déjà amélioré. En outre, la sous-évaluation du ringgit a réduit l'attrait des sorties de capitaux. Cependant, l'élimination du marché du ringgit offshore a aidé à étouffer la spéculation contre la monnaie.

L'assouplissement ultérieur de la réglementation a aussi modéré son effet négatif. Début 1999, le système de rétention pendant un an des investissements de portefeuille rapatriés a été remplacé par un système gradué de droits de sortie, qui a ensuite été simplifié de sorte que seuls les bénéfices sur les investissements de portefeuille rapatriés après la mi-février 1989 demeureraient soumis à un droit forfaitaire. Les opérateurs ont salué ces décisions. Des sorties nettes de capitaux ont été observées entre février et octobre 1999, mais leur montant a été plus faible que prévu, puis des entrées de capitaux relativement élevées ont été enregistrées, tandis que les écarts souverains se rétrécissaient et que les investisseurs se repositionnaient en prévision de la réintégration de la Malaisie dans les principaux indices de référence pour les investissements internationaux.

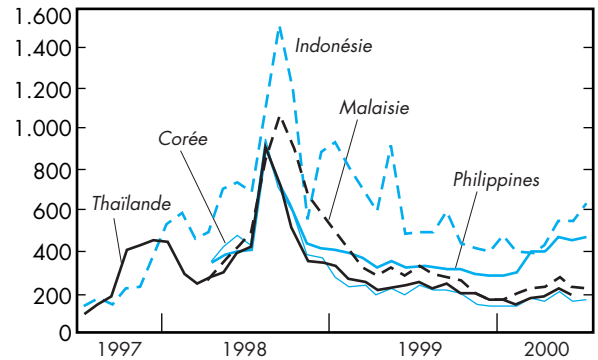
Cependant, ces mesures pourraient avoir des effets prolongés et indirects. Le rattachement du ringgit et la réglementation imposée ont réduit l'activité sur le marché des changes national, ainsi que les opérations sur les futures et options, et ont découragé les activités de couverture. Les investisseurs directs étrangers font maintenant face à des coûts administratifs plus élevés, dus aux méthodes supplémentaires de vérification et d'approbation, et jugent imprévisible le traitement de l'investissement. Tous ces facteurs accroîtront peut-être le risque pays, mais il est trop tôt pour savoir s'il y aura des effets négatifs à plus long terme sur les perspectives des investisseurs ou l'évolution du marché financier intérieur, notamment le développement de bonnes pratiques de gestion des risques.

Les autorités estimaient qu'il était nécessaire de réglementer les flux de capitaux pour éviter la panique financière. Le rattachement du ringgit a permis aux entreprises de faire des projets dans un climat moins incertain et les faibles taux d'intérêt leur ont donné du répit, ce qui a permis aux autorités de privilégier les réformes structurelles. À compter de la mi-1998, les autorités ont redoublé d'effort pour améliorer les bilans des banques. Elles ont créé une agence de gestion des actifs, une agence de recapitalisation et un comité de restructuration des emprunts de gros montant. Ensuite, grâce à un vaste programme de fusions bancaires, elles ont cherché à mettre en place un noyau d'institutions bancaires solides, dynamiques et compétitives.

Les autorités jugent prioritaire le renforcement de la réglementation et du contrôle prudentiels conformément aux meilleures pratiques internationales, en insis-

Pays asiatiques : écarts entre les obligations souveraines

Points de base, fin de période



Sources : Bloomberg et Deutsche Bank, *Emerging Market Weekly*

tant sur les normes de fonds propres et la qualité des actifs. Des progrès notables ont été accomplis dans la mise en place d'un contrôle consolidé et basé sur l'analyse du risque. Les autorités ont aussi renforcé le gouvernement d'entreprise et les normes d'information financière.

L'élimination des prêts improductifs et le renforcement des fonds propres ont contribué aux meilleurs résultats du secteur financier. La vigueur de la demande extérieure, le renchérissement des actifs, le fléchissement des taux d'intérêt et la restructuration de la dette ont permis aux entreprises d'améliorer leur bilan.

Défis à relever

L'économie malaisienne se redresse rapidement et il sera important de soutenir la reprise tout en maîtrisant l'inflation. À court terme, il faudra maintenir un bon équilibre entre la nécessité de stimuler la demande intérieure et un écart de production qui se rétrécit rapidement. Les efforts de restructuration devront aussi être poursuivis. À moyen terme, le but est de retrouver une croissance élevée et durable grâce à des gains de productivité. À cet effet, elle devra préserver la stabilité tout en facilitant une allocation efficiente des ressources et en encourageant les investisseurs à adopter une perspective à long terme. Il est essentiel de mettre en place une politique macroéconomique cohérente et une réglementation appropriée pour améliorer la gestion des risques, éliminer de façon ordonnée ce qui reste de la réglementation des mouvements de capitaux et mettre en place un secteur financier et des entreprises plus solides et plus compétitives. L'accélération des réformes dans les entreprises accroîtra la productivité et aidera à limiter les engagements conditionnels de l'État.

Le gouvernement établit une stratégie à long terme visant à transformer la Malaisie en une économie dont les secteurs à haut niveau de qualification sont fondés sur la formation, les communications et la technologie. Il sera essentiel de faciliter cette transformation en dérégulant l'économie et en encourageant la mise en place de conditions dans lesquelles s'exerce la concurrence. ■