

Discours de M. Köhler à Vienne . . .

Le triple défi de la corruption, du rôle de l'État et de la viabilité des comptes

Voici des extraits de l'allocution de Horst Köhler, Directeur général du FMI, préparée pour la conférence sur l'achèvement de la transition, qui a eu lieu le 6 novembre 2000 à Vienne, en Autriche. Le texte intégral (en anglais) est disponible sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Dix ans après la chute du communisme, la plupart des pays en transition ont dépassé le point de non-retour sur la voie de la démocratie et de l'économie de marché. Mais un bilan sérieux se doit d'être nuancé. Certains pays, comme l'Ouzbékistan et le Turkménistan, ont encore à édifier les institutions de l'économie libérale, tandis que d'autres, tels que la Hongrie, en sont déjà aux réformes de deuxième génération propres à accroître l'efficacité et la compétitivité de l'économie de marché.



Horst Köhler

Premier colloque annuel de recherche économique . . .

Trois grands thèmes : taux d'intérêt, lutte contre la pauvreté et régimes de change

Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint du FMI, et Michael Mussa, Directeur du Département des études, ont inauguré le premier colloque annuel de recherche économique qui s'est déroulé les 9 et 10 no-



Stanley Fischer (à droite) et Michael Mussa ouvrent le premier colloque de recherche économique.

Résultats positifs

Premièrement, quelles ont été les réussites?

- La croissance économique a repris dans la quasi-totalité des pays en transition au cours des deux dernières années, et l'inflation a été maîtrisée dans toute la région.

- Dans presque tous les pays, les prix, le commerce extérieur et les régimes de change ont été largement libéralisés. En quelques années seulement, les économies en transition ont progressé autant que les pays industrialisés en plusieurs décennies après la deuxième guerre mondiale.

- En outre, des progrès ont été réalisés dans de nombreux autres domaines de réformes structurelles, y compris les privatisations. Dans certains pays, la part du secteur privé dans l'économie a grimpé (*suite à la page 370*)

vembre. M. Fischer a annoncé l'ouverture d'un concours informel pour trouver l'acronyme le plus accrocheur pour ce nouveau colloque, un peu comme ABCDE pour la conférence annuelle de la Banque mondiale sur l'économie du développement (Annual Bank Conference on Development Economics). Les participants ont abordé diverses questions débattues quotidiennement au sein du FMI : faut-il abaisser les taux d'intérêt dès qu'une crise financière se déclenche? Les programmes du FMI encouragent-ils un comportement risqué de la part des investisseurs? L'action du FMI et de la Banque aggrave-t-elle la pauvreté et les inégalités? Quel est l'effet des régimes de change sur les résultats macroéconomiques?

Ajustement des taux d'intérêt en période de crise

Les crises financières subissent des mutations et les spécialistes ont du mal à suivre le (*suite à la page 372*)

Dans ce numéro

369

Le triple défi de la transition

369

Premier colloque annuel de recherche économique

370

M. Köhler à Bruxelles

372

Soutien au programme de l'Argentine

376

Comité des statistiques de balance des paiements

378

Entrevue avec le professeur Blanchard

381

Économie de troc en Russie

383

M. Blinder tire les leçons des années 90

Lire aussi . . .

373

Utilisation des ressources FMI

374

Accords du FMI

375

Principaux taux du FMI

375

Publications récentes

377

Sur le site Internet

Pour mener à bien la transition économique

(suite de la première page) à 70 % ou plus, niveau comparable à celui des économies de marché occidentales.

Dans le même temps, il y a eu quelques échecs. Dans bien des pays, des secteurs clés sont toujours en déclin, et des régions entières sont en proie à un chômage catastrophique. Pour la majorité de la population, le revenu par habitant est plus bas qu'il y a dix ans. La chute de la production liée à la transition a aussi entraîné une forte aggravation de la pauvreté et des inégalités.

Un triple défi à relever

Il est urgent d'agir sur trois fronts : lutter contre la corruption, redéfinir le rôle de l'État et maintenir la stabilité macroéconomique et financière gagnée de haute lutte. La lutte contre la corruption est aussi difficile qu'essentielle. La transition consiste à bâtir de nouvelles structures libérales dans un contexte où les relations de pouvoir sont fluides et évolutives, et où certains peuvent profiter grandement de cette fluidité ou du maintien du *statu quo*. Les abus prennent deux formes, la plus visible étant la grande corruption, où les groupes d'intérêts «s'approprient l'État» et usent de leur pouvoir pour préserver des monopoles, entraver la concurrence et empêcher la réforme. Dans une telle situation, les autorités doivent être prêtes à combattre ces intérêts en affichant notamment leur détermination à promouvoir la transparence dans la formulation de la politique économique et dans les opérations du secteur public.

La deuxième forme d'abus est la corruption endémique, où les détenteurs du pouvoir monnayent leur

collaboration, imposant ainsi des contraintes supplémentaires à l'économie et minant l'état de droit, qui est essentiel dans une économie de marché. La lutte contre cette forme de corruption requiert un cadre juridique et réglementaire transparent, des tribunaux solides, des organes de maintien de l'ordre fiables, des fonctionnaires et des juges mieux formés et bien payés.

Deuxièmement, dans la plupart des pays en transition, le secteur public est encore trop important, d'où la nécessité de *recenter l'État sur ses fonctions* en le sous-trayant, là encore, à l'emprise des groupes d'intérêts. L'État doit se désengager des activités marchandes et se concentrer sur la fourniture de biens publics tels que l'éducation, la réglementation et le maintien de l'ordre. En ce qui concerne la privatisation des entreprises publiques, il est essentiel de respecter les principes de transparence et de concurrence et de mettre en place des structures réglementaires appropriées.

Par ailleurs, pour que la transition réussisse, il faut une protection sociale efficace et abordable afin d'amortir l'impact de la restructuration. Dans les années à venir, le défi immédiat pour la plupart des pays consistera à établir des programmes efficaces de soutien du revenu avec des ressources limitées. Les économies devenant plus robustes, ce soutien pourra s'accroître progressivement. Mais les autorités devront s'assurer constamment que ces prestations ne grèvent pas les budgets et ne découragent ni le travail ni l'épargne.

Troisièmement, à mesure que les pays en transition s'engageront dans la phase de croissance et commen-

M. Köhler plaide pour un processus d'élargissement transparent

Voici des extraits de l'allocution de Horst Köhler, Directeur général du FMI, lors de sa réunion avec les commissions parlementaires de l'Union européenne (UE) à Bruxelles le 7 novembre. Le texte intégral (en anglais) est disponible sur le site Web du FMI (www.imf.org).

L'Assemblée annuelle du FMI s'est déroulée dans un contexte de forte reprise de l'économie mondiale, la croissance étant la plus élevée depuis la chute du mur de Berlin. Si, depuis, les perspectives ont été assombries par le renchérissement du pétrole, nous prévoyons encore une solide expansion de l'économie mondiale pour l'année à venir. Il existe manifestement des risques, principalement du côté des pays industrialisés : la volatilité des cours des actions, en particulier aux États-Unis, et le déficit élevé des transactions courantes des États-Unis, la fragilité de la reprise au Japon et les désalignements entre les principales monnaies, en particulier l'euro et le dollar.

Une politique économique avisée devrait permettre d'éviter que ces risques se matérialisent. Un atterrissage en douceur de l'économie américaine se précise de plus en plus. C'est encourageant, mais nous savons aussi qu'il faut accroître l'épargne privée et continuer de mener une politique budgétaire prudente. Au Japon, il est prioritaire

d'appuyer la reprise économique et de lui donner une assise structurelle plus solide.

Il est clair que l'euro est sous-évalué et que cela pose des problèmes, entre autres pour la croissance des pays à marché émergent et en développement. Il faut corriger ce désalignement. Mais il ne sert à rien de dramatiser. La situation va s'inverser. Les données économiques fondamentales des pays européens se sont manifestement améliorées. La croissance se rapproche de celle des États-Unis. Je m'attends à ce que l'euphorie des fusions transatlantiques retombe quelque peu, ce qui pourrait normaliser les sorties de capitaux. Je pense que la Banque centrale européenne fait du bon travail dans des circonstances difficiles. Les Européens eux-mêmes devraient cesser d'en parler avec condescendance. Le débat politique en Europe devrait se concentrer sur l'accélération des réformes structurelles et la clarification du processus d'intégration et d'élargissement de l'UE.

Je note avec grande satisfaction que l'UE est déterminée à engager au plus tôt un nouveau cycle de négociations commerciales multilatérales et que la Commission européenne vient d'offrir un accès libre aux exportations des pays les plus pauvres.

Le FMI et ses pays membres ont un programme de travail ambitieux. Nous avons hâte de collaborer activement avec l'UE pour atteindre notre objectif commun de stabilité et de prospérité pour tous.

ceront à «se lasser des réformes», il importera de préserver la viabilité des comptes extérieurs. Il faudra suivre attentivement l'évolution du déficit extérieur courant et de la dette extérieure. Pour maintenir la stabilité macroéconomique et financière, il faudra agir dans divers domaines :

- Élaborer de bons programmes budgétaires à moyen terme définissant les dépenses nécessaires dans un contexte d'austérité financière, en tenant compte du fait que la charge fiscale et le ratio d'endettement sont déjà assez élevés. La difficulté de concilier ces pressions budgétaires est déjà évidente dans bien des pays, et l'on peut craindre qu'elle augmente la vulnérabilité extérieure à moyen terme.

- Des efforts considérables sont nécessaires pour renforcer et restructurer le secteur financier afin d'en rehausser l'efficacité. Il doit être soumis à une réglementation et à un contrôle efficaces.

- Les pays en transition qui progressent le mieux peuvent recevoir d'importants flux de capitaux. De nouveaux problèmes de gestion économique apparaîtront, y compris des pressions sur le déficit extérieur courant et sur les prix intérieurs. Une bonne politique budgétaire sera essentielle pour atténuer les tensions résultant de ces flux et réduire les risques d'un revirement néfaste.

- Dans certains pays, la gestion de la dette extérieure est le problème majeur. Sa résolution requiert non seulement un ajustement vigoureux, mais aussi une assistance des créanciers et des donateurs.

La responsabilité de relever ces défis incombe d'abord aux pays concernés, mais la communauté internationale peut aussi contribuer largement à appuyer la transition. En particulier, les pays industrialisés devraient ouvrir davantage leurs marchés, notamment aux industries d'exportation naissantes des pays en transition. Ce serait bénéfique non seulement pour les pays en transition, mais aussi pour les pays industrialisés, qui obtiendraient ainsi des produits moins chers et verrait augmenter leurs propres exportations.

Adhésion à l'UE

À mon avis, l'adhésion à l'UE est l'une des principales motivations du processus de réforme dans plusieurs pays, et il pourrait en aller de même pour de nombreux autres à l'avenir. L'élargissement de l'UE doit offrir aux pays en transition une voie crédible et réaliste qui leur permette d'y adhérer à terme, après avoir pris les mesures appropriées. Les critères d'adhésion ne sauraient être dilués sans compromettre l'intégrité de l'élargissement. Par conséquent, pour certains pays, le processus d'adhésion risque de prendre plus longtemps qu'ils ne le souhaitent.

Rôle du FMI

Pour sa part, le FMI continuera à soutenir les pays en transition en leur offrant des conseils de politique économique ainsi qu'une assistance technique et financière

au besoin. Mais, de même que l'économie mondiale, le FMI est en train d'évoluer pour répondre efficacement à de nouveaux défis. À l'Assemblée annuelle de Prague, les gouverneurs se sont largement prononcés en faveur de la réforme du FMI.

À mes yeux, le FMI est l'une des institutions qui veillent à ce que la mondialisation profite à tous. Cela suppose un partenariat renforcé avec la Banque mondiale et une perception claire de la complémentarité des deux institutions.

Parce que le FMI a pour mission de promouvoir la stabilité financière nationale et internationale, il doit placer la prévention des crises au cœur de ses activités. Nous le faisons en recentrant nos activités, surtout en matière de surveillance et d'assistance technique. Nous devons également prêter une attention particulière non seulement aux politiques nationales et à leur impact global, mais aussi aux questions de coopération régionale, notamment par le biais de la surveillance.

Par ailleurs, nous surveillons plus rigoureusement les secteurs financiers, nous encourageons l'adoption de normes et codes et nous diffusons de meilleures informations sur les politiques du FMI. Dans une grande mesure, les efforts internationaux sont encore préliminaires et les pays en transition sont à l'avant-garde dans ce domaine.

Nous continuerons à conseiller les pays membres dans nos principaux domaines de compétence — questions monétaires, budgétaires et financières. Je pense que le FMI doit communiquer franchement son analyse et son opinion. Tout concours financier doit être assorti d'une conditionnalité, qui doit inciter le pays à prendre en charge son programme. Il est essentiel à cet égard que les programmes soient adaptés aux besoins divers de nos membres et axés sur des mesures propres à assurer la stabilité et la croissance macroéconomiques. Cette approche requiert également une coordination plus effective avec d'autres organisations internationales, en particulier la Banque mondiale.

La Yougoslavie

Nous saluons l'avènement de la démocratie en Yougoslavie, et nous sommes prêts à coopérer pleinement avec ce pays qui s'efforce de tourner la page sur de nombreuses années de conflit. Nous espérons maintenant que le rétablissement des liens entre la Yougoslavie et la communauté internationale contribuera grandement à relancer l'ensemble de la région.

La transition a produit des succès notables. Certains pays en sont à un stade de quasi-convergence avec les économies avancées. D'autres ont encore beaucoup de chemin à parcourir. La communauté internationale et le FMI en particulier doivent être disposés à les aider en cas de nécessité. En fait, tous les pays sont «en transition». De nos jours, ils sont tous confrontés au même défi : comment adapter continuellement leurs économies aux exigences d'une économie mondiale de plus en plus intégrée au profit de tous leurs citoyens. ■

Le FMI continuera à soutenir les pays en transition en leur offrant des conseils de politique économique ainsi qu'une assistance technique et financière au besoin.



Philippe Aghion



Lawrence Christiano

Colloque de recherche économique au FMI

(suite de la première page) mouvement. Par exemple, il n'a pas été facile d'expliquer la crise asiatique de 1997-98 à l'aide des modèles théoriques existants. Selon ces modèles, les crises résultent de l'extrême prodigalité des pouvoirs publics ou du manque de crédibilité de leurs engagements. Or, une des caractéristiques importantes de la crise asiatique fut l'extrême prodigalité du secteur privé avant la crise (bien que les opérations de sauvetage des pouvoirs publics et l'insuffisance du contrôle du secteur financier aient encouragé ce comportement). Lorsque la crise s'est déclenchée, on a brusquement fermé le robinet des emprunts; la détérioration des bilans des entreprises qui en a résulté a joué un grand rôle dans l'effondrement de la production des pays touchés par la crise.

Pendant la crise asiatique, Joseph Stiglitz, à l'époque économiste principal à la Banque mondiale, et d'autres spécialistes ont plaidé pour que le FMI cesse de recommander qu'un pays faisant face à une crise monétaire relève temporairement ses taux d'intérêt pour freiner la dévaluation de sa monnaie et rétablir la stabilité financière, arguant que le relèvement des taux d'intérêt pèse sur les bilans des entreprises, ce qui encourage de nouvelles sorties de capitaux et affaiblit la monnaie. Loin de défendre la monnaie, le relèvement des taux d'intérêt pourrait avoir comme effet pervers une nouvelle dépréciation de la monnaie.

Les résultats de la stratégie prônée par le FMI en Asie semblent indiquer que ces craintes n'étaient pas justifiées. Atish Ghosh (FMI) et Gabriela Basurto (BID) n'ont guère trouvé de données économétriques démontrant qu'un relèvement des taux d'intérêt entraîne une dépréciation de la monnaie : ils concluent donc que l'effet pervers est purement théorique.

Pourtant, les universitaires construisent des modèles théoriques où la possibilité d'un effet pervers est envisagée. Dans le modèle présenté par Philippe Aghion

(Harvard), Philippe Bacchetta (Studienzentrum Gerzensee) et Abhijit Banerjee (MIT), une crise financière a pour principal effet négatif que la dépréciation de la monnaie accroît les obligations en devises des entreprises. En conséquence, dans leur modèle, il est bon — la plupart du temps — de limiter la dépréciation en relevant les taux d'intérêt.

Lawrence Christiano (Northwestern University), Chris Gust (Réserve fédérale américaine) et Jorge Roldós (FMI) sont moins dogmatiques. Dans leur modèle, la question est de savoir si l'on peut maintenir la production en remplaçant par des ressources intérieures, comme la main-d'œuvre, les produits intermédiaires importés qui sont maintenant plus coûteux du fait de la dépréciation de la monnaie. Si cette substitution est facile, l'abaissement des taux d'intérêt est peut-être une bonne option. Si l'économie intérieure n'est pas en mesure de s'ajuster, ce qui est fort possible à court terme, un abaissement des taux d'intérêt pourrait peser sur l'activité économique.

Prêts du FMI, opérations de sauvetage et participation du secteur privé

Il semble que les prêts accordés par le FMI améliorent l'accès des pays émergents aux fonds privés. Mais est-ce une bonne chose? Non, selon ceux qui critiquent les opérations de sauvetage du FMI, pour qui le fait que les investisseurs soient prêts à accorder davantage de prêts à de meilleures conditions témoigne du risque d'abus encouragé par les prêts du FMI. Les investisseurs accordent des prêts parce qu'ils pensent que le FMI renflouera les pays (et indirectement eux-mêmes) en cas de crise. Par contre, ceux qui sont favorables aux prêts du FMI jugent que le filet de sécurité financière qu'il fournit avec d'autres organisations réduit la probabilité et la gravité des crises financières. Cet effet catalyseur des

M. Köhler se félicite du renforcement du programme économique de l'Argentine

Dans une note d'information diffusée le 10 novembre, Horst Köhler, Directeur général du FMI, a salué les mesures de renforcement du programme économique annoncées par Fernando de la Rúa, Président de l'Argentine. Le texte intégral (en anglais) de la note d'information n° 00/101 est disponible sur le site Web du FMI (www.imf.org).

«Les mesures annoncées par le Président de la Rúa témoignent de grandes qualités d'initiative et constituent à la fois un renforcement notable du cadre de politique économique et une nouvelle preuve de l'engagement des autorités envers la stratégie qu'elles appliquent avec succès depuis plus de dix ans», a déclaré M. Köhler. «Ces mesures devraient aussi donner un nouvel élan à une politique économique axée sur la croissance. La rapide application de ces mesures, en particulier l'accord sur un pacte budgétaire entre l'État

fédéral et les provinces, aiderait à assurer la viabilité de la position budgétaire et, combinée à un appui financier supplémentaire de la part des institutions financières internationales, devrait aussi améliorer l'accès de l'Argentine aux marchés financiers.

«Les négociations avec l'Argentine se poursuivront et pourraient s'achever relativement vite. Lorsqu'un accord sera conclu, la direction du FMI recommandera au Conseil d'administration que l'Argentine effectue un tirage sur son accord de confirmation de précaution et qu'elle reçoive une aide financière complémentaire, notamment au titre de la facilité de réserve supplémentaire, à l'appui de sa politique économique renforcée.

«L'Argentine examine aussi le renforcement de son programme économique avec la Banque mondiale et la Banque interaméricaine de développement. Ces institutions feront sous peu des annonces séparées.»

prêts officiels améliore les conditions d'accès des pays émergents aux fonds privés.

Il n'est pas facile de faire la part des choses et ces deux vues ne sont d'ailleurs pas incompatibles. En cas de risque d'abus, les événements qui rendent plus probable un renflouement par le FMI devraient abaisser le taux d'intérêt auquel les investisseurs sont disposés à prêter aux pays émergents; plus précisément, l'écart de taux d'intérêt entre les obligations de ces pays et les obligations américaines (jugées sans risque) devrait se rétrécir. Ces événements devraient aussi affaiblir le lien entre les taux d'intérêt et les données économiques fondamentales du pays, puisque, le renflouement étant plus probable, les investisseurs se préoccupent moins des caractéristiques de chaque pays.

Reste à savoir quels sont ces événements, ce qui pose un problème empirique. Giovanni Dell'Arccia (FMI), Isabel Goedde (université de Mannheim) et Jeromin Zettelmeyer (FMI) sont d'avis que la crise russe d'août 1998 fut l'un de ces événements. Les opérateurs des marchés s'attendaient à une opération de sauvetage en faveur de la Russie du fait de sa puissance nucléaire, mais il n'en a rien été, ont-ils noté. Le fait que la communauté internationale soit apparue moins disposée à renflouer des pays émergents aurait dû inciter les investisseurs à plus de prudence dans leurs prêts à ces pays, avec pour résultat un élargissement des écarts d'intérêt et le renforcement du lien entre ces écarts et les données économiques fondamentales. Les trois intervenants ont trouvé peu de traces d'une hausse des écarts d'intérêt à la suite de la crise russe; par ailleurs, les investisseurs semblent avoir commencé à différencier les risques liés à chaque pays, les écarts d'intérêt s'élargissant moins nettement dans les pays menant une politique économique plus avisée.

Mais il existe aussi des signes d'un effet catalyseur. Sur la base de données sur les écarts de taux d'intérêt des obligations de pays émergents émises au cours des années 90, Barry Eichengreen (université de Californie, Berkeley) et Ashoka Mody (Banque mondiale) ont indiqué que les prêts accordés par le FMI dans le cadre de

programmes au titre du mécanisme élargi de crédit améliorent les conditions d'accès aux marchés de capitaux privés. Cependant, cet effet semble ne se faire sentir que pour les pays dont la cote de crédit est intermédiaire, ce qui signifierait que les créanciers jugent le respect de ces programmes peu probable dans les pays dont la cote de crédit est médiocre. Dans ce cas, l'annonce d'un programme au titre du mécanisme élargi n'a aucun effet. De la même manière, les pays dont la cote de crédit est élevée ont déjà démontré qu'ils étaient bien déterminés à mener une politique économique avisée et les prêts accordés par le FMI ne leur donnent aucun avantage supplémentaire en termes d'accès aux marchés. C'est dans les pays à cote de crédit intermédiaire que le FMI renforce l'engagement à l'égard de la réforme et que l'annonce d'un programme au titre du mécanisme élargi améliore l'accès aux marchés.

Par ailleurs, les intervenants sont convenus en général que le secteur privé a un rôle essentiel à jouer pour fournir des capitaux aux pays émergents, prévenir et résoudre les crises, et veiller à ce que les flux de capitaux vers les marchés émergents ne cessent pas brusquement. Nouriel Roubini (université de New York) a noté que, si le cadre général prévoyant la participation du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises est encore en cours de conception, le ton des discussions entre les secteurs officiel et privé a fortement évolué : l'idée de renflouement «payant» pour le secteur privé a fait place à une politique d'«engagement constructif».

Action des institutions financières internationales, pauvreté et inégalités

Les recommandations des institutions financières internationales ont été rendues responsables, à un moment ou à un autre, de presque tous les maux de l'économie contemporaine. On accuse, par exemple, les programmes d'ajustement structurel de nuire aux pauvres. Les observations de William Easterly (Banque mondiale) à ce sujet sont mitigées : ces programmes semblent protéger partiellement les pauvres des effets des récessions, mais ils modèrent leurs gains de revenus pendant les phases d'expansion.

Selon M. Easterly, les prêts à l'ajustement ont plus d'effets sur le secteur formel que sur le secteur informel, où se trouvent la plupart des pauvres. Il se peut donc que les pauvres soient mal placés pour tirer profit des nouvelles chances offertes par les réformes structurelles, mais aussi qu'ils souffrent moins de la perte de chances qui étaient offertes dans des secteurs protégés artificiellement avant les réformes. Le renforcement de la protection sociale prévu dans les programmes atténue aussi l'effet des récessions sur les revenus des pauvres.

On entend aussi souvent dire que les prêts et les recommandations des institutions financières internationales accroissent les inégalités de revenus, en particulier dans les pays en transition qui ont connu



Isabel Goedde



Ashoka Mody



Nouriel Roubini



William Easterly

Utilisation des ressources du FMI (Millions de DTS)

	Octobre 2000	Janvier–octobre 2000	Janvier–octobre 1999
Compte des ressources générales	32,11	2.874,37	8.906,47
Accords de confirmation	32,11	1.851,10	6.429,07
FRS	0	0	3.636,09
Accords élargis de crédit	0	1.023,27	1.797,00
MFC	0	0	680,40
FRPC	38,02	373,38	668,73
Total	70,13	3.247,75	9.575,20

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

Les accords au titre du mécanisme élargi de crédit (MEDC) visent à corriger les difficultés de balance des paiements dues à des problèmes structurels.

des bouleversements économiques spectaculaires ces dix dernières années. Cependant, Michael Keane (université de New York) et Eswar Prasad (FMI) contestent ce jugement pour l'un des pays en transition ayant obtenu les meilleurs résultats, la Pologne. Sur la base de données très détaillées sur les revenus et la consommation des ménages polonais, ils

notent que la hausse des inégalités pendant la transition a été plutôt modeste, les inégalités actuelles étant plus proches de celles prévalant dans les pays scandinaves qu'aux États-Unis.

Si les inégalités de revenus n'ont guère varié, les inégalités de rémunérations ont augmenté substantiellement pendant la transition; cependant,

Accords du FMI au 31 octobre

Pays membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Total approuvé	Solde non tiré
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	113,38
Estonie	1 ^{er} mars 2000	31 août 2001	29,34	29,34
Gabon	23 oct. 2000	22 avr. 2002	92,58	79,36
Lettonie	10 déc. 1999	9 avr. 2001	33,00	33,00
Lituanie	8 mars 2000	7 juin 2001	61,80	61,80
Mexique	7 juil. 1999	30 nov. 2000	3.103,00	1.163,50
Nigéria	4 août 2000	3 août 2001	788,94	788,94
Panama	30 juin 2000	29 mars 2002	64,00	64,00
Papouasie-Nouvelle-Guinée	29 mars 2000	28 mai 2001	85,54	56,66
Philippines	1 ^{er} avr. 1998	31 déc. 2000	1.020,79	237,56
Roumanie	5 août 1999	28 fév. 2001	400,00	260,25
Russie	28 juil. 1999	27 déc. 2000	3.300,00	2.828,57
Turquie	22 déc. 1999	21 déc. 2002	2.892,00	2.226,84
Uruguay	31 mai 2000	31 mars 2002	150,00	150,00
Total			43.660,59	17.160,15
Accords élargis de crédit				
Bulgarie	25 sept. 1998	24 sept. 2001	627,62	156,92
Colombie	20 déc. 1999	19 déc. 2002	1.957,00	1.957,00
Indonésie	4 févr. 2000	31 déc. 2002	3.638,00	2.786,85
Jordanie	15 avr. 1999	14 avr. 2002	127,88	91,34
Kazakhstan	13 déc. 1999	12 déc. 2002	329,10	329,10
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			9.088,45	6.977,91
Accords FRPC				
Albanie	13 mai 1998	12 mai 2001	45,04	9,41
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	41,79
Cameroun	20 aoû 1997	20 déc. 2000	162,12	0,00
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	191,90	120,85
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
Kénya	4 aoû 2000	3 aoû 2003	190,00	156,40
Madagascar	27 nov. 1996	30 nov. 2000	81,36	9,48
Mali	6 aoû 1999	5 aoû 2002	46,65	33,15
Mauritanie	21 juil. 1999	20 juil. 2002	42,49	30,35
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	31 mars. 2001	100,43	8,93
République Centrafricaine	20 juil. 1998	19 juil. 2001	49,44	32,96
République kirghize	26 juin 1998	25 juin 2001	73,38	28,69
Rwanda	24 juil. 1998	23 juin 2001	71,40	28,56
São Tomé-et-Principe	28 avr. 2000	28 avr. 2003	6,66	5,71
Sénégal	20 avr. 1998	19 avr. 2001	107,01	42,80
Tadjikistan	24 juin 1998	23 juin 2001	100,30	40,02
Tanzanie	31 mars 2000	30 mars 2003	135,00	95,00
Tchad	7 janv. 2000	7 janv. 2003	36,40	26,00
Zambie	25 mars 1999	28 mars 2003	254,45	234,45
Total			2.762,61	1.446,70
Total général			55.511,65	25.584,76

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 transferts de revenus de certains segments de la population vers d'autres ont atténué la hausse de ces inégalités. Selon MM. Keane et Prasad, c'est peut-être en orientant les transferts de revenus vers ceux qui allaient perdre le plus du fait de la transition que la Pologne a pu dégager un appui politique en faveur de la réforme au cours des premières années critiques du processus.

Effets des régimes de change

Les régimes de change devenant de plus en plus variés, la question de savoir comment ils influent sur les résultats économiques demeure essentielle. Il faut d'abord décider comment classer un régime de change, d'autant plus qu'il y a souvent un écart entre le régime annoncé et le régime effectivement appliqué. Dans son *Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change*, le FMI fournit une classification détaillée des régimes annoncés. Eduardo Levy-Yeyati et Federico Sturzenegger (université Torcuato Di Tella) donnent une autre classification, fondée sur la volatilité des taux de change et des réserves. Par exemple, un pays dont le taux de change est assez stable et les réserves très volatiles est classé

parmi les pays à régime de change fixe, quel que soit le régime qu'il a annoncé.

Sur la base de cette nouvelle classification, les deux intervenants notent que les pays à régime de change intermédiaire ont généralement une inflation plus élevée que les pays à régime de change fixe ou flottant, et que la croissance de la production est plus faible et sa volatilité plus élevée dans les pays à régime de change fixe.

Deux autres documents portaient sur des aspects particuliers du choix du régime de change. Antonio Fatás (INSEAD) et Andrew K. Rose (université de Californie, Berkeley) ont examiné si la politique budgétaire différait davantage dans les pays à régime de change «extrême», à savoir une caisse d'émission ou une zone monétaire commune, que dans les autres pays. Rupa Duttagupta et Antonio Spilimbergo (FMI) se sont demandé pourquoi les exportations des pays touchés par la crise asiatique ont réagi avec un long retard à la forte dépréciation de leur monnaie en valeur réelle. Ils ont conclu que la dépréciation presque simultanée de ces monnaies a neutralisé l'avantage compétitif dont un pays aurait profité si sa monnaie avait été la seule à être dévaluée.



Federico Sturzenegger



Antonio Spilimbergo



Maury Obstfeld

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
13 novembre	4,85	4,85	5,62
20 novembre	4,84	4,84	5,61

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-bin/bur.pl?2000).

Des informations financières générales sur le FMI, notamment sur les taux, sont disponibles à l'adresse www.imf.org/external/fin.htm.

Source : FMI, Département de la trésorerie

Publications récentes

Working Papers (Documents de travail 10 \$)

00/173: *The Disappearing Tax Base: Is Foreign Direct Investment (FDI) Eroding Corporate Income Taxes?*
Reint Gropp and Kristina Kostial

00/174: *Voting on the "Optimal" Size of Government*,
Jan-Peter Olters

00/175: *Trade and Domestic Financial Market Reform Under Political Uncertainty: Implications for Investment, Savings, and the Real Exchange Rate*, Rina Bhattacharya

IMF Staff Country Reports

(Rapports sur les pays, 15 \$)

- 00/141: Germany: 2000 Article IV Consultation
—Staff Report; Statement by Staff Representative; and Public Information Notice Following the Consultation
- 00/142: Germany: Selected Issues
- 00/143: Japan: Economic and Policy Developments
- 00/144: Japan: Selected Issues

Ces publications sont disponibles, en anglais uniquement, au : IMF Publication Services, Box X2000, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Télécopie : (202) 623-7201. Courriel : 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*.

Réuni au siège du FMI . . .

Le Comité étudie les moyens d'améliorer les statistiques nationales de balance des paiements

Le Comité des statistiques de balance des paiements du FMI a tenu sa treizième réunion au siège du FMI à Washington, du 23 au 27 octobre 2000.

Contexte

Le Comité a été créé en 1992 pour superviser l'application des recommandations de deux groupes de travail du FMI qui ont étudié les principales sources des dis-

cordances statistiques de balance des paiements mondiale, conseiller le FMI sur les questions de méthodologie et d'établissement des statistiques de balance des paiements et de la position extérieure globale (PEG), et promouvoir une meilleure coordination de la collecte des données entre les pays. Le Comité est présidé par le FMI et regroupait, en l'an 2000, 15 experts en statistiques de ba-

lance des paiements de divers pays. Quatre organisations, la BRI, la BCE, l'OCDE et l'Eurostat, sont invitées à envoyer des représentants à ses réunions.

Eu égard à l'essor des marchés financiers internationaux, bien des réalisations importantes du Comité concernent le compte financier de la balance des paiements. En 1993, le Comité a entamé la préparation de l'Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (ECIP). Cette enquête, portant sur la situation à la fin de 1997, a permis de mesurer les avoirs en titres internationaux à long terme des principaux pays investisseurs. Des données ont été recueillies sur les titres de participation et de créance à échéance initiale d'un an ou plus émis par des non-résidents, ventilés par pays émetteur. Vingt-neuf pays ont participé à cette initiative, dont les résultats ont été publiés en 1999 par le FMI (*Résultats de l'Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille*). Selon le Comité et les pays participants, l'ECIP a contribué à rehausser la qualité des statistiques sur les positions d'avoirs et d'engagements au titre des investissements de portefeuille et les flux y afférents.

Retrouvez le Comité sur l'Internet

Le site du FMI (www.imf.org) propose des informations sur les activités du Comité de balance des paiements, y compris ses derniers rapports annuels, de nombreux documents de travail sur l'ECIP et l'enquête méthodologique de 1997, ainsi que le *Bulletin trimestriel de la balance des paiements* depuis 1995.

L'Analyse des résultats de l'Enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille et le projet d'enquête pour 2001, document d'accompagnement des *Résultats*, a été publiée en septembre 2000. Une deuxième ECIP de plus grande envergure sera réalisée à la fin de décembre 2001. Jusqu'ici, 71 pays ont manifesté l'intention d'y participer, y compris 18 centres financiers offshore. À sa réunion de 2000, le Comité a décidé d'organiser l'enquête tous les ans après l'ECIP 2001. Les données ainsi recueillies constitueront une série chronologique utile qui complétera les statistiques bancaires internationales établies par la BRI sur les positions créditrices des banques envers les pays débiteurs.

Activités du Comité

En 1994, le Comité a commencé à étudier les questions relatives à l'évaluation statistique des opérations et soldes sur dérivés financiers. Le Groupe de travail intersecrétariats sur la comptabilité nationale a également participé à ce débat, qui a fait l'objet de vastes consultations internationales avec les producteurs de données et abouti à la publication, en 2000, du document intitulé *Dérivés financiers — Supplément à la 5^e édition du Manuel de la balance des paiements*, 1993. Ces nouvelles normes sont actuellement appliquées dans le monde entier.

Le Comité a également collaboré avec la BRI pour améliorer les statistiques bancaires internationales, qui se sont avérées particulièrement utiles pour établir et/ou évaluer la couverture des statistiques de balance des paiements et de la dette extérieure.

Par ailleurs, le Comité a contribué à l'amélioration des statistiques de balance des paiements en participant à l'Enquête de 1997 sur l'application des normes méthodologiques concernant les investissements directs (*Survey of Implementation of Methodological Standards for Direct Investment — SIMSDI*), réalisée conjointement par le Département des statistiques du FMI et le Groupe de travail de l'OCDE sur les statistiques financières. Cette enquête donne des renseignements complets sur les sources de données, les méthodes de collecte, les pratiques de diffusion et la méthodologie applicables aux statistiques des investissements directs étrangers (IDE), ainsi que le degré de conformité des pays membres du FMI à ces normes internationales. Au total, 114 pays y ont participé. En mars 2000, le FMI et l'OCDE ont publié conjointement les métadonnées (informations sur les données) ainsi recueillies dans un rapport (*Report on the Survey of Implementation of Methodological Standards for Direct Investment*) disponible sur le site du FMI (www.imf.org/external/np/sta/di/rep97.htm).



Séance de travail du Comité des statistiques de balance des paiements.

Depuis sa création, le Comité a examiné et formulé des recommandations sur diverses autres questions concernant les statistiques de balance des paiements : estimation du commerce de troc, du commerce-navette et des voyages; disponibilité des données pour les transferts courants; évaluation des services d'assurance, des intérêts courus et des bénéfices réinvestis sur investissements directs; traitement statistique des pensions et des prêts de titres. Le Comité examine et évalue également les travaux du Groupe de travail intersecrétariats sur les statistiques du commerce international de services dans le cadre de l'élaboration du *Manuel des statistiques du commerce international des services* et ceux du Groupe de travail intersecrétariats sur les statistiques financières — *Dette extérieure : Guide pour les statisticiens et les utilisateurs*.

Activités récentes

À la réunion de cette année, le Comité a consacré une journée à un débat sur le cadre d'évaluation de la qualité des statistiques de balance des paiements qu'élabore actuellement le Département des statistiques du FMI. Cette initiative répond à un certain nombre de besoins. En particulier, elle complète le volet qualité de la Norme spéciale de diffusion des données et du système général de diffusion des données du FMI, vise spéciale-

ment la qualité des données fournies à l'institution dans le cadre de la surveillance, et évalue objectivement la qualité des informations de base devant être publiées dans les rapports sur l'observation des normes et codes.

Figuraient également au programme : l'ECIP 2001; la création d'une base de données internationale sur les titres pour aider les statisticiens à réaliser des enquêtes sur les investissements de portefeuille; le traitement statistique des pensions, des intérêts courus sur les titres de créance et les échanges de créances; l'estimation des transactions internationales liées aux voyages; l'utilisation des statistiques de balance des paiements à des fins de politique économique; la possibilité d'une mise à jour du *Manuel de la balance des paiements* du FMI.

La prochaine réunion du Comité, qui sera organisée par le Ministère des finances du Japon, aura lieu à Tokyo du 24 au 26 octobre 2001. ■

FMI, Département des statistiques



Deux membres du Comité : (de gauche à droite) Toru Oshita (Ministère des finances, Japon) et Masahiro Hoka (Banque du Japon).

Photographies : Denio Zara, Padraig Hughes, Pedro Márquez et Michael Spilotro (FMI), pages 369, 372–73, 375–79, 381 et 384.

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

Communiqués de presse

00/59 : La Banque centrale européenne devient un détenteur agréé de droits de tirage spéciaux, 15 novembre

Notes d'information

00/98 : Approbation d'un crédit FRPC en faveur du Tadjikistan, 3 novembre

00/99 : Troisième rapport trimestriel du FMI sur le financement des marchés émergents, 8 novembre

00/100 : Deuxième revue du programme de Madagascar et approbation d'un crédit de 9 millions de dollars, 8 novembre

00/101 : M. Köhler se félicite du renforcement du programme de l'Argentine, 10 novembre (voir page 372)

Notes d'information au public (NIP)

00/83 : Fédération de Russie, 9 novembre

00/93 : Politique monétaire et politique de change de la zone euro, 9 novembre

00/95 : France, 13 novembre

00/96 : Saint Vincent-et-les Grenadines, 13 novembre

00/97 : Propositions de simplification des documents préliminaires PPTE, 10 novembre

00/98 : Espagne, 11 novembre

Allocutions

Horst Köhler, Directeur général, Conférence de Vienne sur le bilan de la transition, 6 novembre (voir page 369)

Horst Köhler, réunion avec les commissions parlementaires de l'UE, Bruxelles, 7 novembre (voir page 370)

Flemming Larsen, Directeur du Bureau du FMI en Europe, devant la Commission sur les Articulations entre coopérations bilatérales et multilatérales du Haut Conseil de la coopération internationale, Assemblée nationale, Paris, 7 novembre

Stanley Fischer, Premier Directeur général adjoint, «Prévention renforcée des crises : le rôle des lignes de crédit préventives», Banco de México, Mexico, 15 novembre

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

Cameroun (intérimaire), 14 novembre

Conclusions des consultations au titre de l'article IV (date de l'affichage)

Tunisie, 15 novembre

Rapports sur l'observation des normes et des codes (date de l'affichage)

France, 10 novembre

Divers

Calendrier des engagements publics des membres de la direction du FMI, 3 novembre

Activités financières du FMI, 3 novembre

Activités financières du FMI, 10 novembre

Dictionnaire terminologique multilingue du FMI, 13 novembre

Mise à jour d'un projet de chapitre du Manuel sur les comptes nationaux trimestriels, 15 novembre

Ressources financières et positions de liquidité du FMI, 15 novembre

Entrevue avec M. Olivier Blanchard . . .

Le chômage en Europe est dû à des chocs externes et à l'évolution des institutions

En octobre dernier, Olivier Blanchard, professeur d'économie au MIT, a donné un cours sur le chômage à l'Institut du FMI. Il a évoqué avec la rédaction du Bulletin du FMI le rôle des chocs, des institutions et de leurs interactions dans le chômage en Europe.

BULLETIN DU FMI : De l'avis général, le chômage en Europe a augmenté sans interruption. Est-ce vrai?

M. BLANCHARD : Ce n'est pas tout à fait vrai. Jusqu'en 1970, le chômage était très faible en Europe. Les économistes américains cherchaient à comprendre pourquoi

le taux de chômage y était de 2 %, alors qu'il restait à 5 % aux États-Unis. On parlait du «miracle européen». Ensuite, le chômage a commencé à augmenter en Europe à la fin des années 60 : lentement dans un premier temps, puis très rapidement, avec les deux chocs pétroliers. Il était très élevé à la fin des années 70 et il a continué de monter pendant la majeure partie des années 80. Dans les années 90, il s'est plus ou moins stabilisé, légèrement à la hausse.

Ces trois dernières années, par contre, la plupart des pays européens ont enregistré une baisse du chômage, parfois assez spectaculaire. En Espagne, il est tombé de 22 à 15 %; en France, de 12,5 à moins de 10 %. Le chemin est encore long, mais les progrès sont évidents. En outre, aux Pays-Bas et en Irlande, le chômage est tombé sous les 4 %, autant dire qu'il est nul.

BULLETIN DU FMI : Mais le chômage européen reste un sujet à la mode. Qu'est-ce qui le différencie du chômage américain, par exemple?

M. BLANCHARD : Au milieu des années 70, on a expliqué le chômage assez naturellement dans un premier temps par les chocs pétroliers. Les prix du pétrole ont fini par baisser, mais le chômage est demeuré très élevé en Europe, alors qu'il a baissé aux États-Unis. Les chocs pétroliers sont donc devenus une explication moins convaincante.

Nombre de politiciens et d'économistes ont alors désigné d'autres coupables : les institutions. Les marchés du travail sont organisés différemment en Europe et aux États-Unis : les prestations sociales, la protection de l'emploi et le coin fiscal entre les revenus nets et le coût de la main-d'œuvre pour les entreprises sont plus élevés. Il est devenu très tentant de dire que ces différences institutionnelles expliquent pourquoi l'Europe ne se porte pas très bien. Le vieil argument selon lequel un État-providence généreux encourage la paresse est réapparu pour devenir le thème sous-jacent de plusieurs études au début des années 90.

Il est vrai que les institutions européennes sont différentes, mais elles l'étaient aussi dans les années 60

et 70, et le chômage était faible. Si l'on rejette la faute sur l'État-providence, comment expliquer pourquoi il a donné de bons résultats pendant si longtemps et pourquoi il a brusquement provoqué une hausse du chômage?

BULLETIN DU FMI : Il semble que les États-Unis aient mieux digéré les chocs des années 70 et 80.

M. BLANCHARD : Le niveau élevé du chômage en Europe s'explique par trois éléments : les chocs, les modifications apportées aux institutions et les interactions entre les chocs et les institutions.

Rétrospectivement, les chocs pétroliers ont en partie fait diversion. Ils ont provoqué les récessions du milieu et de la fin des années 70, mais le plus important s'est produit en coulisse, à savoir un ralentissement du taux de croissance de la productivité totale des facteurs, en fait un ralentissement des progrès technologiques.

De la fin de la deuxième guerre mondiale au début des années 70, la croissance européenne a été spectaculaire, tirée dans un premier temps par la reconstruction, puis, du moins en partie, par un processus de ratrappage des États-Unis. Les salaires réels augmentaient de 5 à 6 % par an sans exercer de pressions sur les coûts. Mais, dans les années 70, le taux de croissance de la productivité totale des facteurs a ralenti. À la fin de la décennie, les salaires ne pouvaient augmenter que de 2 à 2 1/2 % pour être en phase avec l'évolution de la productivité des facteurs.

Les attentes ont dû être ajustées du fait de ce changement notable du climat économique. Pendant un certain temps, cependant, les travailleurs ont continué de négocier avec les entreprises sur la base de la croissance plus vigoureuse observée précédemment. Chocs pétroliers, variations des prix relatifs, problèmes de mesure, deux récessions : il était difficile de savoir exactement ce qui se passait pendant cette période. Mais, par la suite, il est clairement apparu que la croissance de la productivité des facteurs avait bel et bien ralenti et que les salaires avaient véritablement explosé. Ce choc, qui n'était pas manifeste à l'époque, semble aujourd'hui très, très important.

Mais il y eut d'autres chocs aussi. Prenez les taux d'intérêt réels. Dans les années 70, l'inflation est montée en flèche et les banques centrales ont relevé les taux nominaux, mais généralement dans de moindres proportions, si bien que les taux réels ont chuté, devenant souvent négatifs. Dans les années 80 et 90, les banques centrales ont durci les conditions monétaires, puis la réunification allemande a orienté les taux réels à la hausse à la fin des années 90. Hausse des taux d'intérêt, baisse de l'inflation : les taux d'intérêt réels étaient très élevés.



«Les chocs pétroliers ont en partie fait diversion. Ils ont provoqué les récessions du milieu et de la fin des années 70, mais le plus important s'est produit en coulisse.»

Ces variations des taux intérêt ont eu un effet sur le chômage. La baisse du coût du crédit a compensé en partie la hausse du coût de la main-d'œuvre dans les années 70, d'où une accumulation de capital plus forte et un chômage moins élevé que s'il en avait été autrement. À l'inverse, dans les années 80 et 90, la hausse du loyer de l'argent a pesé sur le chômage. En fait, une partie de la hausse du chômage qui se serait produite dans les années 70 a été reportée aux années 80 et au début des années 90.

Les changements apportés aux institutions constituent le deuxième élément. La question ici est de savoir dans quelle mesure la hausse du chômage tient à une extension de l'État-providence. Grâce à des travaux effectués entre autres par l'OCDE, nous disposons maintenant de bonnes mesures de la générosité des allocations de chômage et du niveau de la protection de l'emploi dans différents pays et dans le temps.

Les allocations de chômage sont devenues un peu plus généreuses dans les années 60 et 70. Depuis, le taux moyen de remplacement (allocations de chômage/revenus nets) n'a guère varié, mais les distorsions les plus extrêmes ont été réduites et les taux de remplacement les plus généreux ont baissé.

La protection de l'emploi a été renforcée dans les années 70 et au début des années 80; sous la pression des syndicats, les pouvoirs publics ont souvent cherché à empêcher les entreprises de licencier à grande échelle. Mais, ici aussi, ce fut progressif; la protection de l'emploi était déjà élevée. Si les progrès sont lents, la protection de l'emploi est moins rigoureuse aujourd'hui qu'au milieu des années 80, ce qui ne correspond pas vraiment à l'évolution du chômage.

Bref, l'État-providence n'est pas soudainement apparu en 1975 et tout le monde n'a pas arrêté de travailler parce que le chômage était devenu une option attrayante. Il y a bien sûr des cas où les institutions ont vraiment eu des effets pervers. À la fin des années 80, la France a introduit un revenu minimum garanti, peu importe que l'on travaille ou non. Comme ce revenu représentait plus ou moins la moitié du salaire minimum, l'incitation à la recherche d'un emploi semblait rester suffisamment forte. Cependant, le problème était que souvent le chômeur perdait l'aide au logement ou les repas pour ses enfants s'il travaillait de nouveau. L'incitation à retrouver un emploi était donc faible. C'est un exemple de mauvaise conception qui pose problème en France à l'heure actuelle. Le chômage diminue, mais parmi les 2,5 millions de chômeurs, pas moins d'un million n'ont peut-être pas beaucoup d'incitations financières à accepter les emplois qui se présentent.

Mais, pour chaque cas de ce type, tant d'autres améliorations ont été apportées. En fait, étant donné l'urgence, le gouvernement français cherche aussi à résoudre le problème susmentionné. Rendre l'extension de l'État-providence responsable de la hausse du chômage relève plus de l'idéologie que de la réalité.

BULLETIN DU FMI : Des circonstances nouvelles ne peuvent-elles pas aussi rendre les institutions moins adaptées aux besoins du marché du travail?

M. BLANCHARD : C'est la transition idéale vers le troisième élément : les interactions entre les chocs et les institutions. Il est possible que les institutions soient restées les mêmes, mais qu'un changement de circonstances les ait rendues moins adaptées à la situation, un peu comme des vêtements d'hiver que l'on porterait en été.

On lit souvent, par exemple dans l'étude de l'OCDE sur l'emploi au début des années 90, que aussi

longtemps que l'Europe enregistrait une croissance rapide sans trop de réaffectation de la main-d'œuvre, cela ne posait pas de problème d'offrir une forte protection de l'emploi et des allocations de chômage élevées. Si les entreprises ne souhaitent pas licencier et si personne n'est au chômage, ni les coûts de licenciement, ni le niveau des allocations de chômage n'ont de l'importance.

Mais, selon cette théorie, les turbulences se sont intensifiées et, aujourd'hui, l'Europe a besoin d'une réaffectation de la main-d'œuvre à grande échelle, les vieilles institutions du marché du travail freinent le mouvement et cela fait monter le chômage.

Cette théorie semble plausible, mais pose des problèmes empiriques et théoriques. Le problème empirique est que nos mesures — qu'il s'agisse des variations relatives de l'emploi parmi les entreprises, les secteurs ou les régions — ne font guère ressortir une augmentation des turbulences. C'est peut-être un problème de mesure, mais je pense que ces mesures nous délivrent le bon message : bien sûr, le monde évolue, mais il évoluait aussi dans le passé. Peut-être le changement est-il par nature perpétuel. Le secteur des technologies de pointe et la nouvelle économie des cinq dernières années témoignent peut-être d'un changement structurel plus intense, mais il est clair que cela n'explique pas l'évolution du chômage depuis 1975.

Le problème théorique est que, s'il faut réaffecter la main-d'œuvre et que l'on en est empêché par le coût élevé du licenciement, l'efficience et la croissance en souffriront peut-être beaucoup. Mais cela ne conduit pas nécessairement à un chômage élevé : il se peut en effet que personne ne soit réaffecté et que personne ne perde son emploi. Les faits montrent qu'une protection élevée de l'emploi n'aboutit pas systématiquement à une hausse du chômage : elle en allonge la durée, mais réduit la rotation sur le marché du travail. L'effet sur le taux de chômage est ambigu.

Une autre explication me semble plus plausible et mieux étayée par les données empiriques, bien qu'il y



«Les interactions entre les chocs et les institutions. Il est possible que les institutions soient restées les mêmes, mais qu'un changement de circonstances les ait rendues moins adaptées à la situation, un peu comme des vêtements d'hiver que l'on porterait en été.»

Nous devons éviter les trappes à chômage de longue durée. Il faut pour cela remettre au travail les chômeurs de longue durée actuels et empêcher les nouveaux entrants sur le marché de tomber dans cette trappe.

ait encore certaines lacunes. L'une des grandes différences entre les marchés du travail américain et européens est que, même avec un taux de chômage identique, le chômage est de beaucoup plus longue durée en Europe et la rotation des travailleurs est beaucoup moins rapide. Par exemple, au cours des vingt dernières années, le chômage a atteint en moyenne 6 % au Portugal et aux États-Unis. Mais la durée moyenne du chômage aux États-Unis a été de 2 à 3 mois, contre 8 à 12 mois au Portugal. Dans le même temps, l'alternance emploi/chômage a été environ quatre fois moins rapide au Portugal. Le taux de chômage pouvant être considéré comme le produit des flux et de la durée, le taux de chômage a été plus ou moins identique dans les deux pays, mais les deux marchés du travail sont complètement différents. Aux États-Unis, vous perdez votre emploi, vous attendez quelques mois et vous en retrouvez un autre. En Europe, il est beaucoup moins probable de perdre son emploi, mais plus probable de rester plus longtemps sans emploi si l'on se retrouve au chômage. C'est pourquoi l'Europe, même avec un taux de chômage identique à celui des États-Unis, a une proportion très élevée de chômeurs de longue durée.

Deuxièmement, les chômeurs de longue durée sont différents des chômeurs de courte durée. Certains sont différents dès le départ et c'est la raison pour laquelle ils restent longtemps au chômage. Mais d'autres deviennent différents : au chômage depuis longtemps, ils perdent le moral, la confiance en eux et leurs qualifications. Pour toutes ces raisons, si vous devenez un chômeur de longue durée, vos chances de retrouver un emploi diminuent fortement. Vous devenez inadapté au marché du travail. Ce qui a une conséquence macro-économique importante : si le taux de chômage est élevé, mais que beaucoup de chômeurs sont de longue durée, il n'y aura guère de pression sur les salaires, le mécanisme par lequel une économie de marché revient généralement à un chômage plus faible à moyen terme.

Aux États-Unis, si le chômage atteint 10 %, les pressions à la baisse sur les salaires sont énormes. En Europe, si le chômage passe de 5 à 10 %, beaucoup de chômeurs vont devenir des chômeurs de longue durée. Et les chocs vont être plus violents et plus longs, parce que le mécanisme qui permet de passer d'un chômage élevé à une réduction des salaires et à une hausse de l'emploi fonctionne moins bien en Europe.

Les chocs qui ont touché l'Europe et les États-Unis dans les années 70 et 80 n'ont peut-être pas été si différents. Ce sont les différences entre les institutions du marché du travail qui expliquent pourquoi leurs effets se sont fait sentir plus longtemps en Europe.

BULLETIN DU FMI : Quelles sont les implications de votre thèse pour les pouvoirs publics européens ?

M. BLANCHARD : L'avenir me semble prometteur, avec une réserve toutefois. Les effets du ralentissement de la croissance de la productivité totale des facteurs sont absorbés depuis longtemps et, si les États-Unis sont à

prendre pour exemple, l'Europe est peut-être sur le point d'enregistrer une accélération de la croissance de la productivité totale des facteurs. Les taux d'intérêt très élevés sont une chose du passé, je l'espère, le coût de l'emprunt est donc moins élevé. Certains des principaux facteurs expliquant la persistance du chômage ont donc disparu.

Les données macroéconomiques fondamentales sont bonnes aussi. Les bénéfices sont les plus élevés depuis quarante ans et la modération salariale reste de mise. Tous ces facteurs portent à croire que l'on peut envisager un taux d'investissement élevé, une croissance soutenue et une réduction continue du chômage. C'est ce que nous observons en Espagne et en France, où le chômage est en net recul.

Des réformes institutionnelles sont encore nécessaires, certaines plus urgentes que d'autres : sinon, la baisse du chômage se traduira bientôt par une montée de l'inflation. Nous devons éviter les trappes à chômage de longue durée. Il faut pour cela remettre au travail les chômeurs de longue durée actuels et empêcher les nouveaux entrants sur le marché de tomber dans cette trappe. Plusieurs pays accomplissent des progrès sur ces deux fronts. Ils modifient leur système d'assurance chômage en liant l'allocation de chômage à la recherche effective d'un emploi et en la supprimant si une offre d'emploi est refusée. C'est probablement l'un des facteurs, mais en aucun cas le seul, qui expliquent la chute spectaculaire du chômage aux Pays-Bas. Le Royaume-Uni a introduit un programme similaire et la France est sur le point d'en adopter un aussi.

La protection de l'emploi est coûteuse. Elle aboutit à un chômage élevé dans certains groupes, comme les jeunes et les personnes âgées. Les pouvoirs publics ont autorisé, par exemple, des contrats à durée déterminée pour les nouveaux travailleurs. Ces contrats permettent aux entreprises d'engager plus facilement de nouveaux travailleurs, mais, à leur échéance, il est aussi très tentant pour les entreprises de licencier ces travailleurs avant que leur emploi soit protégé. Plutôt que de réduire radicalement la protection de l'emploi, il serait peut-être préférable, d'un point de vue tant politique qu'économique, de la simplifier en offrant automatiquement des indemnités de licenciement, ce qui réduirait notablement les démarches et les retards juridiques et administratifs.

L'économie politique des réformes du marché du travail est un sujet délicat, mais il est possible d'aller de l'avant, en particulier si la croissance est soutenue. Les conditions propices à une croissance soutenue existent et je suis optimiste. ■

Le cours donné au FMI par M. Blanchard était basé sur ses conférences Lionel Robbins, dont le texte intégral (en anglais) se trouve sur le site Internet (web.mit.edu/blanchar/www/articles.html).

Augmentation des transactions non monétaires en Russie dans les années 90

Pendant les années 90, les transactions non monétaires ont augmenté en Russie. Dans un document de travail du FMI, intitulé *Determinants of Barter in Russia : An Empirical Analysis*, *Simon Commander, de la BIRD, Irina Dolinskaya et Christian Mumssen*, du FMI, expliquent ce phénomène. Deux des auteurs se sont récemment entretenus avec la rédaction du Bulletin du FMI.

BULLETIN DU FMI : Le nombre de transactions non monétaires a-t-il augmenté plus dans les entreprises d'un certain type ou d'une certaine taille? Si oui, pourquoi?

M. MUMSEN : Les grandes entreprises industrielles, en particulier, utilisent beaucoup le troc et les opérations de compensation. Ces transactions sont plus nombreuses dans des secteurs comme les services publics et la construction, et moins courantes dans les secteurs très proches du marché de la consommation finale et dans les entreprises tournées vers l'exportation, qui reçoivent généralement plus de liquide que les entreprises axées essentiellement sur le marché intérieur. L'utilisation du troc dépend aussi de l'environnement immédiat d'une entreprise. Là où le troc est répandu, il est plus probable que les entreprises effectuent des transactions non monétaires. Il y a sans doute des forces qui poussent les entreprises au troc bien que ce ne soit pas dans leur nature.

Mme DOLINSKAYA : Nous voulons dire par là que, si tout le monde autour de vous fait du troc, il est peut-être difficile pour vous de ne pas faire de même. Certaines entreprises peuvent avoir du mal à trouver des partenaires disposés à traiter en liquide et, si leurs clients paient en biens, elles ne reçoivent pas le liquide nécessaire pour payer leurs fournisseurs. Les effets de multiplicateur apparaissent généralement lorsque l'opération non monétaire implique plus d'une entreprise. Par exemple, les opérations de compensation fiscale sont généralement des opérations multilatérales. Dans ce cas, une asymétrie importante existe. Beaucoup d'entreprises doivent des impôts à l'État, mais peu lui fournissent directement des biens. L'État peut procéder à des opérations de compensation fiscale qui se répercutent non seulement sur l'entreprise concernée, mais aussi sur les entreprises qui ont des créances sur les approvisionnements de l'État. Ces effets de réseau signifient que les opérations non monétaires peuvent se généraliser et impliquer des entreprises viables et non viables.

BULLETIN DU FMI : Les transactions non monétaires n'ont pas augmenté dans tous les pays en transition. Pourquoi ont-elles progressé en Russie?

M. MUMSEN : Dans notre étude, nous répondons à deux questions. Premièrement, pourquoi les opérations

de troc et de compensation sont-elles aussi répandues en Russie, en Ukraine et dans quelques autres pays de la CEI? Et, deuxièmement, pourquoi ces opérations ont-elles augmenté presque continuellement en Russie de 1992 jusqu'à la crise de 1998? La hausse des opérations de troc et de compensation en Russie est allée de pair avec une augmentation des arriérés (interentreprises, budgétaires, salaires, etc.). Notre théorie est que la Russie a enregistré une nette baisse de la demande après la libéralisation des prix et des échanges, lorsque les subventions directes aux entreprises ont été réduites et que la demande d'un grand nombre de produits industriels a chuté. La pénurie de crédit qui s'ensuivit n'a pas été soulagée par le secteur financier, car les prêts bancaires aux entreprises sont très limités en Russie.

En réaction, les entreprises ont accumulé des arriérés envers leurs fournisseurs, arriérés qu'elles ont finalement réglés par des opérations de compensation. Elles ont remboursé leurs dettes non pas en liquide, mais bien en produits. Cependant, l'utilisation du troc et des opérations de compensation en remplacement de crédits commerciaux ou bancaires ne fut pas le seul mécanisme utilisé. L'État a joué un rôle important en autorisant les opérations de compensation fiscale, les autorités fédérales et locales ont accepté des biens en règlement d'impôts et les services publics ont accepté que la plupart des paiements se fassent en nature. Les crédits et subventions implicites entre l'État et les entreprises industrielles se sont multipliés, ce qui a permis de maintenir à flot des entreprises non viables.

BULLETIN DU FMI : Que gagnent les entreprises en recourant à des opérations non monétaires?

Mme DOLINSKAYA : Les entreprises peuvent survivre dans un environnement où le crédit est rare, parce que les opérations non monétaires remplacent les crédits commerciaux ou bancaires. On peut conclure une opération aujourd'hui et recevoir le paiement en nature plus tard. Dans l'intervalle, l'entreprise profite en fait d'un crédit de son partenaire commercial. Même dans une opération au comptant, il peut y avoir un élément de crédit commercial, en raison du temps nécessaire pour vendre les biens reçus comme paiement. Le troc au comptant aide aussi à réduire le risque de crédit pour les entreprises. Souvent, les entreprises ont le choix entre accepter des biens tout de suite, ou l'argent plus tard ou peut-être jamais. Il est donc peut-être moins risqué d'accepter des biens tout de suite. On crée



Irina Dolinskaya et Christian Mumssen.

L'État a largement encouragé l'économie de troc en Russie.

ainsi une demande artificielle de biens produits par des entreprises inefficentes, ce qui les aide à survivre.

Il y a aussi un élément fiscal. L'économie non monétaire est alimentée par des subventions implicites de l'État sous forme d'opérations de compensation fiscale, qui débouchent sur des déductions d'impôts pour les entreprises. Certaines entreprises recourent au troc pour éviter le système bancaire et donc l'imposition. Les entreprises peuvent aussi manipuler les prix, parce que le troc n'est pas transparent et ses prix sont largement arbitraires. Les dirigeants d'entreprise y voient l'occasion de rentes et de gains personnels, et toute une industrie se spécialise dans l'organisation du troc. Mais certaines entreprises le font involontairement et n'y gagnent pas nécessairement.

BULLETIN DU FMI : Quels sont les désavantages des transactions non monétaires pour les entreprises? Leurs résultats en souffrent-ils?

M^{ME} DOLINSKAYA : Le troc n'est pas très efficient et s'accompagne de coûts de transaction que les entreprises doivent supporter. Il peut aussi évincer l'investissement productif. Les entreprises survivent dans cet environnement, mais sans se restructurer. Indirectement, le troc préserve les réseaux d'entreprises existants. À ce propos, il semble qu'il y ait des obstacles à l'entrée de nouvelles entreprises sur le marché. En fait, un cercle vicieux apparaît, parce qu'il est difficile de tester les entreprises qui recourent au troc et de suivre leurs résultats. Leur accès au crédit bancaire est réduit d'autant et elles doivent recourir davantage encore au troc.

BULLETIN DU FMI : Quel a été l'effet de la crise de 1998 sur l'utilisation des opérations non monétaires?

M. MUMSEN : Initialement, nous pensions que la crise ferait empirer les choses, parce que le secteur bancaire s'est pratiquement effondré. Mais, en un ou deux mois, les opérations non monétaires ont diminué assez notablement. Les banques accordaient tellement peu de prêts traditionnels aux entreprises avant la crise que celle-ci ne semble pas avoir eu d'influence. La dépréciation du rouble en valeur réelle a eu beaucoup plus d'importance. Les entreprises ayant des débouchés ont pu exporter davantage et recevoir plus de liquidités. Mais les entreprises spécialisées dans les produits de substitution aux importations sont devenues plus compétitives, puisque les importations sont devenues plus chères. Globalement, la position de liquidité des entreprises s'est fortement améliorée et, comme elle est étroitement liée aux opérations non monétaires, celles-ci ont diminué dans un premier temps.

BULLETIN DU FMI : Quelle influence le volume des transactions non monétaires a-t-il sur l'économie russe?

M^{ME} DOLINSKAYA : Elle est très forte. Toutes les entreprises, viables et non viables, participent à l'économie non monétaire, d'où un cercle vicieux de manque de

transparence, de manque de restructuration et de manque de crédit bancaire. Au niveau microéconomique, l'économie non monétaire se traduit par un laxisme budgétaire, qui permet aux entreprises inefficentes de survivre. La préservation des anciens réseaux et chaînes de production empêche l'entrée de nouvelles entreprises sur le marché, bloquant ainsi une dimension importante du processus de transition. Au niveau macroéconomique, les subventions implicites qui alimentent l'économie non monétaire créent des problèmes budgétaires pour l'État, parce que le recouvrement des impôts est difficile. Et les problèmes budgétaires sont à l'origine de la crise financière de 1998.

BULLETIN DU FMI : L'État fédéral a-t-il pris des mesures pour décourager l'utilisation des opérations non monétaires?

M. MUMSEN : Ces dernières années, l'État fédéral a pratiquement éliminé les opérations de compensation fiscale. Mais, au niveau local et régional, le recouvrement des impôts se fait encore en partie sur la base d'opérations non monétaires. Les grandes entreprises de services publics (Gazprom et la principale compagnie d'électricité en particulier) ont essayé d'accroître le taux de recouvrement en liquide, mais le chemin est encore long.

BULLETIN DU FMI : Que peuvent faire les pouvoirs publics?

M. MUMSEN : L'État fédéral peut contrôler les opérations de compensation fiscale au niveau fédéral, mais pas aux niveaux inférieurs. Le système de transfert entre les administrations devrait être plus transparent et davantage fondé sur des règles, et donc moins sujet à des négociations ponctuelles, qui peuvent inciter les régions à recouvrer moins d'impôts en liquide. Nous proposons un système de transfert fondé sur la capacité d'imposition des régions, et non sur le recouvrement effectif de l'impôt en liquide. Il faut redoubler d'efforts pour accroître la transparence et la bonne gestion des grandes entreprises de services publics. Celles-ci doivent être dépolitisées et capables de cesser de servir les clients qui ne paient pas leurs factures et ceux incapables de payer en liquide. Le problème du troc, de la compensation et des arriérés est lié aux problèmes de réforme structurelle et de transition. Avec plus de concurrence, plus de transparence et un meilleur climat d'investissement, plus d'entreprises seraient incitées à fonctionner dans un système de liquidités, et le troc diminuerait. ■

Le document de travail n° 00/155, *Determinants of Barter in Russia: An Empirical Analysis* par Simon Commander, Irina Dolinskaya et Christian Mumssen, peut être commandé (au tarif de 10 \$) à IMF Publication Services, Box X2000, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.) Téléphone : (202) 623-7430; télécopie : (202) 623-7201; courriel : publications@imf.org.

M. Blinder tire les enseignements des remous financiers observés durant les années 90

Les années 90 ont été une période tumultueuse de l'histoire de l'économie internationale. Après diverses crises qui ont frappé l'Europe, le Mexique, l'Asie, la Russie et le Brésil, les économistes voient le monde sous un jour très différent. M. Alan Blinder, économiste à Princeton (et ex-vice-président de la Réserve fédérale), a choisi, à l'occasion de la conférence Sturc qu'il a prononcée le 9 novembre, de tirer les enseignements des dix dernières années.

En 1990, a-t-il rappelé, trois idées-forces s'étaient imposées : les taux de change sont sujets à des phases prolongées de désalignement; le système économique international est vulnérable aux crises; des réajustements majeurs des parités — ou, en régime de parités fixes, un début d'ajustement — peuvent déclencher des crises ou les propager.

Les événements des dix dernières années ont confirmé la justesse de ces vues. Mais il y a aussi des éléments nouveaux, selon M. Blinder : les marchés des capitaux internationaux ont plus de profondeur et d'étendue et réagissent plus vite que jamais, si bien qu'ils propagent les crises avec une vitesse et une virulence inouïes. Et comme la technologie gagne inexorablement du terrain, la face du monde a changé pour le bon. M. Blinder tire sept leçons des années 90.

Le dilemme du régime de change

Les régimes intermédiaires (à mi-chemin entre le flottement libre et les parités fixes) étaient relativement populaires dans les années 80, mais, à mesure que les économies de marché naissantes se sont intégrées aux marchés des capitaux internationaux, la fameuse trinité impossible de Mundell, selon qui on ne peut pas avoir à la fois une totale liberté de mouvement des capitaux, un taux de change fixe et une politique monétaire indépendante, s'est avérée. Certains pays se sont rendu compte qu'un régime intermédiaire ne pouvait être viable que si la politique intérieure était axée sur la défense de ce régime. Dès lors que la probabilité d'une dévaluation augmentait, les sorties de capitaux, de simple ruisseau, pouvaient se transformer en torrent.

La thèse généralement acceptée aujourd'hui est que les pays fermement intégrés aux marchés des capitaux internationaux doivent choisir la voie moyenne. Certains ont opté pour la parité fixe en se dotant d'une caisse d'émission, notamment la RAS de Hong Kong et l'Argentine, mais, même là, les primes de taux d'intérêt donnent à penser que les marchés croient encore à la probabilité d'une dévaluation. Pour être entièrement crédible, il faut s'astreindre à plus de rigueur encore en adhérant à une union monétaire ou en choisissant la dollarisation.

L'adoption de l'euro par les pays de l'UEM semble fort crédible; par contre, la dollarisation a jusqu'à présent fait peu d'adeptes.

La bulle de la parité fixe

Selon M. Blinder, les manuels d'économie — y compris le sien — enseignent que les dévaluations ont un effet expansionniste, puisqu'elles stimulent les exportations nettes. Mais, si la baisse de valeur de la monnaie a bien produit cet effet lors des récentes crises des marchés émergents, la contraction causée par la montée en flèche du coût de la dette extérieure a été plus forte et l'économie a quand même ralenti.

Pourquoi les résidents de ces pays se risquent-ils à emprunter autant à l'étranger? C'est, d'après M. Blinder, parce que le taux de change est fixe depuis si longtemps que les risques de dévaluations sont sous-estimés. Lorsque ce qu'il appelle la «bulle de la parité fixe» crève et que la monnaie est dévaluée, l'effet sur les bilans est dévastateur. Certains objectent à cette interprétation qu'elle suppose un comportement irrationnel de la part des emprunteurs. Mais M. Blinder note qu'il n'y a que les économistes universitaires pour rejeter une explication par ailleurs convaincante sous prétexte qu'elle pose en hypothèse un comportement irrationnel.

M. Blinder est d'avis qu'un régime de taux flottant a l'avantage de dissiper l'illusion qu'il est possible d'emprunter à l'étranger à un faible taux d'intérêt et sans risque et que, par conséquent, la dette libellée en devises tend à être plus faible. Il n'est pas certain, cependant que dans ce cas les étrangers refuseraient d'assumer le risque de change en prêtant en monnaie nationale. L'Afrique du Sud, par exemple, a un taux de change flottant, emprunte en rand et, après correction de l'inflation, ne paie pas une forte prime de risque sur la dette libellée en rand.

Le flottement vaut mieux que l'arrimage

Pour M. Blinder, les dix dernières années ont fait nettement pencher la balance en faveur des taux flottants. Toutes les crises des marchés émergents ou presque ont eu pour cause ce qu'il appelle la «conjonction fatale» d'un régime de parité fixe et d'une dette en devises excessive. Bref, l'arrimage monétaire finit souvent mal.

Cependant, un système de parités vraiment fixes peut fonctionner dans certains cas spéciaux

Un pays qui a d'amples réserves de change, un système bancaire solide et — surtout — une ferme volonté politique peut défendre une parité fixe. Mais,

Conférence Sturc

Cette série de conférences sur les relations économiques internationales est dédiée à la mémoire d'Ernest Sturc.

Elle a été créée à la Johns Hopkins School of Advanced International Studies par sa famille. M. Sturc a dirigé le

Département des relations de change et de commerce du FMI de 1965 à 1976, et ses efforts pour promouvoir la paix et le progrès par la coopération internationale lui ont valu l'admiration et le respect de ses collaborateurs et de ses pairs.



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
Hervé Bloch
Traduction
Roukia Aboud
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est publié également en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 23 numéros qui paraissent chaque année s'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, de même que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (sixième édition). Les articles du *Bulletin* peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, 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. Courriel : publications@imf.org.

si c'est faisable, ce n'est pas forcément souhaitable. Pour M. Blinder, il faudra attendre plusieurs années avant de pouvoir dire s'il était sage pour les pays de l'UEM d'adopter une monnaie unique.

Les crises sont plus dures à résoudre dans un monde où les marchés capitaux règnent

Si les précédentes crises qui ont frappé les pays en développement n'étaient certes pas faciles à résoudre, du moins se déployaient-elles plus lentement et étaient-elles un peu plus prévisibles que les crises modernes. En outre, lors des crises des années 80, les créanciers étaient assez peu nombreux et faciles à identifier. Les conciliateurs internationaux pouvaient, au propre ou au figuré, rassembler tous les créanciers dans une seule pièce et les amadouer ou faire pression afin de trouver une solution ordonnée. Mais, lorsque la dette est contractée sur le marché des capitaux, il peut y avoir des milliers de créanciers, dont beaucoup sont anonymes et d'autres ont une part si faible de l'ensemble qu'ils ne perçoivent pas l'intérêt collectif à rechercher une solution globale.

Le FMI doit revoir sa pharmacopée

Dans une crise moderne causée par les mouvements du marché des capitaux, la situation budgétaire du pays peut se dégrader brutalement parce que la charge de la dette s'alourdit soudain (et qu'il est obligé de relever les taux d'intérêt pour défendre la monnaie); du coup, les rentrées fiscales chutent, car l'activité économique se ralentit, et il faut en plus payer le prix de l'assainissement du secteur financier.

M. Blinder ne croit pas que le FMI se désintéresse du sort des pauvres en temps de crise, mais il est d'avis que, dans une situation telle que la crise asiatique, l'austérité budgétaire pénalise les «témoins innocents», parce qu'elle oblige à tailler dans les dépenses de protection sociale. Un tour de vis s'impose, par exemple, lorsque l'on se met à monétiser des déficits budgétaires intenables, mais M. Blinder conjure le FMI de réfléchir à deux fois avant de prôner l'austérité budgétaire lorsque les crises tiennent à un revirement soudain des flux de capitaux.

De même, il y a lieu de se demander si un durcissement de la politique monétaire est indiqué dans ce genre de crise. Certes, nul ne niera que le relèvement des taux d'intérêt est un moyen de défendre la monnaie, mais il y a d'autres facteurs en jeu. Lorsque le marché des changes est relativement peu développé et qu'il n'y a guère d'instruments substituables aux obligations en devises, une intervention stérilisée est réalisable; il est donc parfois possible de soutenir la monnaie nationale sans durcir la politique monétaire.

Les décideurs doivent se demander si la dépréciation de la monnaie gêne l'activité intérieure plus que le relèvement des taux d'intérêt. Et dans la mesure où les pays émergents ont des taux de change flottants et une dette extérieure en devises moins lourde, il paraît moins justifié de défendre la monnaie pour prévenir l'effondrement des bilans.

Réforme de l'architecture internationale

Si chacun s'accorde sur la nécessité d'une réforme, les avis divergent sur la marche

suivre. Pour M. Blinder, il y a trois priorités.

La libéralisation des mouvements de capitaux. Le but à long terme est manifestement la liberté totale de circulation des capitaux, mais les pays en développement qui ne remplissent pas encore les conditions préalables — être dotés de systèmes bancaire et comptable solides — ne doivent pas brûler les étapes, car la pleine ouverture des marchés de capitaux n'est pas sans risque.

Solution des problèmes d'endettement. Il importe de mettre en place des procédures permettant une solution ordonnée. L'idée d'un tribunal international des faillites n'est pas mûre, mais des initiatives moins ambitieuses sont possibles. L'inclusion de clauses d'action collective dans les contrats obligataires serait une étape intermédiaire; autre possibilité : des dispositions prévoyant le renouvellement de la créance (à un taux de pénalité) en cas de crise véritable; les pouvoirs publics pourraient aussi améliorer les modalités de crédit, pour inciter les créanciers à ne pas retirer leurs fonds.

Lignes de crédit préventives (LCP). Le FMI propose avec les LCP une ligne de défense visant à décourager les attaques spéculatives contre la monnaie de pays dont la politique économique est irréprochable. Malheureusement, personne n'y a fait appel, car les pays craignent de ternir leur réputation et de ne pouvoir s'en dégager sans précipiter la crise qu'ils cherchent à prévenir. M. Blinder préconise un mécanisme plus général et des conditions d'accès plus graduées.

En conclusion, M. Blinder a noté que, si les marchés sont devenus plus vastes,lestes et puissants que jamais, ils n'ont pas gagné une once de sens commun. Il y a moyen d'améliorer à la marge la coordination et la réglementation internationales pour réfréner certains effets négatifs de la plus grande mobilité des capitaux, mais, en définitive, il faut espérer qu'en grandissant, les marchés deviendront plus avisés.

Elie Canetti
FMI, Département de la trésorerie