

Entretien avec le Directeur général du FMI . . .

## Il faut corriger les déséquilibres mondiaux, sinon le marché s'en chargera...

**D**ébut juin, Rodrigo de Rato, de nationalité espagnole, a pris la succession de Horst Köhler, qui avait démissionné début mars, à la tête du FMI. Auparavant, M. de Rato avait fait partie du gouvernement espagnol pendant près de huit ans, dernièrement en qualité de Ministre de l'économie et Vice-Président pour les affaires économiques (2000-04). Au cours de sa longue carrière politique, il a aussi siégé au parlement espagnol. Il évoque avec Laura Wallace, du Bulletin, les forces à l'œuvre dans l'économie mondiale et la réflexion en cours sur le rôle du FMI.



M. de Rato : Les États-Unis doivent accélérer la réduction de leur déficit public.

poursuive, de corriger les déséquilibres globaux entre les principaux acteurs économiques que sont les États-Unis, l'Europe, le Japon et les pays émergents d'Asie. Que doit faire chacun de ces acteurs? Et quel est le rôle du FMI?

**M. DE RATO :** Les gouvernements se trouvent face à une alternative : soit ils modifient leurs politiques, soit ils laissent les forces du marché résoudre le problème à leur place, ce qui pourrait être beaucoup plus coûteux et risqué. Les États-Unis doivent accélérer la réduction de leur déficit public, et nous espérons que la nouvelle administration va s'engager dans cette voie au plus vite. L'Europe (voir page suivante)

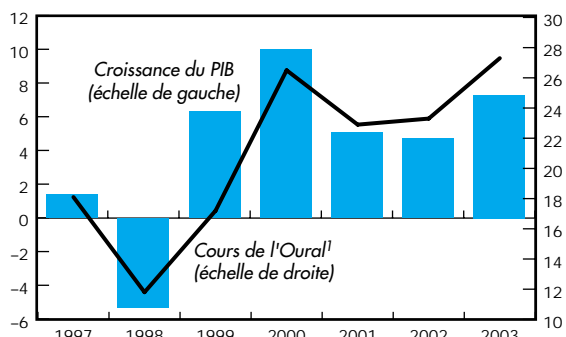
**BULLETIN :** Vous avez déjà affirmé la nécessité absolue, si l'on veut que la croissance mondiale se

## Russie : comment gérer les richesses pétrolières?

**L**a vigueur de la croissance économique et l'augmentation inattendue des recettes due à la hausse des prix du pétrole (voir graphique ci-dessous) ont fait surgir de nouveaux problèmes budgétaires pour la Russie. Les services publics de base restent insuffisants et les infrastructures sont en grande partie délabrées, ce qui inciterait à dépenser la manne pétrolière. Mais, compte tenu des signes d'inflation et du resserrement du marché du travail, le moment n'est pas indiqué pour stimuler davantage l'économie par la politique budgétaire, qu'il faudrait peut-être même durcir. Goohoon

Kwon, représentant du FMI à Moscou, examine la gageure qui consiste à procéder aux réformes sociales nécessaires mais coûteuses tout en préservant la stabilité macroéconomique.

**Forte croissance, surtout grâce au pétrole**  
(pourcentage) (dollars le baril)



<sup>1</sup>Produit dans la principale région pétrolière de Russie, l'Oural brut est coté séparément sur les marchés mondiaux du pétrole.  
Sources : Rosstat and Reuters

Le système actuel de prestations sociales, vestige de l'ère soviétique, est gravement sous-capitalisé, très inefficace et souvent utilisé de façon abusive. Dans son projet de budget pour 2005, le gouvernement propose une hausse des dépenses sociales de  $\frac{3}{4}$  point de PIB, accompagnée d'une ambitieuse réforme du système de prestations. Cette réforme, qui concerne des dizaines

(suite à la page 332)

Dans ce numéro

- 329 M. de Rato met en garde contre les déséquilibres mondiaux
- 329 La politique budgétaire de la Russie
- 333 Voyage de M. de Rato en Russie
- 334 Le Conseil oecuménique des Églises rencontre la Banque mondiale et le FMI
- 336 Les banques étrangères face aux crises financières
- 338 Le calcul de l'indice des prix à la production
- 340 Comment sortir des pièges bancaires
- 342 Les crises monétaires vues par Jeffrey Frankel
- Lire aussi . . .
- 334 Publications récentes
- 339 Principaux taux du FMI
- 341 Sur le site du FMI
- 343 Accords du FMI

**Il ne faut pas avoir peur du changement. Nous devons seulement veiller à deux choses : faire en sorte que ce que nous faisons soit bénéfique et faire un travail de qualité. Ce sont pour moi deux points très importants.**

Rodrigo de Rato

## L'accumulation de réserves a ses limites

(suite de la première page) doit rehausser son potentiel de croissance et sa croissance effective; en 2004, la croissance en Europe sera encore trop faible. Il en va de même pour le Japon, qui doit intensifier ses réformes s'il veut retrouver son dynamisme. Les pays émergents d'Asie doivent s'orienter vers des régimes de change qui reflètent mieux les données fondamentales de leur économie et les aident à absorber les mutations de l'économie mondiale et les chocs extérieurs. Si tous les principaux acteurs adoptent les politiques que je viens de mentionner, qui sont tout à fait raisonnables, les déséquilibres mondiaux pourraient être réduits pour le bien de tous.

Et la place du FMI dans tout ça? La question des déséquilibres relève de la surveillance globale et le FMI est aujourd'hui beaucoup plus conscient des risques systémiques, qui ne concernent pas uniquement certains pays, mais une très large partie du monde ou de grandes régions.

**BULLETIN :** Les médias évoquent aujourd'hui la possibilité que le dollar perde de 20 à 40 % de sa valeur. Comment réagissez-vous à ce type de spéculation? Que signifierait une baisse de cette ampleur pour l'économie mondiale?

**M. DE RATO :** Effectivement, le débat est lancé et nous allons entendre beaucoup de prédictions et d'analyses. Mais ce débat n'a pas lieu dans le vide; il repose sur des faits réels. Naturellement, il est très difficile de prédire l'évolution d'une monnaie, surtout le moment et l'ampleur des fluctuations. Reste que le déficit courant des États-Unis est très élevé, et il est dans l'intérêt de tout le monde qu'il se résorbe de façon ordonnée. Parmi les différents scénarios possibles, certains profiteraient à tout le monde, et d'autres nuiraient à tout le monde.

**BULLETIN :** L'accumulation massive de réserves de change par le Japon et de grands pays émergents d'Asie sert-elle les intérêts de ces pays ou du système international? Peut-elle se poursuivre?

**M. DE RATO :** Ces pays en ont décidé ainsi — ce sont des acteurs économiques indépendants — et ils ont choisi cette stratégie pour accroître leur indépendance et se protéger contre les risques. Mais comme tout en économie, une accumulation de ce type a ses limites et, à un certain moment, elle complique la politique monétaire et la lutte contre l'inflation. Nous engageons ces pays à ne pas perdre de vue ces limites; d'ailleurs, ils en sont déjà tout à fait conscients. Nous leur conseillons aussi, comme je l'ai dit, de s'orienter vers des mécanismes de change plus souples.

Pour ce qui est de l'économie mondiale, ce sont ces pays qui, jusqu'à présent, ont financé le déficit courant des États-Unis, qui est le principal moteur de la croissance dans le monde; par conséquent, globalement, on

ne peut pas trop se plaindre. La question est de savoir si l'accumulation est tenable. Or il est de plus en plus manifeste qu'elle a atteint des proportions énormes, de sorte que les marchés réclament un changement de cap. À mon sens, la situation n'est pas dramatique, mais je crois qu'un changement de politique s'impose pour éviter qu'elle le devienne. Pour la plupart des acteurs concernés, le moment est tout à fait indiqué pour changer de cap, car ils sont en phase d'expansion, même si les prix du pétrole freinent un peu le mouvement.

**BULLETIN :** Êtes-vous préoccupé par les effets de la hausse continue des prix du pétrole sur la croissance économique mondiale? Avez-vous des conseils à donner aux pays importateurs et aux pays exportateurs?

**M. DE RATO :** Nous avons dit dès le début que c'était la demande qui faisait monter les prix du pétrole, et c'est une grande différence par rapport aux hausses précédentes. Certes, il y a aussi des contraintes du côté de la production dans certaines zones, et les marchés manquent de transparence. Mais, même si l'on tient compte de tout cela, les prix du pétrole sont élevés parce que davantage de gens consomment du pétrole. C'est aussi simple que cela. Cela veut dire que l'économie mondiale réussit beaucoup mieux à absorber les chocs causés par les goulets d'étranglement. Cela signifie aussi que cette situation, c'est-à-dire le relèvement du prix plancher du pétrole sous l'effet de la demande, va perdurer et que les consommateurs vont devoir s'accommoder de cette réalité. Dans les pays importateurs, les autorités devront revoir attentivement leur politique énergétique, en privilégiant l'efficacité et les économies d'énergie.

Dans les pays exportateurs, les décideurs devront reconnaître que, dans le passé, la hausse des prix du pétrole n'a pas toujours été une bonne chose. Elle a souvent entraîné de forts déséquilibres macroéconomiques, des dépenses publiques inefficaces et une plus grande vulnérabilité économique, sans pour autant stimuler le développement ni réduire la pauvreté. Bien sûr, ce n'est pas une vérité universelle, mais cela s'est produit assez souvent pour nous rappeler que la hausse des prix du pétrole est une épée à double tranchant. C'est pour cela que le FMI conseille à ces pays d'épargner pour l'avenir, de réduire leur endettement et d'investir dans les infrastructures et les besoins sociaux, tout en veillant à ce que l'allocation des ressources et la sélection des projets se fassent avec plus de transparence et dans un souci d'efficacité.

**BULLETIN :** Vous avez effectué un voyage au Moyen-Orient il y a quelques semaines. Comment voyez-vous l'avenir économique de cette région?

**M. DE RATO :** La situation est bonne, en ce sens que de nombreux pays se sont renforcés sur le plan macroéconomique et que les équipes économiques nouvelles

et anciennes ont une idée très claire des politiques qui s'imposent pour promouvoir la stabilité macroéconomique et les réformes. En outre, la région va bénéficier de la hausse des prix du pétrole; pour certains pays, les gains vont même être très élevés. Il s'agit maintenant d'exploiter cette richesse pétrolière avec sagesse pour réduire les déséquilibres macroéconomiques, stimuler la croissance en la rendant moins tributaire du pétrole. La région doit aussi prendre à bras-le-corps la question de l'intégration régionale, à la fois dans le Golfe et en Afrique du Nord. Dans tous ces domaines, le FMI peut apporter sa contribution sous forme de conseils et d'assistance technique.

**BULLETIN :** À l'occasion du 60<sup>e</sup> anniversaire des institutions de Bretton Woods et avec les encouragements des grands pays industrialisés, le FMI procède actuellement à un examen stratégique de son travail. Pouvez-vous nous dire où en est cet examen et ce qu'on peut en attendre?

**M. DE RATO :** Tout d'abord, si le FMI réfléchit à son rôle et à son travail, c'est pour répondre à un souhait très clairement exprimé par de nombreux pays et le public. Il démontre à la fois qu'il en est capable et qu'il est assez large d'esprit pour écouter les autres. Ensuite, en tant qu'institution internationale qui a à traiter de questions macroéconomiques et financières, le FMI doit être très conscient de l'ampleur et de la rapidité des changements qui surviennent dans le monde et des conséquences qu'ils ont pour lui. Il n'est donc pas à la recherche d'une nouvelle mission, mais c'est plutôt sa mission qui est en train d'évoluer : ces dix dernières années, des changements sont intervenus, qui ont trait à la vigueur des marchés internationaux, à la demande d'assistance technique, ainsi qu'à la prévention et à la résolution des crises. Cet examen stratégique est très utile et loin d'être purement théorique.

**BULLETIN :** Quand en verra-t-on les premiers résultats?

**M. DE RATO :** D'ici aux réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale. J'aimerais proposer quelques idées à ce moment-là.

**BULLETIN :** Pensez-vous que cet examen aboutira à un changement de la manière dont le FMI opère?

**M. DE RATO :** Pourquoi pas? Il ne faut pas avoir peur du changement. Nous devons seulement veiller à deux choses : faire en sorte que ce que nous faisons soit bénéfique et faire un travail de qualité. Ce sont pour moi deux points très importants. J'espère bien que cet examen amènera le FMI à changer sa façon de travailler; après tout, c'est de cela qu'il s'agit.

**BULLETIN :** Avez-vous votre idée des changements souhaitables?

**M. DE RATO :** Je ne veux pas que cet examen soit influencé par les préférences des uns ou des autres, y compris les miennes. Ce doit être un effort d'analyse

collectif, partagé et compris par tous, et mettant à profit toutes les ressources intellectuelles du FMI. J'y participerai, mais je ne serai qu'un participant parmi d'autres.

**BULLETIN :** En Afrique, de nombreux dirigeants réclament une meilleure représentation des pays africains au FMI. En Asie aussi, beaucoup de pays estiment qu'ils sont sous-représentés au FMI, car leur quote-part ne correspond pas à leur poids économique actuel. Pensez-vous que la légitimité du FMI soit compromise par l'incapacité des États membres de s'entendre sur une réforme des quotes-parts et de la représentation des États membres?

**M. DE RATO :** Je ne pense pas que la légitimité du FMI soit compromise, car il fonctionne selon un système qui a fait l'objet d'un accord. Cela dit, beaucoup de voix s'élèvent pour réclamer un nouvel accord afin de renforcer la légitimité de l'institution, et c'est un problème très sérieux.

**BULLETIN :** Que faudrait-il pour obtenir un accord?

**M. DE RATO :** Un consensus politique. À mon avis, ce n'est pas une question technique, qui se résumerait à un nouveau calcul des quotes-parts et de la pondération des voix. Il faut que les pays aient la volonté de s'asseoir autour d'une table et de faire de ce dossier une priorité. Pour moi, c'en est une, et je l'ai dit en octobre dans mon allocution à l'Assemblée annuelle.

**BULLETIN :** L'une des grandes priorités du FMI consiste à aider les pays les plus pauvres, dont la plupart sont situés en Afrique, à atteindre les objectifs de développement pour le Millénaire [ODM]. D'après Jeffrey Sachs, ce dont l'Afrique a besoin, c'est d'un «gros coup de pouce», c'est-à-dire un apport massif d'aide étrangère. Cela permettra-t-il de les sortir de leur situation désespérée? Que répondez-vous à ceux qui disent que l'on se focalise trop sur les ODM et qu'il faut aussi penser à l'après-2015?

**M. DE RATO :** Au FMI, nous pensons aussi qu'une aide accrue et de meilleure qualité est nécessaire dès maintenant. Nous nous efforçons de faire comprendre aux gouvernements que l'aide doit être augmentée, qu'elle doit être plus prévisible et que les donateurs doivent mieux la coordonner afin que leurs exigences respectives n'imposent pas une charge



Pendant sa visite à l'école primaire de Nakiwogo à Entebbe, en Ouganda, M. de Rato montre aux élèves où se trouve son pays, l'Espagne.



excessive aux pays bénéficiaires. Nous devons aussi mieux aider les pays à préparer leurs documents de stratégie pour la réduction de la pauvreté, qui sous-tendent les allègements de dette ainsi que les programmes de prêt du FMI et de la Banque mondiale. Ces documents sont extrêmement utiles pour aider les pays à concevoir eux-mêmes des stratégies viables de réduction de la pauvreté.

Se focalise-t-on trop sur les ODM? Je ne le pense pas. Ils sont très utiles, car ils permettent de mesurer les progrès accomplis. D'ailleurs, le FMI participe étroitement au suivi de la réalisation des ODM.

**BULLETIN :** Ces six derniers mois, vous avez visité toutes les régions du monde pour «écouter et apprendre». Qu'est-ce que vous avez appris de plus important?

## Russie : la prudence s'impose en matière budgétaire

(suite de la première page) de millions de bénéficiaires, a pour but de ramener les prestations à des niveaux abordables, à assurer le plein financement des prestations restantes, à délimiter clairement les compétences des administrations locales et fédérales en matière de dépenses sociales et à remplacer les prestations en nature par des allocations monétaires.

En outre, le gouvernement propose de réduire la taxe de sécurité sociale, ce qui diminuerait les recettes budgétaires de près d'1¼ point de PIB en 2005. Cette taxe, qui est prélevée sur la plupart des salaires et rapporte près de 8 % du PIB, est la plus importante source de recettes publiques. Son produit est réservé aux retraites, aux soins de santé et aux prestations pour les handicapés.

En soi, une réduction n'est pas une mauvaise idée, car cette taxe constitue une charge pour les entreprises et freine la croissance des PME en entravant l'investissement et en encourageant la fraude fiscale. Les partisans de la réduction font valoir que tout effet négatif sur les recettes sera compensé par un meilleur

**M. DE RATO :** Mes voyages de ces cinq derniers mois ont été très instructifs. J'ai pu rencontrer de nombreux chefs d'État, premiers ministres, ministres des finances et gouverneurs de banques centrales, ainsi que des agents du FMI qui travaillent sur le terrain. Cela m'a permis de placer les problèmes dans une perspective plus large et d'écouter différents points de vue sur la manière de les résoudre. Ces visites ont certainement renforcé ma conviction que l'internalisation est un élément essentiel de la conception des politiques économiques; c'est une conviction que j'avais avant de venir au FMI, tirée de ma propre expérience. Elles ont aussi confirmé l'idée que les conseils du FMI, conjugués à l'application de politiques macroéconomiques bien conçues, aident véritablement les pays à mieux s'équiper pour faire face aux défis à venir. ■

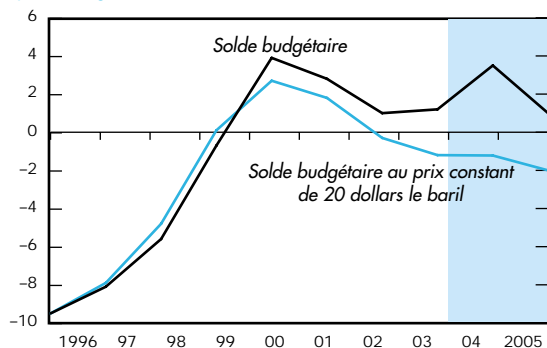
civisme fiscal et des effets positifs sur l'appareil productif. Mais l'ampleur de ces retombées est incertaine. L'expérience des réductions antérieures enseigne que, pour élargir la base d'imposition, il est indispensable d'améliorer l'administration de l'impôt.

La baisse de la taxe de sécurité sociale, conjuguée à l'augmentation proposée des dépenses sociales, va donc probablement laisser un trou béant dans le budget. Le gouvernement pense trouver des recettes supplémentaires par le biais d'autres impôts (taxe sur les biens mobiliers, les dividendes et les revenus mixtes), mais ces gains devraient être limités. Restent donc les taxes pétrolières. D'après les autorités, elles vont devenir fortement progressives, les taux marginaux augmentant avec le prix. Elles devraient accroître les recettes d'environ ½ point de PIB avec un baril à 30 dollars (mais il n'y aura pratiquement aucune augmentation avec un baril à 20 dollars). Le budget 2005 prévoit une hausse supplémentaire des recettes de ¾ point de PIB, surtout grâce à un surcroît de recettes fiscales venant du secteur pétrolier.

La baisse de la taxe de sécurité sociale met aussi en évidence l'urgence de procéder à une réforme globale des retraites. Les dépenses publiques de retraite devraient s'alourdir de pas moins de 4 points de PIB d'ici à 2040 (en raison surtout du vieillissement de la génération du baby-boom), à moins que les prestations soient revues à la baisse et que soit relevé l'âge de la retraite. Le fonds de retraite va recevoir ¼ point de PIB de plus grâce à la réaffectation prévue d'une partie des cotisations du régime par capitalisation vers le régime par répartition. Mais il subsistera quand même un déficit en 2005, que le gouvernement propose de combler en prélevant 75 milliards de roubles du fonds de stabilisation pétrolier. Selon les autorités, ce serait une mesure ponctuelle, et une réforme en profondeur

### Les finances publiques seraient en déficit sans la hausse du prix du pétrole

(pourcentage du PIB)



Note : La zone ombrée correspond à des projections.  
Sources : Ministère des finances russe et FMI.

des retraites, notamment un relèvement de l'âge de la retraite, s'imposerait pour rétablir la solvabilité à long terme du système public de retraite.

### Éviter les soubresauts dus au pétrole

À court terme, étant donné que les prix du pétrole s'annoncent élevés pour quelque temps encore, le surcroît de recettes pétrolières va sans doute plus que compenser le manque-à-gagner résultant de la réduction de la taxe de sécurité sociale, ce qui aidera le gouvernement à maintenir l'excédent budgétaire tout en procédant aux réformes prévues (voir graphique page 332). Mais, à plus longue échéance, les changements envisagés vont exposer les recettes publiques aux aléas des prix pétroliers. Les recettes sont déjà devenues beaucoup plus instables depuis la crise de 1998 en raison de l'importance accrue du secteur pétrolier dans l'économie et de la modification de la législation fiscale.

Dans ces conditions, il est d'autant plus important que le gouvernement institutionnalise un système permettant d'économiser les recettes exceptionnelles en maintenant le fonds de stabilisation pétrolier créé en 2004. Ce fonds a commencé à accumuler des recettes exceptionnelles, définies comme les taxes pétrolières prélevées lorsque le cours du baril d'Oural dépasse 20 dollars, et devrait atteindre le plafond fixé à 500 milliards de roubles (environ 2¾ points de PIB)

avant la fin de l'année. Au-delà, la législation actuelle autorise le gouvernement à dépenser l'excédent, supprimant ainsi le garde-fou légal contre une politique budgétaire propre à amplifier, au lieu de les atténuer, les périodes successives d'expansion et de repli liées à l'évolution des prix du pétrole.

Pour régler certains de ces problèmes, le Ministère des finances a proposé récemment de relever le plafond du fonds de stabilisation pétrolier (peut-être jusqu'à 4½ points de PIB) et d'utiliser l'excédent pour rembourser la dette extérieure et financer une augmentation modérée des projets d'infrastructure. Il a aussi proposé de cesser d'affecter les recettes exceptionnelles au financement des déficits du régime de retraite.

La Russie devrait réfléchir sérieusement à la meilleure utilisation de ses richesses pétrolières, sinon elle risque de vite réduire à néant tout ce qui a été fait pendant des années pour maîtriser l'inflation et consolider les fondements de l'économie. Les propositions du Ministère des finances aideraient à préserver cet acquis, résultat de tant d'efforts. ■

Le rapport du FMI sur la Russie n° 04/316, intitulé «Russian Federation: Selected Issues», est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 335. Le texte intégral de ce rapport figure aussi sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

### M. de Rato met en garde contre un relâchement de la politique budgétaire

Pendant sa visite à Moscou les 17 et 18 novembre, le Directeur général du FMI a conseillé au Président Vladimir Poutine d'épargner la totalité des recettes pétrolières exceptionnelles de la Russie. «Nous appuyons la politique budgétaire prudente menée par les autorités russes ces dernières années, en particulier l'épargne des recettes pétrolières inattendues. Cette prudence a empêché la surchauffe de l'économie et aidé à préserver la compétitivité», a déclaré M. de Rato. Rappelant la nécessité de freiner l'inflation, il a recommandé aux autorités russes de ne pas relâcher leur politique budgétaire en 2005. En continuant d'alimenter le fonds de stabilisation pétrolier avec les recettes pétrolières exceptionnelles, le gouvernement pourrait



Lors de sa visite à Moscou, M. de Rato (à gauche) a loué la politique économique de la Russie, mais il a indiqué au Président Poutine que son pays pourrait faire encore mieux s'il continuait à épargner la totalité des recettes pétrolières exceptionnelles.

ralentir l'appréciation du rouble, ce qui permettrait de recentrer la politique monétaire sur la baisse du taux d'inflation.

M. de Rato a aussi encouragé M. Poutine à se servir des recettes pétrolières pour rembourser par anticipation la dette extérieure, comme l'a récemment proposé le Ministère des finances russe. D'après l'agence de presse russe ITAR-TASS, le Président Poutine a informé M. de Rato qu'il envisageait de rembourser par anticipation les prêts du FMI et du Club de Paris. La Russie, dont l'encours des prêts s'élève à 3,7 milliards de dollars, est le cinquième débiteur du FMI par le montant de ses obligations envers l'institution.

Pour de plus amples informations, voir le communiqué de presse n° 04/244 sur le site Internet du FMI

([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Les institutions de Bretton Woods et le Conseil œcuménique des Églises trouvent un terrain d'entente

Les dirigeants du FMI et de la Banque mondiale ont rencontré pour la première fois ceux du Conseil œcuménique des Églises (COE) à Genève le 22 octobre. Des représentants des trois organisations se retrouvaient déjà périodiquement depuis 2002 pour parler de pauvreté et de développement. Les dirigeants ont constaté que, dans des domaines im-

portants, leurs points de vue se rejoignent, mais aussi que des divergences subsistent entre les institutions de Bretton Woods et le COE, qui méritent plus ample réflexion.

La principale réunion, présidée par Cornelio Sommaruga, ancien Président de la Croix-Rouge internationale, s'est tenue au siège du COE en présence de membres du comité central et du personnel, ainsi que de représentants

d'institutions affiliées, de la presse chrétienne, et du personnel de la Banque mondiale et du FMI. Le Rév. Dr Sam Kobia, Secrétaire général du COE, a expliqué que son organisation, principal regroupement œcuménique d'églises protestantes, créée en 1948, est fière d'avoir toujours donné une voix à ceux qui en étaient dépourvus. Le COE, a-t-il dit, est attaché à l'idée d'une économie mondiale et d'un processus de développement au service de l'homme. La croissance et les «effets de retombée» ne suffisent pas pour réduire la pauvreté; il faut aussi lutter

contre les inégalités. Il a invité toutes les personnes raisonnables à reconnaître que, compte tenu des réalités environnementales, il fallait rejeter le principe d'une «croissance illimitée».

Dr Agnes Abuom, Présidente du COE pour l'Afrique, a attiré l'attention sur les écarts criants entre riches et pauvres, en faisant valoir qu'une redistribution s'impose pour encourager l'existence de collectivités viables, fondées sur l'équité et la participation de tous. Elle a aussi critiqué le déficit démocratique des institutions de Bretton Woods, en affirmant qu'à l'heure actuelle celles-ci servent essentiellement de tribunes aux pays industrialisés.

Le Président de la Banque mondiale, James Wolfensohn, a déclaré qu'il était depuis longtemps convaincu que les organisations confessionnelles avaient un rôle utile à jouer dans le développement et qu'il s'était efforcé d'établir des voies de communication avec elles, parfois contre l'avis de son conseil d'administration. Une publication de 2002 du COE met en doute l'attachement de la Banque à la lutte contre la pauvreté. Pourtant, a dit M. Wolfensohn, non seulement cet attachement est profond, mais il s'appuie souvent, au niveau des agents de la Banque, sur des convictions religieuses. Il a aussi demandé à ceux qui critiquent la gouvernance des institutions de Bretton Woods de reconnaître que ce sont leurs propres pays, et non la direction de ces institutions, qui peuvent changer la situation. Sa plus grande crainte, a-t-il expliqué, est que la lutte contre la pauvreté dans le monde fasse les frais des préoccupations sécuritaires actuelles et d'une crise d'inertie à cause de laquelle de nombreuses promesses n'ont pas été tenues.



En route pour le Moyen-Orient, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato (à droite), a rencontré brièvement James Wolfensohn et le Rév. Dr Sam Kobia avant la réunion principale.

### Publications récentes

#### IMF Working Papers (Documents de travail, 15 S)

- 04/173: "Domestic Competition Spurs Exports: The Indian Example," Tushar Poddar
- 04/174: "Microfinance in Africa: Experience and Lessons from Selected African Countries," Anupam Basu, Rodolphe Blavy, and Murat Yulek
- 04/175: "Insurance Value of International Reserves: An Option Pricing Approach," Jaewoo Lee
- 04/176: "Sources of Growth in Sub-Saharan Africa," Bernardin A. Akitoby, Dhaneshwar Ghura, Amor Tahari, and Emmanuel Brou Aka
- 04/177: "What Is an Emerging Market?" Ashoka Mody
- 04/178: "Trade Liberalization, Exchange Rate Changes, and Tax Revenue in Sub-Saharan Africa," Terence Agbeyegbe, Janet G. Stotsky, and Asegedech WoldeMariam
- 04/179: "Quota Brokers," Susumu Imai, Kala Krishna, Abhiroop Mukhopadhyay, and Ling H. Tan
- 04/180: "An Institutional Framework for Comparing Emerging Market Currency Boards," Marie-Therese Camilleri Gilson
- 04/181: "Pension Funds and Emerging Markets," Jorge A. Chan Lau
- 04/182: "What Do We Know About Tariff Incidence?" Stephen P. Tokarick
- 04/183: "Intercreditor Distribution in Sovereign Debt Restructuring," Ousmene-Jacques Mandeng
- 04/184: "Institutions, Program Implementation, and Macroeconomic Performance," Saleh M. Nsouli, Rouben Atoian, and Alexandros T. Mourmouras
- 04/185: "R&D, Innovation, and Economic Growth: An Empirical Analysis," Hulya Ulku
- 04/186: "Fear of Service Outsourcing: Is It Justified?" Mary Amity and Shang-Jin Wei
- 04/187: "Defining Financial Stability," Garry J. Schinasi
- 04/188: "Real Exchange Rates in Developing Countries: Are Balassa-Samuelson Effects Present?" Ehsan U. Choudhri and Mohsin S. Khan
- 04/189: "Can Higher Reserves Help Reduce Exchange Rate Volatility?" Ketil Hviding, Michael Nowak, and Luca A. Ricci
- 04/190: "The Internal Job Market of the IMF's Economist Program," Greg Barron and Felix Vardy



S'exprimant au nom du FMI, le Directeur général adjoint Agustín Carstens a déclaré que l'important, dans un dialogue de ce type, est de veiller à ce que la mission de l'organisation soit bien comprise. Le FMI aide ses États membres à parvenir à la stabilité macroéconomique indispensable à une croissance soutenue et à la réduction de la pauvreté et, en cas de crise, à prendre les mesures nécessaires pour éviter de graves dommages. M. Carstens a aussi insisté sur l'importance du commerce pour le développement et la réduction de la pauvreté. Il a souligné que, dans le cadre de la surveillance exercée par le FMI sur les politiques économiques des États membres, tous les pays font l'objet de la même analyse rigoureuse, et que l'examen périodique de la situation économique et financière dans le monde permet au FMI de surveiller les conséquences des politiques des pays industrialisés pour les pays en développement.

À la fin des débats, M. Sommaruga s'est félicité de la «haute qualité» du dialogue et a proposé, à la lumière des questions soulevées pendant les discussions, que la réflexion se poursuive autour de cinq grands domaines : les questions concernant les peuples indigènes; la prise en compte du point de vue des pays dans les stratégies de réduction de la pauvreté; la poursuite des efforts engagés pour atteindre les objectifs de développement pour le Millénaire (ODM) de l'ONU, en particulier pour ce qui est des programmes concernant les collectivités et de l'éducation; les questions de gouvernance; et l'intensification des actions menées pour traiter le VIH/sida et en réduire l'incidence. Il a été décidé que le dialogue entre les institutions de Bretton Woods et le COE se poursuivrait au niveau des agents de ces institutions, notamment sur la base d'études de cas concrets.

Les trois organisations ont aussi publié une déclaration conjointe et un document intitulé «Convergence

et divergence de vues entre les institutions de Bretton Woods et le Conseil œcuménique des Églises». Ce document souligne que les trois organisations poursuivent le même objectif, à savoir réduire la pauvreté, et qu'elles le font dans le cadre de leurs mandats respectifs. Leur dialogue doit servir en particulier à rendre plus efficace la lutte contre la pauvreté, notamment en améliorant la communication et la coopération entre les institutions de Bretton Woods et le COE.

Le document, qui reprend les thèmes du dialogue en cours, traite quatre points :

- les questions institutionnelles et de gouvernance dans les institutions de Bretton Woods (notamment la représentation des pays en développement et émergents);
- l'évolution du rôle et des activités du FMI et de la Banque mondiale en ce qui concerne l'amélioration du sort de l'humanité et l'aide que ces organisations apportent aux États membres pour réduire la pauvreté et atteindre les ODM;
- les stratégies nationales et internationales nécessaires pour parvenir à un développement social et économique harmonieux (avec prise en compte des aspects suivants : défaillances du marché, flux commerciaux et financiers internationaux, problèmes de balance des paiements, transferts de ressources, internalisation des politiques économiques, allègements et réductions de dettes, et mondialisation);
- un rapport sur le progrès économique et social, qui salue le net recul de la pauvreté en Asie, mais note qu'il reste encore beaucoup à accomplir ailleurs, notamment sur le plan de la lutte contre le fléau du VIH/sida. ■

La déclaration conjointe et le document figurent sur les sites Internet des trois organisations, dont celui du FMI (<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2004/pr04220.htm>), où l'on trouvera aussi le texte intégral de l'allocution d'Agustín Carstens.



Mme Abuom : Il faut encourager l'existence de collectivités viables, fondées sur l'équité et la participation de tous.



M. Carstens : Le FMI aide ses États membres à parvenir à la stabilité économique indispensable à une croissance soutenue et à la réduction de la pauvreté.

- 04/191: "A New Taxonomy of Monetary Regimes," Mark R. Stone and Ashok J. Bhundia
- 04/192: "The Mussa Theorem and Other Results on IMF-Induced Moral Hazard," Olivier D. Jeanne and Jeromin Zettelmeyer
- 04/193: "Work Absence in Europe," Leo Bonato and Lusine Lusinyan

**IMF Country Reports (Rapport sur les pays membres 15 \$)  
(Nom du pays seul : rapport sur consultations article IV)**

- 04/276: Former Yugoslav Republic of Macedonia: Second Review Under the Stand-By Arrangement and Ex Post Assessment of Performance Under Fund-Supported Programs
- 04/277: Bangladesh: Joint Staff Assessment of the PRSP Status Report
- 04/278: Republic of Tajikistan: Joint Staff Assessment of the PRSP Progress Report

- 04/279: Bangladesh: PRSP Status Report
  - 04/280: Republic of Tajikistan: PRSP Progress Report
  - 04/281: Philippines: ROSC—Data Module
  - 04/282: Tanzania: PRSP Progress Report
  - 04/283: Tanzania: Joint Staff Assessment of the PRSP Progress Report
  - 04/284: Tanzania: Selected Issues and Statistical Appendix
  - 04/285: Tanzania
  - 04/286: Dominica: Second Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF and Request for Waiver of Performance Criterion
  - 04/287: Jordan: Third Review Under the Stand-By Arrangement
  - 04/288: Russian Federation: ROSC—Fiscal Transparency Module
- PRSP=Poverty Reduction Strategy Paper  
ROSC=Report on the Observance of Standards and Codes

Ces publications peuvent être obtenues à l'adresse suivante : IMF Publication Services, Box X2004, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org).

On trouvera sur le site [www.imf.org](http://www.imf.org) des informations en anglais concernant le FMI. Le site [www.imf.org/external/fre/index.htm](http://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**.

Étude du FMI sur la Malaisie . . .

## Les banques étrangères réagissent-elles mieux face aux crises financières?

**L**es banques étrangères ont fortement accru leur présence sur les marchés émergents ces dix dernières années. Ont-elles apporté plus de stabilité? Enrica Detragiache et Poonam Gupta, du Département des études, ont examiné comment les établissements de crédit locaux et étrangers ont traversé la crise financière qui a secoué la Malaisie en 1997. Leur analyse révèle de profondes différences entre les institutions (malaisiennes ou étrangères) principalement actives en Asie et celles qui l'étaient moins. Jacqueline Irving, du Bulletin du FMI, évoque avec les auteurs les conclusions de ces travaux.

**BULLETIN :** Pourquoi avez-vous décidé de comparer le comportement des banques étrangères à celui de leurs concurrentes locales? Et pourquoi avoir choisi la Malaisie?

**M<sup>ME</sup> DETRAGIACHE :** Depuis une dizaine d'années, de nombreuses banques étrangères sont venues s'établir sur les marchés émergents, et beaucoup d'analystes ou de responsables économiques se demandent comment cela influera sur le secteur bancaire des pays concernés. L'impact de l'arrivée d'établissements étrangers sur la concurrence et sur les résultats des établissements locaux a été étudié, mais, à notre connaissance, personne n'a comparé les comportements des banques locales et étrangères durant les crises financières. Il nous a paru intéressant de le faire, car ces crises ont été fréquentes.

**M<sup>ME</sup> GUPTA :** Il était intéressant en particulier de voir si la présence de banques étrangères en Malaisie a diminué ou augmenté durant ou juste après la crise. Le nombre de banques étrangères progresse lorsque les secteurs financiers des marchés émergents sont libéralisés après une crise, et cet effet ne peut être distingué de celui de la crise. Nous avons choisi la Malaisie, car la présence des banques étrangères y est depuis longtemps très forte, le pays offre un exemple typique de crise des marchés émergents et les données disponibles sont suffisantes. Nous avons pu obtenir des données au niveau macroéconomique et à celui des banques, ainsi que des informations détaillées sur l'appui que l'État a apporté à ces établissements durant la crise.

**BULLETIN :** Les banques étrangères se sont-elles mieux tirées d'affaire que les banques malaisiennes?

**M<sup>ME</sup> DETRAGIACHE :** La différence ne s'est pas fait sentir surtout entre banques étrangères et banques locales, mais entre les établissements étrangers principalement actifs en Asie et les autres. Certaines

banques étrangères — des institutions d'autres pays d'Asie du Sud-Est et deux banques britanniques spécialistes de l'Asie — se sont comportées davantage comme leurs homologues malaisiennes. En revanche, les banques étrangères extérieures à la région — des banques américaines et allemandes non spécialistes de l'Asie — se sont, semble-t-il, mieux comportées durant et après la crise. Leur rentabilité n'a pas baissé, le volume de leurs prêts improductifs n'a pas autant augmenté et, en général, elles ont affiché de meilleurs indicateurs de performance. Le ralentissement de la croissance des dépôts y a aussi été moins net.

**M<sup>ME</sup> GUPTA :** Outre ces indicateurs de performance, nous avons examiné si la présence des banques sur le marché avait diminué après la crise et si ces dernières ont bénéficié d'une aide de l'État. S'agissant de la présence sur le marché, les résultats des trois groupes de banques sont impossibles à distinguer statistiquement : les banques étrangères n'ont pas réduit leur présence plus vite que les banques malaisiennes. Cependant, les établissements étrangers — ceux qui étaient le plus actifs en Asie, notamment — ont reçu à l'évidence moins d'aides de l'État, en dépit du volume important de leurs prêts improductifs.

**BULLETIN :** Comment expliquez-vous ces différences de comportement entre les banques moins actives en Asie et les autres?

**M<sup>ME</sup> DETRAGIACHE :** Faute d'explication évidente, la question reste posée. Il se peut que les banques moins actives en Asie aient reçu plus d'aides financières de leur société mère et n'aient donc pas connu autant de problèmes de liquidité que les banques plus axées sur le marché local. Cela dit, les données par établissement montrent que ceux qui étaient moins actifs en Asie détenaient aussi moins de prêts improductifs. Ces banques n'avaient donc pas seulement un meilleur accès aux liquidités, mais aussi de meilleurs portefeuilles.

Pourquoi cela? Peut-être parce que ces établissements prêtaient à des entreprises multinationales : comme ils n'étaient pas spécialistes de l'Asie, leur clientèle faisait relativement moins d'affaires dans cette région et aurait donc été mieux abritée des répercussions de la crise.

L'hypothèse semblait plausible, mais les données ont montré que ce n'était qu'une explication partielle. La ventilation sectorielle des portefeuilles a fait apparaître que les banques étrangères moins actives en Asie prêtaient davantage au secteur

La différence ne s'est pas fait sentir surtout entre banques étrangères et banques locales, mais entre les établissements étrangers principalement actifs en Asie et les autres.

Enrica Detragiache



## Leur moindre exposition aux risques a aidé certaines banques étrangères

	Secteur immobilier (en % des portefeuilles de prêts <sup>1</sup> )	Secteur manufacturier
Ensemble des banques de Malaisie	35,1	15,3
Banques étrangères très actives en Asie	34,0	21,5
Banques étrangères moins actives en Asie	15,4	34,2

<sup>1</sup>Fin 1998.

Source : Bank Negara Malaysia.

manufacturier [voir tableau]. Elles étaient aussi moins engagées dans le secteur immobilier et avaient moins prêté aux particuliers qui investissaient sur le marché boursier, deux domaines où s'est concentré l'essentiel des problèmes de qualité des créances. Les banques étrangères actives en Asie et les banques malaisiennes étaient, en revanche, très exposées aux risques dans ces deux secteurs. La différence de comportement des banques avant la crise explique donc clairement les résultats affichés après celle-ci.

### **BULLETIN** : Pourquoi ont-elles choisi différents types de portefeuille?

**M<sup>ME</sup> GUPTA** : Ce pourrait être une question d'aléa moral, même si celui-ci n'explique pas pourquoi les banques étrangères actives en Asie ont choisi une stratégie à haut risque comparable à celle des banques locales. Les banques étrangères n'ont reçu aucune aide significative de l'État. L'instinct grégaire serait une autre explication.

**M<sup>ME</sup> DETRAGIACHE** : En effet, les gestionnaires de portefeuille de banques étrangères actives en Asie ont peut-être suivi le «troupeau» des banquiers de la région qui cherchaient à faire des profits élevés en investissant dans des secteurs à risque, et ont été pris dans la bulle spéculative en même temps que leurs «pairs». En revanche, les gestionnaires de portefeuille non spécialistes de l'Asie auraient suivi des «pairs» différents, et évité ainsi de contracter des prêts à risque.

La bonne gouvernance des banques, locales ou étrangères, importerait donc davantage que l'accès à des liquidités en cas d'urgence. Les tenants d'une plus grande ouverture des marchés émergents aux banques étrangères font valoir que cette ouverture permet d'importer des règles et pratiques prudentielles plus saines, car ces nouvelles banques sont supervisées par l'organe de contrôle de leur pays d'origine. Nous n'avons guère pu trouver de preuve probante à cet égard, mais je rappelle que nous n'avons effectué qu'une étude de cas portant sur un échantillon restreint de banques, et qu'il serait

prématuré de généraliser avant d'avoir effectué de plus amples recherches.

**BULLETIN** : La crise financière thaïlandaise de 1997-98 a estompé la ligne de démarcation autrefois claire entre banques locales et banques étrangères : quatre des cinq plus petits établissements thaïlandais sont passés sous contrôle étranger. En est-il allé de même en Malaisie?

**M<sup>ME</sup> GUPTA** : Nous avons examiné des informations très détaillées sur les banques et pris en compte tout changement majeur (fusion, acquisition, etc.) dans leur histoire ou leur fonctionnement, mais nous n'avons rien vu de tel dans notre échantillon. À la question de savoir si des banques étrangères ont pris le contrôle de banques malaisiennes et si cela a modifié notre échantillon, je réponds donc non.

**M<sup>ME</sup> DETRAGIACHE** : Je ne pense pas que les autorités malaisiennes aient changé de politique et qu'elles aient laissé s'établir davantage de banques étrangères. Mais notre objectif n'était pas de déterminer si la crise avait, par elle-même, accéléré l'entrée de ce type d'établissements.

**BULLETIN** : Deux banques de Singapour (OCBC et United Overseas Bank) se sont hissées aux premiers rangs dans les cinq ans qui ont suivi la crise en Malaisie. Allez-vous approfondir votre examen des différences de performance entre les banques plusieurs années après la crise?

**M<sup>ME</sup> DETRAGIACHE** : Pas dans l'immédiat. Ceci étant, les crises entraînent des restructurations majeures et, dans la mesure où celles-ci améliorent le fonctionnement des marchés, c'est une question très intéressante dans une optique de moyen terme, et elle appelle une réponse.

**BULLETIN** : Prévoyez-vous, vous ou vos collègues, de vérifier si ces conclusions sont valables pour d'autres pays ou d'autres régions?

**M<sup>ME</sup> DETRAGIACHE** : Il faudrait que l'occasion se présente. Nous avons d'abord examiné un large éventail de pays afin de trouver ceux pour lesquels nous pouvions obtenir des données sur les banques étrangères, et notre choix s'est porté finalement sur la Malaisie. Plusieurs crises financières ont éclaté depuis. Celle qu'a connue l'Uruguay, par exemple, a été différente. Elle pourrait donner lieu à une autre étude de cas intéressante. ■

Le document de travail du FMI n° 04/129, «Foreign Banks in Emerging Market Crises: Evidence from Malaysia», sont en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 335. Le texte intégral de cette étude figure aussi sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

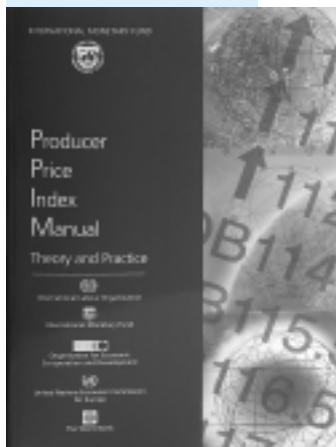


Après la crise, les banques étrangères n'ont pas réduit leur présence plus vite que les banques malaisiennes.

Poonam Gupta

## Pour mieux mesurer l'inflation des prix à la production

Depuis que, au milieu des années 90, Alan Greenspan, Président du Conseil de la Fed, a qualifié de biaisé l'indice des prix à la consommation des États-Unis, les experts se sont efforcés d'élaborer des indices des prix de meilleure qualité. Leurs efforts ont porté leurs fruits : en juillet, le Bureau international du travail a publié une édition révisée de son *Manuel de l'indice des prix à la consommation* (IPC) et, en septembre, le FMI a publié son nouveau *Manuel de l'indice des prix à la production* (IPP). Paul Armknecht, Chef de division adjoint au Département des statistiques du FMI, explique pourquoi il fallait améliorer les indices des prix et ce qu'apporte le nouveau manuel de l'IPP.



Dans un certain sens, la critique de M. Greenspan, à savoir que l'indice utilisé pour mesurer l'évolution des prix à la consommation exagérait l'inflation, était plutôt technique, mais elle avait d'énormes implications pour le

budget fédéral. En effet, étant donné que le gouvernement américain se sert de l'IPC pour indexer ses dépenses sociales (sécurité sociale, allocations diverses, retraites des fonctionnaires fédéraux), la moindre hausse de l'IPC se traduit par une augmentation considérable des dépenses budgétaires.

Réagissant au commentaire de M. Greenspan, la Commission des finances du Sénat américain a chargé une commission consultative, présidée par Michael

Boskin, d'examiner l'exactitude de l'IPC. Dans son rapport, publié en décembre 1996, cette instance arrive à la conclusion que l'IPC des États-Unis ajoute entre 0,8 et 1,6 point au taux annuel d'inflation. D'après elle, cet écart vient principalement de ce que le panier de produits et de points de vente utilisé est resté le même pendant très longtemps, et les changements de qualité des produits n'ont pas été pris en compte.

Ce biais potentiel de l'IPC a aussi suscité des questions sur l'exactitude de l'IPP. L'IPC mesure l'évolution des prix des biens (lait et appareils ménagers, par exemple) et des services (loyers et réparations d'automobiles, par exemple) achetés par les ménages; l'IPP mesure l'inflation des biens (poutres d'acier et caisses de concentré de tomates, par exemple) et des services (services comptables et juridiques, par exemple) achetés et vendus par les entreprises. Pour avoir une idée exacte des pressions inflationnistes qui s'exercent sur l'économie, il faut que l'IPC et l'IPP soient calculés avec précision.

### Réparer ce qui est cassé

Les questions d'abord soulevées aux États-Unis avaient des conséquences pour les offices statistiques du monde entier. Les organisations internationales s'intéressant aux mesures de l'inflation ont donc formé un groupe de travail intersecrétariats sur les statistiques de prix, dont la mission prioritaire était d'élaborer de nouveaux manuels sur les meilleures pratiques à observer pour établir les indices de prix. Le Département des statistiques du FMI, qui est le principal fournisseur d'assistance technique dans les domaines touchant à l'inflation et qui dirige l'effort de normalisation internationale pour ce qui est de l'IPP (voir encadré ci-contre), s'est vu invité à être le chef de file de l'effort d'amélioration des statistiques de prix à la production.

Pour préparer le nouveau manuel, les travaux se sont concentrés sur l'évolution récente de la théorie et de la pratique statistiques en la matière, ainsi que sur les principaux changements intervenus sur le plan économique et les insuffisances des méthodes pratiquées jusqu'à présent. Le Département des statistiques du FMI a recensé en particulier six insuffisances :

- **Panier fixe standard.** Les progrès de la théorie de l'indice ont révélé les insuffisances des indices de panier fixe standard (de type Laspeyres) utilisés couramment pour établir l'IPP. Le manuel indique qu'il est préférable d'utiliser un panier portant à la fois sur la période courante et sur la période de référence (indice symétrique). Trois indices de ce type — l'indice idéal de Fisher, l'indice de Walsh et

### Le FMI chef de file pour l'IPP

Au début des années 90, alors que l'URSS avait éclaté en plusieurs pays indépendants, les nouveaux organismes statistiques nationaux se sont trouvés dépourvus d'assistance technique en matière de statistiques de prix. Le BIT, chargé de la supervision technique des méthodes et des procédures de calcul de l'IPC, n'avait pas les ressources budgétaires nécessaires pour fournir une assistance en matière de prix à la production. La Division de statistique de l'ONU, qui avait publié le manuel précédent sur l'IPP dans les secteurs industriels, avait cessé ses travaux dans ce domaine pour les mêmes raisons.

Il est donc échu au FMI — qui avait besoin des chiffres de l'inflation pour mesurer les résultats économiques — de fournir l'assistance technique, ce qu'il fit par le biais de son Département des statistiques. Au fil des ans, le FMI a continué d'aider les pays du monde entier à se doter des moyens de mesurer l'inflation des prix à la consommation et à la production.

l'indice de Törnqvist — permettent d'obtenir des résultats plus nuancés.

- **Indice de niveau inférieur.** Selon des observations récentes, le risque de biais par excès est nettement plus élevé pour les indices de niveau inférieur, pour lesquels on commence par combiner les prix de produits bien définis, tels que les plaques de tôle en aluminium laminé. Actuellement, un indice de niveau inférieur est la moyenne simple non pondérée des prix observés. Cette méthode de calcul donne en général plus de poids aux produits dont les prix varient le plus qu'à ceux dont les prix changent peu ou diminuent. Pour régler ce problème, le manuel recommande d'utiliser des moyennes géométriques des variations de prix et d'obtenir des informations sur les pondérations des produits bien définis afin de calculer des moyennes pondérées.

- **Différences de qualité.** Actuellement, les différences de qualité entre un produit existant et un nouveau produit font l'objet, au mieux, d'ajustements insuffisants. De ce fait, les différences de prix dues à une amélioration de la qualité passent pour des variations de prix. Les nouveaux modèles statistiques, tels que les régressions dites hédoniques, permettent aux statisticiens de mesurer l'élément qualité et d'en tenir compte en utilisant les méthodes classiques du calcul de l'indice.

- **Produits saisonniers.** Actuellement, les mouvements de prix saisonniers faussent les mouvements de prix mensuels et compliquent la mesure des tendances sous-jacentes. Le manuel recommande d'appliquer des méthodes statistiques pour réduire les effets des variations saisonnières et aplanir les séries temporelles.

- **Exclusion des services.** Dans la plupart des pays, le secteur des services est celui qui se développe le plus rapidement, mais il est souvent difficile de mesurer les variations de prix dans ce secteur de sorte que la plupart des pays rechignent encore à inclure les services dans l'IPP. Pour les persuader de le faire, le manuel rapporte l'expérience positive de plusieurs pays dans ce domaine.

- **Familles d'indices.** Comme l'inflation ne touche pas tous les secteurs de l'économie également ou pendant la même période, un indice unique ne répond pas aux besoins de la plupart des utilisateurs. Le manuel recommande donc d'utiliser des familles d'indices pour mesurer l'IPP par secteur, produit, stade de production, etc. L'IPP permet ainsi de suivre les mouvements inflationnistes tout au long de la chaîne de

distribution (des produits primaires aux produits et services intermédiaires jusqu'à la demande finale).

### Le manuel

Le *Manuel de l'indice des prix à la production* du FMI s'appuie sur un travail d'analyse et les meilleures pratiques pour arriver à l'établissement de données plus exactes. Il s'adresse à la fois aux spécialistes et, notamment les deux premiers chapitres, au grand public. Le premier chapitre offre une vue d'ensemble et une bonne introduction à la théorie et à la pratique du calcul des indices. Le deuxième chapitre est consacré à un bref historique et aux utilisations de l'IPP.

Les chapitres 3 à 13 contiennent des recommandations concernant la couverture, la construction, le calcul et la publication de l'IPP. Les chapitres 14 à 22 présentent les concepts de base et la théorie de l'indice des prix à la production à l'intention des économistes, des étudiants en économie et des statisticiens de haut niveau. ■



L'IPP mesure l'inflation des biens et des produits, comme ces poudres d'acier, achetés et vendus par les entreprises.

Le *Manuel de l'indice des prix à la production : théorie et pratique* et le *Manuel de l'indice des prix à la consommation : théorie et pratique*, tous deux en anglais (les versions espagnole, française et russe paraîtront ultérieurement), sont en vente au prix de 125 dollars chacun auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 335. Le Département des statistiques du FMI travaille actuellement à l'élaboration du *Manuel de l'indice des prix des exportations/importations*, qui paraîtra à la fin de l'année prochaine.

### Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
15 novembre	2,17	2,17	3,34
22 novembre	2,18	2,18	3,36
29 novembre	2,21	2,21	3,40

Le taux d'intérêt du DTS et le taux de rémunération des avoirs correspondent à une moyenne pondérée des taux d'intérêt d'instruments à court terme émis sur les marchés monétaires des pays dont les monnaies — dollar EU, euro, livre sterling et yen — 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 accords conclus au titre de la répartition des charges. Pour connaître les derniers taux, appeler le (202) 623-7171, ou se reporter au site du FMI : [www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2004](http://www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2004).

Des informations générales sur les finances, y compris ces taux, sont disponibles à [www.imf.org/external/fin.htm](http://www.imf.org/external/fin.htm).

Source : Département financier du FMI.

**Photographies :** Henrik Gschwindt De Gyor, Eugene Salazar et Michael Spilotro (FMI), pages 329–31, 336–38, 342 et 344; Tatyana Makeyeva (AFP/Getty Images), pages 332–33; Yuri Kochetkov (AFP/Getty Images), page 333; H. Salgado (Conseil oecuménique des Églises), pages 334–35; Jung Yeon-Je (AFP), page 339; Grigory Dukor (Reuters), pages 340–41.



## Comment sortir des pièges bancaires : le cas de la Russie

**Le déficit budgétaire avait pour effet de priver le secteur réel de prêts bancaires en créant une situation dans laquelle il était plus avantageux pour les banques d'investir dans les bons du Trésor.**

Par plusieurs aspects, le comportement de l'économie russe avant et après la crise financière de 1998 est incompréhensible, à première vue du moins. Ainsi, les entreprises se sont mises à accumuler d'énormes arriérés après que des mesures macroéconomiques eurent stabilisé l'économie, et le troc a explosé en 1994 alors que nombre de nouvelles banques avaient ouvert leurs portes après l'effondrement de l'Union soviétique. Au lendemain de la crise, qui a emporté de nombreuses banques, les arriérés et le commerce de troc ont mystérieusement commencé à refluer, alors qu'ils auraient dû augmenter en raison de la raréfaction du crédit. En outre, contrairement à ce qui se passe généralement dans les pays frappés par une crise, l'économie russe est repartie presque immédiatement.

Dans une étude récente du FMI, Haizhou Huang (Département des études), Dalia Marin et Chenggang Xu (experts invités au Département des études) examinent en détail ces anomalies. Selon eux, la Russie était prise dans un piège bancaire avant la crise : en raison des effets pervers des incitations créées par le gouvernement, le secteur bancaire était presque complètement coupé du secteur réel. Au lieu de prêter aux entreprises qui en avaient cruellement besoin, les nouvelles banques russes ne pensaient qu'à s'enrichir sur les bons du Trésor public, les GKO.

Après la disparition de l'Union soviétique en 1990, la route de l'économie de marché a été assez cahoteuse pour la Russie. Le secteur réel a accusé un net repli, et en 1998 la production n'était encore qu'à 50 % de son niveau de 1989. Compte tenu de cet environnement, les entreprises se sont lourdement endettées et ont accumulé des arriérés. C'est ainsi que les paiements scripturaux et le troc sont passés de 8 % des ventes en 1994, alors que l'inflation était encore maîtrisée, à plus de 50 % en 1998.

Contrairement à l'économie réelle qui avançait péniblement, le secteur financier se portait à merveille : on comptait plus de 2.500 banques en 1998, contre moins de 100 en 1988. Pourtant, malgré cette explosion et bien que beaucoup de banques aient été la propriété de grandes sociétés, le secteur financier n'a pas accordé de prêts aux entreprises du secteur réel : la part du crédit au secteur privé est passée de 12 % du PIB en 1994 à 8 % en 1997. Les banques commerciales ont préféré investir dans les bons du Trésor. À la fin de 1997, elles avaient investi près des trois quarts de leurs dépôts en roubles dans des titres publics fédéraux. Même les sociétés qui possédaient des banques ont choisi de financer leurs investissements par d'autres moyens, allant jusqu'à laisser les banques absorber leur crédit pour qu'il puisse aussi être investi dans les GKO.

Compte tenu des résultats économiques de la Russie, la crise de 1998 n'a surpris personne. La surprise est venue de la rapidité et de la vigueur de la reprise économique. Les arriérés et le troc ont commencé à baisser presque immédiatement, le troc et les paiements scripturaux diminuant de 20 % en 1999. Qui plus est, les banques se sont mises à prêter au secteur réel presque tout de suite après la crise. Les prêts en roubles à l'économie ont plus que doublé en termes nominaux de 1998 à 1999, passant de 123 à 293 milliards de roubles. Dans le même temps, les taux prêteurs ont fortement chuté, tant en termes nominaux qu'en termes réels.

### Le piège bancaire

Pour expliquer ce qui s'est passé, M. Huang et ses collègues ont mis au point un modèle fondé sur l'hypothèse d'une forte asymétrie de l'information dans l'économie russe, qui empêchait les banques de distinguer les bons des mauvais risques de crédit. Elles ont ainsi appliqué des taux d'intérêt élevés à tous les prêts au secteur privé. Cela a incité les entreprises, même si elles étaient solides, à se tourner vers les financements non bancaires, tels que les crédits commerciaux et le commerce de troc, pour lesquels l'asymétrie de l'information avait moins d'importance, mais dont les coûts étaient beaucoup plus élevés. Le fait que les entreprises viables pouvaient obtenir des liquidités par des financements non bancaires a fait monter encore plus le coût des prêts bancaires, car les banques considéraient désormais que seules les entreprises de second ordre s'adresseraient à elles. Dans le cadre de ce nouvel équilibre, le secteur bancaire en est venu à jeter son dévolu sur l'investissement dans les titres publics à haut rendement.

D'après le modèle élaboré par les auteurs, il existe entre le déficit budgétaire public et l'économie non monétaire un lien qui a été négligé jusqu'à présent. On entend souvent dire que l'augmentation des arriérés et du commerce de troc en Russie répondait à des motifs fiscaux. Selon cette thèse, en permettant aux entreprises de dissimuler une partie de leurs bénéfices et d'abaisser ainsi leur revenu imposable, le financement non bancaire a compliqué le recouvrement des impôts, ce qui a entraîné l'explosion du déficit des finances publiques. Les auteurs de l'étude expliquent autrement l'augmentation des arriérés et du commerce de troc : le déficit budgétaire avait pour effet de priver le secteur réel de prêts bancaires en créant une situation dans laquelle il était plus avantageux pour les banques d'investir dans les bons du Trésor, ce qui a obligé le secteur réel à se tourner vers les financements non bancaires. Ce piège bancaire, dans lequel le secteur financier s'est séparé du secteur réel, empêche le

secteur bancaire de se développer et l'économie de croître, même si, à première vue, il semble y avoir une certaine exubérance financière, en particulier sur le marché des titres publics.

Le modèle met aussi en évidence le rôle du secteur financier après la crise de 1998 et explique pourquoi celle-ci a été, à certains égards, bénéfique pour l'économie russe. Lorsque le gouvernement russe a cessé tout paiement au titre de ses obligations en août 1998, le marché des titres publics s'est effondré. Un grand nombre de banques qui en détenaient des quantités ont fait faillite, mais l'économie s'est redressée et la croissance est redevenue positive. L'absence de marché pour les bons d'État a incité les banques survivantes à réaffecter leurs avoirs sous forme de prêts au secteur réel en réduisant leur taux d'intérêt pour attirer les emprunteurs. La baisse des taux d'intérêt a, à son tour, amené certaines entreprises de bonne qualité à délaissier les financements non bancaires et à commencer d'emprunter aux banques. La solvabilité moyenne des emprunteurs s'en est trouvée améliorée, ce qui a fait baisser les taux d'intérêt encore plus et incité davantage d'entreprises à abandonner le commerce de troc au profit des prêts bancaires. D'après les régressions effectuées par M. Huang et ses collègues, la crise financière a eu pour effet de modifier fondamentalement le comportement du secteur bancaire. C'est en grande partie parce qu'elle est sortie de ce piège bancaire que la Russie a connu une reprise économique vigoureuse après la crise.

### Un effet libérateur

D'après le modèle, une crise financière peut, même si elle engendre souvent une pénurie de crédit et une profonde récession économique, avoir des effets bénéfiques. Si l'économie se trouve dans un piège bancaire, une crise peut l'aider à en sortir et, en suscitant un vigoureux redressement, préparer le terrain au développement du secteur financier.

Les résultats de cette étude indiquent aux autorités ce qu'elles doivent faire une fois que la reprise est amorcée. Pour parvenir à une croissance durable, elles doivent absolument procéder à une réforme bancaire. Il est aussi essentiel de réduire l'asymétrie de l'information entre les banques et leurs emprunteurs en améliorant le gouvernement d'entreprise, les pratiques comptables, la transparence et la gestion des risques de crédit. De plus, le développement des prêts bancaires rend d'autant plus urgente la création de mécanismes garantissant le respect des contrats. La politique budgétaire doit aussi faire partie des priorités du gouvernement, qui doit surveiller les finances publiques et éviter de créer de nouveau un environnement dans lequel les titres d'État évincent les prêts bancaires. ■

Le document de travail du FMI n° 04/105, «Financial Crisis, Economic Recovery, and Banking Development in Russia, Ukraine and Other FSU Countries», de Haizhou Huang, Dalia Marin et Chenggang Xu, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 335. Le texte intégral de cette étude figure aussi sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

### En anglais sur le site [www.imf.org](http://www.imf.org)

#### Communiqués de presse

- 04/235 : Déclaration du Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, à l'issue de sa visite au Mexique, 9 novembre
- 04/236 : Déclaration de la mission du FMI à l'issue des consultations de 2004 au titre l'article IV avec El Salvador, 10 novembre
- 04/237 : Déclaration du représentant résident du FMI au Tchad, 12 novembre
- 04/238 : Achèvement de la cinquième revue de l'accord FRPC avec la Sierra Leone et approbation d'un décaissement de 21,1 millions de dollars, 12 novembre
- 04/239 : Le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, se rendra en Russie, en Allemagne, en Pologne et en Espagne, 15 novembre
- 04/240 : Le Conseil d'administration du FMI approuve une aide d'urgence de 4,4 millions de dollars en faveur de la Grenade, 16 novembre

#### Notes d'information au public

- 04/121 : Achèvement des consultations de 2004 au titre de l'article IV avec la France, 3 novembre
- 04/122 : Achèvement des consultations de 2004 au titre de l'article IV avec l'Irlande, 4 novembre
- 04/123 : Achèvement des consultations de 2004 au titre de l'article IV avec la Tunisie, 8 novembre

- 04/124 : Achèvement des consultations de 2004 au titre de l'article IV avec l'Australie, 8 novembre
- 04/125 : Achèvement des consultations de 2004 au titre de l'article IV avec la Papouasie-Nouvelle-Guinée, 10 novembre
- 04/126 : Achèvement des consultations de 2004 au titre de l'article IV avec la République d'Estonie, 11 novembre
- 04/127 : Achèvement des consultations de 2004 au titre de l'article IV avec le Bénin, 12 novembre
- 04/128 : Achèvement des consultations de 2003 au titre de l'article IV avec Sainte-Lucie, 15 novembre
- 04/129 : Achèvement des consultations au titre de l'article IV avec le Rwanda, 16 novembre

#### Discours

- «Agricultural Trade Reform: The Role of Economic Analysis», Anne O. Krueger, Première Directrice générale adjointe, Department of Foreign Affairs — Australian Bureau of Agricultural Research Conference, Canberra, Australie, 4 novembre
- «Spreading Prosperity and Resisting Economic Divergence: The Significance of Richard Snape's Academic Legacy», Anne O. Krueger, Première Directrice générale adjointe, Richard Snape Memorial Lecture, Melbourne, Australie, 8 novembre

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

Le piège bancaire, dans lequel le secteur financier s'est séparé du secteur réel, empêche le secteur bancaire de se développer et l'économie de croître, même si, à première vue, il semble y avoir une certaine exubérance financière, en particulier sur le marché des titres publics.



**La plupart des pays en développement frappés par une crise financière connaissent une récession. La réduction du revenu est le seul moyen d'obtenir rapidement le redressement de la balance commerciale rendu indispensable par la désaffection croissante des investisseurs internationaux.**

Jeffrey Frankel

Cinquième Conférence annuelle Jacques Polak . . .

## Pourquoi les crises monétaires sont-elles si coûteuses?

**P**our un dirigeant de pays en développement, le risque de perdre le pouvoir est multiplié par deux dans les six mois qui suivent une crise monétaire, que la dévaluation ait lieu ou non dans le cadre d'un programme du FMI. Comment une crise monétaire a-t-elle pu avoir raison d'un dirigeant autoritaire comme Suharto, en Indonésie, qui avait pourtant survécu à 32 ans de difficultés politiques, militaires, ethniques et écologiques? Une dévaluation entraîne-t-elle forcément une perte de production? Comment rendre un pays moins vulnérable aux dévaluations et au repli économique qu'elles induisent? Tels sont quelques-uns des thèmes de l'exposé présenté par Jeffrey Frankel le 5 novembre à l'occasion de la 5<sup>e</sup> Conférence annuelle Jacques Polak.

Si les dévaluations sont très coûteuses politiquement, c'est bien sûr parce qu'elles entraînent de douloureuses récessions. Mais pourquoi en est-il ainsi? Après tout, une dévaluation est censée stimuler la compétitivité, accroître la production et les exportations, réduire les importations et améliorer ainsi la balance commerciale, le PIB et l'emploi.

Selon M. Frankel, l'explication tient peut-être aux effets de redistribution, qui ont un coût politique même en l'absence d'effet globalement négatif sur le PIB. Par exemple, une dévaluation dans un pays africain peut bénéficier aux petits producteurs de café et de cacao, car les cours de leurs produits sont fixés en devises sur les marchés mondiaux, mais les paysans ont en général moins d'influence politique que les citadins, qui consomment davantage de produits importés et peuvent donc être pénalisés par la dévaluation. L'ennui avec cette théorie, fait observer M. Frankel, est qu'elle est infirmée par de nombreux contre-exemples. Ainsi, les producteurs de biens échangeables (produits agricoles, minéraux ou manufacturés) ont en général *plus* de pouvoir politique que les producteurs de biens non échangeables.

On pourrait aussi faire valoir que le repli de l'activité économique est dû en réalité à l'application simultanée de mesures d'austérité monétaire et budgétaire (ou aux faillites bancaires, ou encore à l'arrêt soudain des prêts étrangers). Mais ce serait oublier un point essentiel, estime M. Frankel : la théorie économique dit que, lorsqu'un pays se heurte à un arrêt brusque des entrées de capitaux, il existe, pour parvenir à l'équilibre extérieur sans provoquer une récession, un dosage optimal de réduction (restrictions monétaire et budgétaire) et de réorientation (dévaluation) des dépenses.

Mais la réalité est tout autre. Par exemple, tous les pays frappés par la crise asiatique de 1997-98 ont subi une forte baisse de la croissance de la production quel que soit le dosage qu'ils aient adopté (dévaluation et

réduction des dépenses). En généralisant, on peut dire que la plupart des pays en développement frappés par une crise financière connaissent une récession. La réduction du revenu est le seul moyen d'obtenir rapidement le redressement de la balance commerciale rendu indispensable par la désaffection croissante des investisseurs internationaux.

Il semble clair désormais qu'une dévaluation a pour effet de freiner l'activité économique, au moins pendant la première année et peut-être la deuxième. Jusqu'aux crises monétaires des années 90, il était généralement admis que les effets négatifs d'une dévaluation étaient compensés assez vite par la stimulation des exportations nettes, de sorte que pendant la deuxième année, l'effet sur les exportations jouait à plein, l'impact global sur la production devenait positif. Or, il semble aujourd'hui que les effets négatifs soient plus puissants qu'on ne le pensait, et les effets positifs, plus faibles. Ce qui amène à conclure, malheureusement, que la récession est inéluctable. Tous les instruments à la disposition des pouvoirs publics — dévaluation, austérité budgétaire et restriction monétaire — entraînent une réduction du revenu à court terme. Même une politique de réformes structurelles, par exemple la fermeture des banques qui ne sont pas viables, peut avoir un effet négatif sur l'activité économique à court terme.

### Pourquoi une dévaluation freine-t-elle l'activité?

Parmi les nombreux effets de contraction que peut avoir une dévaluation, lesquels sont en fait à l'origine des récessions des années 90? L'hypothèse est que plusieurs des principaux effets d'une dévaluation s'exercent par le biais d'une hausse correspondante du prix intérieur des importations ou d'un ensemble plus large de biens. La répercussion rapide des variations de change sur les prix des biens échangés est en effet au cœur du «modèle de petite économie ouverte», qui semblait applicable à peu près tel quel aux pays émergents. L'effet de contraction ne tarde pas à se manifester sous une forme ou une autre : la hausse des prix des biens échangés réduit, par exemple, la valeur réelle des encaisses monétaires ou des salaires des travailleurs, ou bien fait monter les coûts de production dans le secteur des biens non échangeables. Mais on n'a guère vu ces mécanismes fonctionner pendant les crises monétaires des années 90. En fait, le coefficient de répercussion des effets de change a sensiblement diminué pendant cette décennie, et cette baisse a été deux fois plus rapide dans les pays en développement.

Dès lors, comment expliquer les récessions qui ont si souvent suivi les dévaluations des années 90? Les chercheurs se sont intéressés de très près — à juste



titre, estime M. Frankel — aux effets de bilan : le problème réside dans le déséquilibre entre les monnaies de libellé des dettes d'un pays et les monnaies dans lesquelles sont libellées les recettes des entreprises. Les banques et les entreprises nationales avaient de lourdes dettes libellées en devises, en particulier en dollars, dont elles auraient pu assurer le service au taux de change antérieur, mais elles ont eu du mal à le faire après la forte hausse du cours des devises, ce qui a provoqué faillites et licenciements.

### Comment atténuer les effets de contraction?

Comment les pays débiteurs peuvent-ils atténuer les effets néfastes des crises monétaires? Il ne suffit pas de conseiller aux entreprises d'éviter les dettes en dollars ou de se couvrir. En effet, les investisseurs internationaux ne sont de toute manière guère enclins à prêter à ces pays dans leur propre monnaie, pour des raisons fort compréhensibles. La solution à court terme consiste à procéder sans attendre à un ajustement au lieu d'atermoyer. Lorsque les investisseurs étrangers se

## Accords du FMI au 31 octobre

État membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Total approuvé	Solde non tiré
(millions de DTS)				
<b>Accords de confirmation</b>				
Argentine	20 sept. 2003	19 sept. 2006	8.981,00	4.810,00
Bolivie	2 avr. 2003	31 déc. 2004	128,64	26,80
Bésil	6 sept. 2002	31 mars 2005	27.375,12	10.175,48
Bulgarie	6 août 2004	5 sept. 2006	100,00	100,00
Colombie	15 janv. 2003	14 janv. 2005	1.548,00	1.548,00
Croatie	4 août 2004	3 avril 2006	97,00	97,00
Gabon	28 mai 2004	30 juin 2005	69,44	41,66
Paraguay	15 déc. 2003	31 mars 2005	50,00	50,00
Pérou	9 juin 2004	16 août 2006	287,28	287,28
République Dominicaine	29 août 2003	28 août 2005	437,80	306,46
Roumanie	7 juill. 2004	6 juill. 2006	250,00	250,00
Turquie	4 févr. 2002	3 févr. 2005	12.821,20	907,20
Ukraine	29 mars 2004	28 mars 2005	411,60	411,60
Uruguay	1 <sup>er</sup> avr. 2002	31 mars 2005	1.988,50	279,60
<b>Total</b>			<b>54.545,58</b>	<b>19.291,09</b>
<b>Accords élargis de crédit</b>				
Serbie-et-Monténégro	14 mai 2002	13 mai 2005	650,00	250,00
Sri Lanka	18 avr. 2003	17 avr. 2006	144,40	123,73
<b>Total</b>			<b>794,40</b>	<b>373,73</b>
<b>Accords FRPC</b>				
Albanie	21 juin 2002	20 juin 2005	28,00	8,00
Arménie	23 mai 2001	31 déc. 2004	69,00	9,00
Azerbaïdjan	6 juill. 2001	31 mars 2005	80,45	38,61
Bangladesh	20 juin 2003	19 juin 2006	400,33	251,83
Burkina Faso	11 juin 2003	10 juin 2006	24,08	17,20
Burundi	23 janv. 2004	22 janv. 2007	69,30	42,90
Cameroun	21 déc. 2000	20 déc. 2004	111,42	31,83
Cap-Vert	10 avr. 2002	9 avr. 2005	8,64	2,49
Congo, Rép. dém. du	12 juin 2002	11 juin 2005	580,00	53,23
Côte d'Ivoire	29 mars 2002	28 mars 2005	292,68	234,14
Dominique	29 déc. 2003	28 déc. 2006	7,69	4,71
Gambie	18 juill. 2002	17 juill. 2005	20,22	17,33
Géorgie	4 juin 2004	3 juin 2007	98,00	84,00
Ghana	9 mai 2003	8 mai 2006	184,50	105,45
Guyana	20 sept. 2002	19 mars 2006	54,55	37,06
Honduras	27 févr. 2004	26 févr. 2007	71,20	50,86
Kenya	21 nov. 2003	20 nov. 2006	175,00	150,00
Madagascar	1 <sup>er</sup> mars 2001	1 <sup>er</sup> mars 2005	91,65	22,70
Malawi	21 déc. 2000	20 déc. 2004	45,11	32,23
Mali	23 juin 2004	22 juin 2007	9,33	8,00
Mauritanie	18 juill. 2003	17 juill. 2006	6,44	5,52
Mongolie	28 sept. 2001	31 juill. 2005	28,49	16,28
Mozambique	6 juill. 2004	5 juill. 2007	11,36	9,74
Népal	19 nov. 2003	18 nov. 2006	49,91	42,78
Nicaragua	13 déc. 2002	12 déc. 2005	97,50	41,78
Ouganda	13 sept. 2002	12 sept. 2005	13,50	6,00
Pakistan	6 déc. 2001	5 déc. 2004	1.033,70	172,28
République dém. pop. lao	25 avr. 2001	24 avr. 2005	31,70	13,58
République kirghize	6 déc. 2001	5 déc. 2004	73,40	9,56
Rwanda	12 août 2002	11 août 2005	4,00	1,71
Sénégal	28 avr. 2003	27 avr. 2006	24,27	17,33
Sierra Leone	26 sept. 2001	25 mars 2005	130,84	28,00
Sri Lanka	18 avr. 2003	17 avr. 2006	269,00	230,61
Tadjikistan	11 déc. 2002	10 déc. 2005	65,00	29,40
Tanzanie	16 août 2003	15 août 2006	19,60	11,20
Zambie	16 juin 2004	15 juin 2007	220,10	137,56
<b>Total</b>			<b>4.499,95</b>	<b>1.974,91</b>

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

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 : Département financier du FMI.



**Laura Wallace**  
Rédactrice en chef  
**Sheila Meehan**  
Rédactrice principale

**Camilla Andersen**  
**Christine Ebrahim-zadeh**  
**Jacqueline Irving**  
Rédactrices

**Niccole Braynen-Kimani**  
**Maureen Burke**  
**Lijun Li**  
Assistants de rédaction  
**Julio Prego**  
Graphiste

**Graham Hacche**  
Conseiller principal  
**Prakash Loungani**  
Rédacteur associé

**Édition française**

Division française  
Services linguistiques  
**Yannick Chevalier-Delanoue**  
Traduction  
**V. Andrianifahanana**  
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est aussi publié en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 22 numéros qui paraissent chaque année s'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, pas plus que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (6<sup>e</sup> édition). Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à [imfsurvey@imf.org](mailto:imfsurvey@imf.org). Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2004, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)

lassent de financer le déficit courant d'un pays, les autorités nationales peuvent décider de procéder à un ajustement ou d'attendre. En général, elles attendent. C'est ainsi que, même les pays qui avaient auparavant réussi à maintenir leur dette en dollars à un niveau relativement faible ont tendance à en modifier la composition en faveur de cette monnaie au cours de l'année qui précède la crise monétaire.

L'exemple type est celui du Mexique en 1994. Les investisseurs internationaux ont commencé à se désintéresser de ce pays au début de l'année, mais les autorités mexicaines se sont cramponnées à leur objectif de taux de change et ont différé tout ajustement dans l'espoir que la situation s'améliorerait. Pendant une bonne partie de l'année, elles ont puisé sur les réserves. Un deuxième mécanisme dilatoire important a consisté à calmer les investisseurs nerveux en leur offrant des Tesobonos (obligations à court terme liées au dollar) à la place des obligations en pesos (Cetes) qu'ils détenaient. Il est probable que l'ampleur de la récession mexicaine de 1995 s'explique non seulement par les effets de bilan négatifs qui ont été si souvent évoqués, mais aussi, et surtout, par la *modification* malavisée des bilans qui a eu lieu pendant toute l'année 1994. Une troisième démarche a consisté à privilégier les échéances plus courtes. Enfin, le quatrième facteur a été l'engagement explicite de défendre le taux de change.

Ces manœuvres tactiques font partie d'une stratégie dont on dit parfois qu'elle revient à «parier sur la résurrection de l'économie». Leur caractéristique commune, outre qu'elles permettent toutes d'atermoyer, est qu'elles concourent à aggraver la crise si elle finit par se produire. Il est difficile de rétablir la confiance après une dévaluation si les réserves sont presque épuisées et si les ministres ont perdu toute crédibilité personnelle. De plus, si la composition de la dette a été modifiée en faveur de titres à court terme libellés en dollars, le rétablissement de l'équilibre extérieur a toutes les chances d'avoir un effet dévastateur sur les bilans privés, quel que soit le dosage relèvement des taux d'intérêt/dépréciation monétaire. Selon M. Frankel, la leçon à retenir est qu'il ne faut pas attendre pour procéder à un ajustement, ce qui, reconnaît-il, est plus facile à dire qu'à faire.

**Les bienfaits de l'ouverture commerciale**  
Reste à savoir s'il est sage d'opter pour l'intégration commerciale. D'une manière générale, deux points de vue s'opposent sur ce sujet. Certains estiment que les



M. Frankel : Pour atténuer les effets des crises monétaires, les pays doivent s'adapter rapidement au lieu d'atermoyer.

pays hautement intégrés dans le commerce international sont plus vulnérables aux chocs extérieurs, d'autres qu'ils le sont *moins*, car, lorsque le ratio commerce extérieur/PIB est élevé, il est plus facile de s'adapter à une interruption des financements internationaux.

M. Frankel partage le second point de vue. Il fait observer que, depuis les crises survenues dans des pays émergents entre 1994 et 1998, les économistes mettent de plus en plus l'accent sur la contribution des effets de bilan à la récession : si la dette d'un pays est libellée en devises, les bilans des banques et des

entreprises endettées sont touchés proportionnellement à la dévaluation. Si le ratio commerce extérieur/PIB est déjà élevé, il n'est pas nécessaire que la dévaluation soit très forte et les effets négatifs sur les bilans seront réduits d'autant. Mais si l'économie n'est pas très ouverte aux échanges commerciaux, la dévaluation nécessaire ainsi que l'effet de bilan et la récession qui vont s'ensuivre seront tous de grande ampleur. De l'avis de M. Frankel, le protectionnisme ne «protège» pas les pays contre la volatilité des marchés mondiaux, comme peuvent l'espérer certains. Au contraire, plus l'économie est fermée, plus elle est vulnérable aux arrêts brusques d'entrées de capitaux et aux crises monétaires. L'ouverture est la seule variable qui soit pratiquement toujours significative sur le plan statistique.

**Les leçons à retenir**

Beaucoup des crises monétaires de ces dix dernières années ont été associées à une baisse de la production consécutive aux effets d'une dévaluation, les plus problématiques d'entre eux étant les effets de bilan. Comment les pays peuvent-ils limiter les conséquences d'un arrêt soudain des entrées de capitaux, d'une dévaluation et du repli consécutif de l'activité économique?

À court terme, ils doivent préserver la solidité des bilans en évitant d'opter, à seule fin de gagner du temps, pour des titres de dette à court terme en dollars. Il est en effet préférable de réagir rapidement à un arrêt des entrées de capitaux au lieu d'atermoyer. Et à long terme, une plus grande ouverture au commerce rend le pays moins vulnérable à un arrêt brusque des entrées de capitaux et aux crises monétaires, ce qui en fait une bien meilleure solution, sur le plan tant politique qu'économique. ■

Le texte intégral de l'exposé de M. Frankel est affiché sur le site Internet du FMI (<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2004/00-00/arc.htm>).