

385
M^{me} Krueger dévoile
une procédure de
règlement pour la
dette souveraine

385
Décaissement en
faveur de la Turquie

386
Argentine : report
du décaissement

387
L'énigme des
marchés émergents

389
Séminaire sur
les relations avec
les investisseurs

391
Jorgenson :
la révolution
informatique

394
Conférence du CIM

396
Obstfeld et les crises
monétaires

398
Conférence du
Département des
études du FMI

Lire aussi . . .

390
Publications récentes

393
Sur le site du FMI

398
Principaux taux du FMI

Face aux crises de la dette, Anne Krueger propose . . .

Une procédure internationale d'insolvabilité

Intervenant devant le National Economists' Club le 26 novembre, M^{me} Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, avance l'idée d'un mécanisme de règlement pour les pays en situation d'insolvabilité, qui consisterait en un moratoire sur le paiement des intérêts pendant qu'ils négocient la restructuration de leur dette avec les créanciers privés.

Constatant que le système financier international présente un «grand vide» dans ce domaine, M^{me} Krueger déclare «qu'à l'heure actuelle, trop de pays accablés par une dette intenable attendent trop longtemps, s'infligeant ainsi des coûts économiques inutilement élevés et obligeant la communauté internationale à venir à leur secours». Le texte intégral de son allocution peut être consulté sur le site www.imf.org.



M^{me} Krueger : « . . . trop de pays accablés par une dette intenable attendent trop longtemps . . . »

«Nous manquons d'incitations pour que les pays en proie à une dette insoutenable règlent leurs problèmes de manière prompt et ordonnée.» Jusqu'à présent, a-t-elle ajouté, la communauté internationale a eu à se porter à la rescousse des créanciers privés. Les pays membres ont manifesté un intérêt pour cette procédure mais, «même avec un appui politique unanime, elle ne

sera pas en place avant deux ou trois ans», et pas à temps pour des pays comme l'Argentine et la Turquie dont les difficultés sont actuelles.

Comment fonctionnera le mécanisme?

S'inspirant de la loi américaine sur les faillites, le nouveau cadre permettra aux pays de se mettre à l'abri des poursuites des créanciers qui entrave- (voir page suivante)

Un crédit de 3,1 milliards de dollars à l'appui d'un nouveau train de mesures économiques en Turquie

Le Conseil d'administration du FMI a approuvé le 28 novembre un décaissement de 3,1 milliards de dollars en faveur de la Turquie, sur une enveloppe de 19 milliards. Prévu initialement pour septembre dernier, ce décaissement avait été différé pour évaluer l'impact des attentats du 11 septembre sur l'économie turque. Un accord de confirmation sur trois ans, d'un montant total de 4 milliards de dollars, a été conclu en décembre 1999. Un complément de ressources a été fourni à la Turquie au titre de la facilité de réserve supplémentaire en décembre 2000, puis dans les tranches de crédit en mai 2001. Le texte intégral de la note d'information n° 01/121 est disponible sur le site www.imf.org.

La Turquie a été touchée de plein fouet par les événements du 11 septembre en raison de sa situation géographique, de sa dépendance à l'égard du tourisme et de son endettement. Le besoin de financement exté-

rieur devrait être porté à près de 10 milliards de dollars pour le reste de 2001 et 2002. Un nouveau prêt suppose un nouvel accord de confirmation pluriannuel avec le FMI, à l'appui d'un train de mesures renforcées qui devrait être négocié le mois prochain.

Résumant la discussion du Conseil, M^{me} Krueger, a félicité les autorités turques pour la détermination avec laquelle elles ont poursuivi la mise en œuvre d'un programme de réforme économique exigeant. Les finances publiques ont été considérablement assainies et l'ambitieux calendrier législatif engagé a permis d'aboutir à l'indépendance de la banque centrale, d'accroître la transparence du processus de décision économique et de jeter les bases de la privatisation des grandes entreprises publiques. Des progrès sensibles ont été accomplis dans le traitement des problèmes du secteur bancaire. (voir page suivante)

«Il y a un impondérable : nos pays sont-ils prêts à ôter à leurs citoyens le droit de poursuivre des gouvernements étrangers devant les tribunaux pour l'avènement d'une économie mondiale plus stable et, partant, plus prospère?»

Anne Krueger

(suite du haut de la première page) raient la restructuration de leur dette, à charge pour les pays débiteurs de s'engager à négocier de bonne foi avec les créanciers. Les pays s'adresseraient alors au FMI pour un moratoire, de quelques mois au plus, le temps de négocier un rééchelonnement ou une restructuration. Tout concordat ultérieur serait subordonné à l'approbation du FMI. Le plan envisagé pourrait aussi prévoir un contrôle temporaire de change pour endiguer la fuite des capitaux. Pour M^{me} Krueger «l'objectif premier est de donner aux débiteurs comme aux créanciers des incitations à conclure un accord de plein gré, afin que le mécanisme ne soit actionné que très rarement». Le Conseil d'administration du FMI a examiné cette proposition le 6 décembre.

Un mécanisme de restructuration de la dette souveraine devra reposer sur les quatre principes suivants :

- éviter que les créanciers n'entravent les négociations par des poursuites devant leurs tribunaux;
- avoir des pays débiteurs l'assurance qu'ils négocient en toute bonne foi et accordent le même traitement à tous les créanciers;
- encourager les créanciers privés à accorder de nouveaux crédits en échange du statut de créancier privilégié;

Versement à la Turquie

(suite du bas de la première page) «Ces efforts ont commencé à porter leurs fruits en août avec la stabilisation des marchés financiers et l'amorce d'un redressement avant de subir le contrecoup des événements du 11 septembre. Les autorités ont reconnu que leur impact sur l'économie turque appelle une réaction vigoureuse, avec le maintien de l'excédent du budget primaire en privilégiant la réforme du secteur bancaire, la gestion des dépenses publiques et le développement du secteur privé. Une riposte appropriée exigerait un appui supplémentaire de la communauté internationale.

«Les résultats budgétaires de la Turquie restent bons et la transparence des finances publiques devrait être renforcée par la clôture des comptes extrabudgétaires et la présentation du projet de loi sur les marchés publics au Parlement. Il est indispensable que les autorités poursuivent ces efforts et atteignent l'objectif d'excédent du solde primaire des administrations publiques de 6,5 % du PNB en 2002, qui contribuerait au maintien de la viabilité de la dette publique. Pour l'avenir, les administrateurs estiment nécessaire de poursuivre la réforme des subventions agricoles, la réduction des effectifs, et la modération salariale du secteur public pour assainir durablement les finances publiques. Ils se félicitent de la détermination des autorités turques à maintenir les dépenses relatives aux secteurs sociaux, à l'éducation et à la santé.» ■

- aboutir à des conventions de restructuration par accord avec la majorité et non la totalité des créanciers.

Aspects à étudier

La procédure serait certes applicable, mais divers aspects techniques doivent être réglés au préalable :

- son fondement juridique;
- ses modalités de fonctionnement;
- les conditions formelles de déclenchement des moratoires;
- les conditions garantes de la régulation du comportement des pays débiteurs durant les négociations;
- les financements à prévoir par le FMI après la restructuration;
- le type de dette à laquelle les moratoires peuvent s'appliquer.

Cette procédure vise à favoriser la restructuration de la dette en permettant aux pays de résoudre leurs difficultés financières de manière ordonnée et crée des incitations pour les débiteurs comme pour leurs créanciers. Il n'empêche qu'un accord à ce sujet est loin d'être acquis. «Il y a un impondérable : nos pays sont-ils prêts à ôter à leurs citoyens le droit de poursuivre des gouvernements étrangers devant les tribunaux pour l'avènement d'une économie mondiale plus stable et, partant, plus prospère?». ■

Le FMI diffère un crédit à l'Argentine

Le 5 décembre, la direction du FMI a indiqué au Conseil d'administration ne pas être en mesure d'achever la dernière revue du programme conclu avec l'Argentine et appuyé par le FMI. L'achèvement de cette revue aurait permis à l'Argentine d'effectuer un tirage de 1,3 milliard de dollars. Le FMI reste toutefois en étroite liaison avec les autorités argentines et est déterminé à contribuer à l'élaboration d'un programme économique de longue haleine.

Thomas C. Dawson, Directeur du Département des relations extérieures du FMI, a déclaré par la suite à la presse que le non-aboutissement de la revue est lié aux conclusions auxquelles sont parvenus les services du FMI concernant les résultats de l'Argentine dans le cadre du programme de 2001 ainsi qu'à la nécessité de parvenir à un accord sur un programme pour 2002. Les questions en suspens portent essentiellement sur les résultats et les projections budgétaires, et sur l'impérieuse nécessité d'élaborer un programme qui permette aux autorités argentines d'atteindre leurs objectifs.

Le texte intégral du point de presse de M. Dawson, tenu le 6 décembre, peut être consulté sur le site www.imf.org.

Que cachait la forte expansion des années 90?

Malgré la stabilité des flux d'investissement direct étranger, les flux annuels nets de capitaux vers les marchés émergents seront probablement négatifs en 2001, une première depuis dix ans. L'effondrement des flux nets, qui culminaient à 230 milliards de dollars en 1996, a suscité des interrogations sur l'avenir et sur le passé. L'une des plus paradoxales est : «que s'est-il donc passé dans les années 90?». La formidable expansion de cette décennie n'aurait-elle été qu'un phénomène conjoncturel, lié avant tout à l'essor de l'activité économique sur les marchés matures, ou serait-elle due à un changement structurel, un ajustement ponctuel des portefeuilles après les années 80, «décennie perdue» pour les marchés émergents? Le dernier rapport trimestriel *Emerging Market Financing* du FMI examine les principales caractéristiques des flux de financement et en distingue les composantes structurelles et conjoncturelles.

Flux et reflux

Les flux nets de capitaux comprennent les titres obligataires, les prêts bancaires consortiaux, les titres de participation et l'investissement direct étranger. Seul l'investissement direct étranger a été une source stable de financement pour les marchés émergents.

Depuis les années 90, le marché obligataire international a fourni l'essentiel des financements nets aux pays émergents. Il a aussi constitué l'axe central de financement extérieur pour les pays emprunteurs (contrastant nettement avec les années 80 où les prêts bancaires consortiaux tenaient ce rôle). Mais la principale source de financement a aussi été la plus volatile. Si les flux obligataires nets vers les marchés émergents sont restés positifs sur la période 1994-2000, excepté trois trimestres, il n'en va pas de même pour l'année en cours. Comme le signale *Emerging Market Financing*, «l'assèchement» prolongé des émissions obligataires qui a commencé à la mi-août est la principale cause de la baisse de 7 milliards de dollars des flux de financement nets au troisième trimestre 2001, soit la plus forte contribution jusqu'à présent.

Pour les entreprises des pays émergents, les prêts consortiaux nets sont la principale source de financement, mais ils n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant les crises asiatique et russe. Après avoir été presque nuls au troisième trimestre 1998, les prêts consortiaux aux marchés émergents ont quasiment stagné pendant dix-huit mois. En fait, les nouveaux prêts remplaçaient simplement les prêts arrivant à échéance.

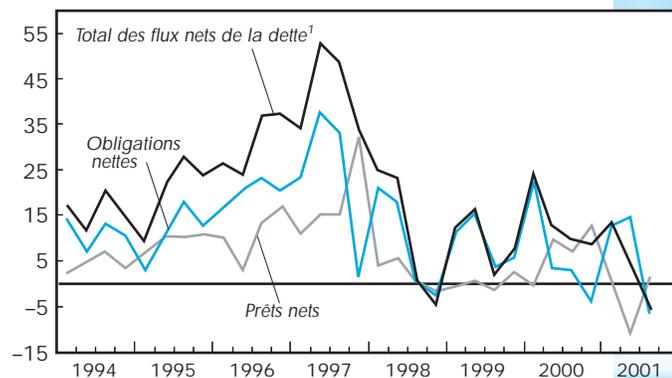
Cette remarquable stabilité des émissions nettes cumulées montre que malgré les fortes contraintes qui s'imposaient à elles, les banques internationales ont maintenu leurs engagements sur les marchés émergents. Le rapport constate toutefois des changements dans la composition des prêts consortiaux. Les bailleurs de

fonds ont privilégié la qualité des entreprises, leurs liens avec les multinationales et l'assurance contre le risque politique. Après les crises, les bailleurs de fonds se sont quelque peu dégagés de l'Asie, principale destination de ce type de prêts, parmi les marchés émergents.

Emerging Market Financing précise que les bilans globaux des banques étant en expansion, le maintien de l'encours nominal de leurs engagements sur les marchés émergents à un niveau constant révèle une contraction de la part des marchés émergents dans leur portefeuille. Le léger redressement des flux nets de crédits consortiaux de la fin 2000 semblait indiquer

Les flux nets de la dette seront probablement négatifs pour 2001

(Flux publics et privés, milliards de dollars)



¹ Les flux nets de la dette comprennent les obligations et les prêts.

Source : FMI, *Emerging Market Financing*, 14 novembre 2001.

l'amorce d'un rétablissement durable. Mais les nouveaux engagements nets (de l'ordre de 15 milliards de dollars pour l'année), dominés par le secteur éminemment volatil des technologies de l'information et des télécommunications n'ont duré qu'un temps. À la fin du troisième trimestre 2001, les flux nets de prêts consortiaux ont à nouveau été presque nuls, revenant à leur niveau d'après la crise asiatique.

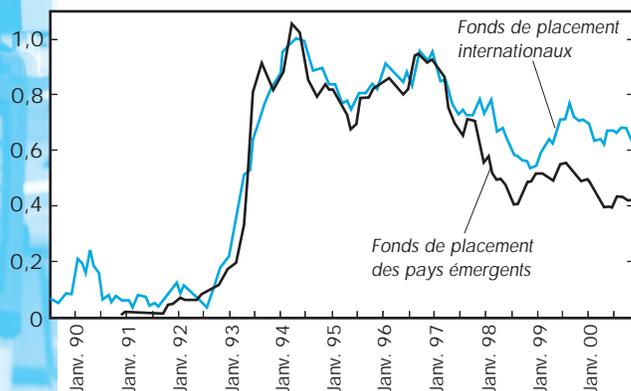
Les placements sous forme de titres de participation ont augmenté de façon régulière en 2000, en termes absolus comme en part du montant total net des nouveaux financements aux marchés émergents. Les émissions de titres en Asie ont été le moteur de cette croissance, puissamment appuyée par les technologies de l'information et les télécommunications, puis par les méga-émissions liées aux privatisations en Chine. Suivant l'évolution de la situation dans le monde, les nouveaux investissements internationaux sous forme de prises de participation dans les économies émergentes ont fléchi, tombant presque à zéro au premier trimestre 2001, et ne montrent pas de signe de reprise.

Facteurs conjoncturels ou structurels?

Passant au crible ces flux et reflux, *Emerging Market Financing* explique l'effondrement des flux de financement par des éléments tant conjoncturels que structurels. Après les crises, les flux nets de financement de la dette (obligations et prêts) des marchés émergents ont

Évolution spectaculaire de la diversification des portefeuilles en 1993-94

(Pourcentage du total des actifs nets des fonds de placement américains)



Source : FMI, *Emerging Market Financing*, 14 novembre 2001.

amorcé un redressement sans se rapprocher des pics antérieurs (voir graphique, page 387). En 1999-2000, les flux nets de financement de la dette ont été en moyenne légèrement inférieurs à 10 milliards de dollars par trimestre, loin des 25 milliards et 45 milliards enregistrés en 1996 et 1997. Le ralentissement conjoncturel des économies avancées étant un phénomène plus récent, la baisse du volume des financements depuis la crise russe s'expliquerait plus par un changement structurel.

L'influence de la baisse de la demande sur la contraction des financements nets destinés aux marchés émergents vient aussi appuyer l'explication structurelle. Les « besoins » de financement extérieur des pays émergents sont moindres qu'avant les crises. Les économies émergentes d'Asie présentent maintenant des soldes extérieurs courants excédentaires, tandis que les déficits extérieurs courants des pays latino-américains se réduisent. En ajoutant à cela la généralisation des taux de change flexibles après la rude expérience des risques de change, on peut aisément comprendre que les entités d'un pays s'adressent au marché local pour obtenir des financements en monnaie nationale. Le bas niveau historique des taux d'intérêt (et des écarts) intérieurs rend aussi des marchés locaux plus attrayants.

À l'évidence, le tassement structurel est lié en partie à la stagnation des prêts consortiaux nets que certains observateurs attribuent à la prudence accrue des banques. Certaines des distorsions qui ont eu pour effet initial de doper les flux bancaires ont sans doute été éliminées et les banques ont cherché à relever la qualité de leur portefeuille en évitant les prêts à risque. À quelques exceptions près, le tassement des prêts bancaires est largement

imputable au fléchissement de la demande de prêts consortiaux, au profit du marché des entreprises des pays émergents, de meilleure qualité.

Le ralentissement de l'activité a sans doute eu un impact direct sur les flux de capitaux vers les pays émergents. Ces marchés sont restés une zone de repli située dans le bas de gamme des placements. En période de ralentissement prononcé ou d'exacerbation de l'aversion pour le risque, les marchés émergents sont considérablement affectés par la ruée vers la qualité. Le rapport note que l'inquiétude suscitée en novembre 2000 par l'Argentine et la Turquie — dont on s'attendait alors qu'ils soient les principaux emprunteurs souverains — a suivi le renforcement des craintes de ralentissement de l'activité aux États-Unis, de retrait massif des segments du marché américain à fort rendement et de fermeture de l'accès des économies émergentes au marché primaire (en dollar).

L'impact simultané du ralentissement sur les marchés internationaux a renforcé les facteurs conjoncturels. Touchant au même moment les États-Unis, l'Europe et le Japon, ils limitent la diversification sur les marchés mondiaux et émergents. Le rapport signale en particulier l'impact de la bulle « technologies de l'information-médias-télécommunications », qui présente une forte corrélation avec le cycle économique des États-Unis et a largement influencé les flux à destination des marchés émergents. La forte expansion du secteur a dopé les prises de participation mais aussi les prêts consortiaux et les émissions obligataires. Le dégagement qui a suivi a fortement contribué à la contraction des flux nets.

Enfin, *Emerging Market Financing* compare les parts respectives des fonds de placement internationaux basés aux États-Unis et des économies émergentes, à la totalité des fonds de placement du marché américain et constate que les parts de marché des fonds internationaux et des marchés émergents évoluent au même rythme (voir graphique) et que l'allocation des ressources sur ces deux marchés est guidée par les mêmes considérations. Il y a donc une évolution relativement imperceptible de la sensibilité des investisseurs et de leur préférence pour une diversification internationale, ce qui atteste d'une forte augmentation de la capitalisation des marchés internationaux et émergents en 1993-94, les investisseurs cherchant à diversifier leurs portefeuilles. Ces parts ont diminué sous l'effet de facteurs conjoncturels et structurels, eu égard aux résultats relativement meilleurs du marché boursier des États-Unis sur cette période.

La réflexion doit se poursuivre sur la controverse qui entoure l'influence respective des facteurs conjoncturels et structurels, conclut le rapport. Le redressement projeté pour 2002 y contribuerait énormément. ■

Subir Lall

FMI, Département des marchés de capitaux internationaux

Photographies : Denio Zara, Padraic Hughes, Pedro Márquez et Michael Spilotro (FMI).

Les pays doivent mieux informer les investisseurs

Depuis les récentes crises financières, la communauté internationale étudie les moyens de mieux prévenir les crises et de résoudre plus promptement celles qui éclatent. Une meilleure circulation de l'information entre investisseurs et créanciers semble être la clé du problème comme en attestent les récents programmes de liaison avec les investisseurs mis en place par certains pays et des entreprises multinationales.

Comment se définit un bon programme de liaison avec les investisseurs? Pour répondre, l'Institut du FMI, et l'Institut de finance internationale (IFI), ont organisé un séminaire, qui a rassemblé, les 5 et 6 novembre à Washington, des délégués de 22 pays et des représentants d'un grand nombre d'institutions financières privées, notamment de banques commerciales, de banques d'affaires, de fonds de placement et d'agences de notation. Dans leurs allocutions d'ouverture, M^{me} Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI et M. Charles Dallara, Directeur général de l'IFI ont engagé les participants à une analyse franche et approfondie, suggérant qu'un dialogue permanent peut contribuer à stabiliser et réduire les risques liés aux flux internationaux de capitaux privés et renforcer le système financier international.

Qu'est-ce qu'un programme de liaison?

Par définition, un programme de liaison avec les investisseurs est conçu pour tenir ceux-ci informés des faits qui peuvent affecter la valeur et la stabilité de leur investissement. Piloté par la banque centrale, le Trésor ou tout autre organe public, ce programme vise à répondre aux demandes des investisseurs institutionnels et des analystes financiers, et à produire à intervalles réguliers un rapport d'activité et un état financier. Il peut prendre une forme «itinérante» (rencontres en privé entre groupes d'investisseurs et décideurs sur les grandes places financières, interventions lors de séminaires ou de conférences), électronique (sites Internet) ou autre. Il permet d'établir un lien entre les participants au marché et les pouvoirs publics compétents, si nécessaire.

L'idée est la suivante : les flux de capitaux privés dépassant de loin les flux officiels, il est essentiel que les débiteurs et les créanciers échangent des informations fiables et d'actualité pour prévenir la panique des investisseurs sur les marchés émergents. Ces programmes peuvent aider les participants au marché à prendre des décisions de prêts et d'emprunts en toute connaissance de cause et à mieux apprécier les risques y afférents et, partant, réduire le risque d'instabilité systémique.

Pour quoi faire?

Un programme de liaison avec les investisseurs doit servir à les tenir informés des mesures réalistes envisagées afin de permettre aux prêteurs de comprendre les ob-

jectifs macroéconomiques et structurels d'un pays. La crédibilité d'un tel programme dépend dans une large mesure de la réputation et de l'expérience des personnes qui en ont la charge. Son dirigeant doit avoir accès aux plus hautes autorités et être apte à faire état, avec précision, de la stratégie des pouvoirs publics et à communiquer les préoccupations des marchés aux décideurs. Il faut se garder de la tentation d'utiliser ce canal pour diffuser des prévisions édulcorées et irréalistes, ce qui risque d'éroder la confiance des marchés. Il importe aussi de veiller à la stabilité du personnel affecté au programme, même quand le personnel politique change.

Gerd Häusler, Directeur du Département des marchés de capitaux internationaux du FMI, note que les investisseurs ont surtout besoin de données chronologiques fiables et cohérentes pour s'assurer qu'un pays se dote de politiques adéquates et prospectives. Le FMI encourage les pays à s'informer de l'opinion des marchés, et les contacts réguliers qu'un programme de liaison permet d'établir avec les investisseurs peuvent être très utiles. Exprimant une opinion largement partagée, M. Häusler précise qu'un tel programme ne peut être la panacée ni se substituer à une politique macroéconomique saine.

Les programmes de liaison existants remplissent-ils cette fonction? Le Brésil et le Mexique ont été cités à maintes reprises comme modèles de communication avec les investisseurs internationaux. Ils ont utilisé leur programme de liaison pour expliquer leur stratégie et leurs contraintes économiques aux marchés internationaux, et pour instaurer un dialogue qui leur a permis de maintenir leurs lignes de crédit extérieur, même en cas de turbulences de portée régionale. Ces programmes ont permis aux investisseurs de faire état de leurs préoccupations sur les politiques et de leurs suggestions sur le type et la qualité des données nécessaires aux marchés. Les participants ont indiqué que cette interaction est essentielle aux institutions qui collectent et diffusent les données, ainsi qu'aux organes de régulation pour concevoir des dispositifs juridiques et financiers appropriés et efficaces.

Les programmes de liaison avec les investisseurs ne sont pas nouveaux pour les marchés de capitaux. Les représentants du secteur privé ont signalé que les entreprises américaines en ont reconnu l'importance de longue date. La plupart des grandes entreprises des États-Unis, et de plus en plus ailleurs dans le monde, disposent de tels programmes pour tenir les investisseurs informés de leurs perspectives et de leurs produits, et fournir aux analystes les données nécessaires pour mieux apprécier les risques liés aux nouvelles activités.



Mohsin Khan, Directeur de l'Institut, et Anne Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, à l'ouverture du séminaire sur les relations avec les investisseurs.

Le Brésil et le Mexique ont été cités à maintes reprises comme modèles de communication avec les investisseurs internationaux.



Gerd Häusler

Les récentes innovations technologiques comme les sites Internet ou le courrier électronique ont permis de réduire le coût de diffusion de l'information et donné une nouvelle impulsion aux programmes de liaison. Aux États-Unis, cette tendance a été stimulée par la réglementation sur la diffusion des données financières. On estime que la communication de ces informations a permis d'abaisser le coût du capital et d'ouvrir aux entreprises l'accès à une gamme plus large de possibilités de financement, même en cas de fléchissement de l'activité.

Comment intervient le FMI?

Où interviennent les institutions financières internationales dans ce processus? Le FMI pourrait jouer un rôle en aidant les pays à élaborer des programmes de liaison avec les investisseurs et en les encourageant à s'inspirer des marchés financiers dans l'application des directives du FMI — la norme spéciale de diffusion des données — pour structurer les données qu'ils présentent aux investisseurs et à leurs mandants. Les services du FMI ont signalé que le FMI et la Banque mondiale ont amorcé la mise en place de conseils d'investisseurs en Afrique. Des programmes expérimentaux doivent démarrer au Ghana, au Sénégal et en Tanzanie.

Le FMI a aussi résolument progressé ces dernières années dans le renforcement de sa collaboration avec le secteur privé, notamment par la création du Groupe

consultatif sur les marchés de capitaux. Dans un récent rapport, son groupe de travail sur les relations entre créanciers et débiteurs recommande que les pays mettent en place des programmes de liaison, fixent des directives à cet effet et soutiennent les efforts que déploie le FMI pour intégrer les relations avec les investisseurs aux consultations au titre de l'article IV, discussions annuelles que le FMI tient avec ses pays membres. ■

Ralph Chami
Institut du FMI



Charles Dallara

Principaux taux du FMI

Semaine commençant le	Taux d'intérêt du DTS	Taux de rémunération	Taux de commission
3 décembre	2,25	2,25	2,65
10 décembre	2,22	2,22	2,61

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-shl/bur.pl?2001.

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

Source : FMI, Département de la trésorerie.

Publications récentes

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

- 01/207: Italy: 2001 Article IV Consultation
- 01/208: Benin: Second Review of the First-Year Program and the Second-Year Program Under the PRGF
- 01/209: Republic of Croatia: First Review of the Stand-By Arrangement
- 01/210: Georgia: Financial System Stability Assessment
- 01/211: Georgia: Recent Economic Developments and Selected Issues
- 01/212: Georgia: 2001 Article IV Consultation, First Review Under the Three-Year Arrangement Under the PRGF, and Request for Waiver of Performance Criteria
- 01/213: Finland: 2001 Article IV Consultation
- 01/214: Finland: Financial System Stability Assessment
- 01/215: Finland: Selected Issues
- 01/216: Ukraine: Fifth and Sixth Review Under the Extended Arrangement
- 01/217: Brazil: Report on Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Modules

Working Papers (Documents de travail, 10 dollars)

- 01/159: *Should Banks Be Narrowed?* Biagio Bossone

01/160: *Financial Development and Poverty Alleviation: Issues and Policy Implications for Developing and Transition Countries*, Paul Holden and Vassili Prokopenko

01/161: *Inflation Targeting Under Asymmetric Preferences*, Francisco J. Ruge-Murcia

01/162: *Systemic Financial Crises, Balance Sheets, and Model Uncertainty*, Mark R. Stone and Melvyn Weeks

01/163: *Trade in the Mashreq: An Empirical Examination*, Rodolphe Blavy

01/164: *Private Costs and Public Infrastructure: The Mexican Case*, Russell D. Murphy and Andrew Feltenstein

Autres publications

Annual Report of the Executive Board, Financial Year 2001 (gratuit)

International Financial Statistics Yearbook 2001 (72 dollars)

Macroeconomic Issues and Policies in the Middle East and North Africa, edited by Zubai Iqbal (28 dollars)

The Modern VAT, Liam P. Ebrill, Michael J. Keen, Jean-Paul Bodin, and Victoria P. Summers (35 dollars)

Vous pouvez vous procurer ces publications en vous adressant à : IMF Publication Services, Box X2001, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org. Vous trouverez sur le site www.imf.org des informations en anglais concernant le FMI. Le site www.imf.org/external/fre/index.htm propose une sélection de documents en français, dont le texte intégral du *Bulletin du FMI*, du *Supplément annuel consacré au FMI* et du magazine *Finances & Développement*.

La révolution informatique appelle aussi une révolution de la pensée économique

Dale Jorgenson, professeur à Harvard, a rendu visite à l'Institut du FMI, porteur d'un message : les économistes doivent prendre toute la mesure des mutations qu'engendre la révolution informatique pour le monde comme pour l'économie. Il s'en est entretenu avec Alicia Jimenez, économiste principale à l'Institut du FMI.

M^{me} JIMENEZ : Peut-on situer l'année et l'endroit où débute la révolution informatique?

M. JORGENSON : Je dirais 1947, dans les laboratoires Bell, avec l'invention du transistor, ce petit commutateur qui sert à encoder des données sous forme binaire, c'est-à-dire, par une succession de 1 et de 0. Ce fut le point de départ de la numérisation qui a entraîné une révolution économique lorsque cette invention a franchi le cap des circuits intégrés ou puces électroniques.

M^{me} JIMENEZ : Qu'en est-il de son impact économique; feriez-vous un parallèle, par exemple, avec la découverte de l'électricité?

M. JORGENSON : Les technologies de l'information se sont davantage répandues, étant fortement décentralisées, et se sont propagées à une allure vertigineuse. En nombre de transistors intégrés à une puce, les avancées ont été de l'ordre de 35 à 45 % par an. Par comparaison, les réseaux de distribution d'électricité et les appareils électriques ont progressé au rythme de 2 à 3 % par an.

Les historiens de l'économie réalisent que la révolution informatique a eu un impact économique sans précédent. Elle se distingue de toutes les autres révolutions. C'est pour cette raison qu'il importe que les économistes et les institutions comme le FMI soient conscients de l'ampleur et de la vitesse de la révolution informatique.

M^{me} JIMENEZ : Que faut-il faire pour que les économistes comprennent mieux cette révolution et adaptent leur cadre analytique en conséquence?

M. JORGENSON : Elle n'est pas difficile à comprendre, mais elle suppose que les économistes repensent leur façon d'expliquer la croissance. L'analyse théorique des rouages de la croissance repose sur un modèle néoclassique mis au point par Jan Tinbergen dans les années 40, puis affiné par Robert Solow dans les années 50. Ce modèle est fondé sur une simplification extrême commode, qui nous fait aborder la croissance exclusivement en termes de production ou de PIB.

Cette simplification nous permet de démontrer l'essentiel des rouages de la croissance. Nous écartons bien des aspects complexes pour nous concentrer sur les facteurs qui déterminent les taux de croissance. Ce postulat nous empêche à présent de comprendre l'impact de la révolution informatique, parce que les formidables avancées ajoutent à la complexité de la question. Nous

devons comprendre les effets de la diminution des prix de ces technologies par rapport aux prix du reste de la production d'une économie.

Ce degré supplémentaire de complexité nous impose de repenser le modèle de Solow. Nous devons désagréger le PIB, attribuer une fonction distincte aux technologies de l'information, tenter de comprendre leur incidence sur la composition de la production et, ce qui importe plus encore, déterminer leur incidence sur les incitations à investir et sur l'accroissement de la productivité.

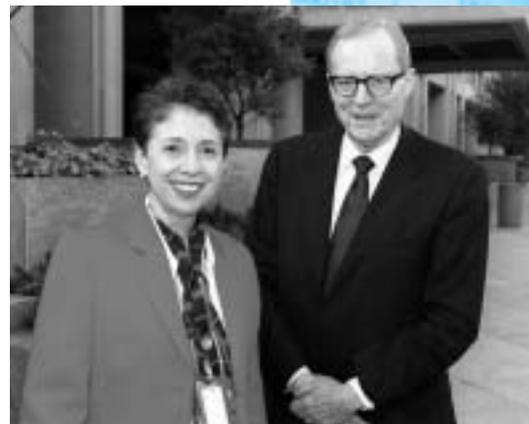
Dans un sens, ce n'est qu'un petit pas, qui remet néanmoins en question la manière dont les économistes abordent la croissance depuis près d'un demi-siècle. Cela exige une révolution de la pensée économique.

M^{me} JIMENEZ : Les prix des technologies de l'information ont rapidement baissé, notamment en ce qui concerne les semi-conducteurs. Comment reliez-vous la diminution de ces prix à la croissance?

M. JORGENSON : La révolution informatique contribue à la croissance de deux manières : par l'investissement (augmentation des intrants) et par la productivité (augmentation de la production des facteurs). Les choses sont simples pour l'investissement; en réponse à la diminution rapide des prix, les décideurs partout dans le monde se rendent compte qu'il est plus économique de remplacer les technologies existantes par des outils informatiques. C'est le cas dans le secteur des services, les procédés industriels et même dans la manière dont nous gérons nos maisons (la domotique).

Le taux de croissance de la productivité dans la production des outils informatiques a été ahurissant et il continue d'augmenter. Les applications informatiques entrent de plus en plus dans la production d'une large gamme de produits. Ils représentent 20 % environ de la valeur d'une automobile, probablement le double dans dix ans.

Pour prendre un exemple concret, quelle est la contribution des outils informatiques au taux de croissance des États-Unis? L'investissement représente près des deux tiers de cette contribution et la production, un tiers environ. La composition de la contribution de l'informatique à la croissance varie d'un pays à l'autre, en fonction de l'importance relative de la production et des applications informatiques.



Dale Jorgenson avec Alicia Jimenez.

M^{me} JIMENEZ : Quel rôle jouent les technologies de l'information dans l'apparition et la diffusion des cycles conjoncturels?



M. Jorgenson : « 7 % de l'économie réalise quelque 40 % de la croissance des États-Unis ».

M. JORGENSON : La production informatique est très volatile. Elle a des phases d'essor rapide, de déclin accéléré ou de croissance lente. Au cours de la dernière décennie, nous n'avons eu qu'un cycle de croissance aux États-Unis alors que le secteur informatique en a connu trois.

Par sa montée en puissance, l'informatique est devenue un important facteur de volatilité économique qui provoque des cycles conjoncturels. Il est essentiel que les économistes, notamment ceux des services du FMI, fassent de leur mieux pour absorber ces enseignements dès que possible et transmettent le fruit de leur réflexion à ceux qui détiennent les leviers du pouvoir.

M^{me} JIMENEZ : Quel pourcentage de la croissance des États-Unis peut-on attribuer à l'informatique?

M. JORGENSON : À partir de 1995, on peut imputer $1/2$ % des 4 % de croissance de l'économie américaine à la productivité induite par l'outil informatique et 1 % à l'investissement affecté à ces outils. Au total, cela représente 1,5 % environ des 4 % de croissance. Ce qui veut dire que 7 % de l'économie réalise près de 40 % de la croissance des États-Unis. C'est énorme.

La question, bien évidemment, est de savoir si cette contribution est permanente ou passagère? La croissance de la fin des années 90, de l'ordre de 4 % par an, se pérenniserait si les produits informatiques avaient un cycle de deux ans et un niveau d'investissement et d'épargne à même de réaliser l'équilibre entre la croissance du stock de capital et celle de la production.

La croissance américaine des années 90 a été très déséquilibrée, au sens que le stock de capital s'est accru moins vite que la production. Cela semble paradoxal mais, pendant que la croissance économique américaine atteignait son point culminant de l'après-guerre, le taux d'épargne individuelle devenait négatif. Conjugué aux variations de la politique monétaire qui auraient pu un peu mieux s'articuler chronologiquement, un coup d'arrêt a été donné à la croissance rapide.

Je pense que le consensus des observateurs qui situent le taux de croissance aux États-Unis à 3,2-3,3 % pour les dix prochaines années est réaliste. Tout le débat de l'après-11 septembre autour du plan de relance économique a été centré sur la consommation, mais nous devons épargner et investir davantage. C'est un point de vue radical, mais je crois que c'est la solution pour conserver un taux de croissance élevé. Je doute cependant que cela se produise.

M^{me} JIMENEZ : Quel sera l'impact des incertitudes provoquées par les événements du 11 septembre sur le secteur de l'informatique aux États-Unis?

M. JORGENSON : L'incertitude nuit toujours à l'investissement. Je suis convaincu que nombre d'entreprises attendent encore que certaines incertitudes se dissipent pour investir dans les outils informatiques. Ceci a indéniablement aggravé le ralentissement.

En observant la réaction des marchés aux événements du 11 septembre, on constate que la reprise a été prompte dans certains secteurs. L'automobile semble, par exemple, s'orienter vers les meilleurs chiffres de ventes annuelles de tous les temps. L'achat d'une voiture est une dépense importante pour de nombreux ménages, mais les prix ont baissé, ce à quoi les consommateurs sont très sensibles.

Il faut s'attendre à un retournement de tendance aussi spectaculaire dans le secteur informatique. Les prix baissent rapidement. Si des entreprises robustes comme Intel ou IBM vont résister à la tourmente, d'autres sont condamnées. Des sociétés en bonne santé financière comme Hewlett-Packard et Compaq donnent des signes de faiblesse depuis le 11 septembre. J'entrevois une certaine consolidation mais les pressions à la baisse des prix entraîneront un redressement rapide.

M^{me} JIMENEZ : D'après la théorie de la croissance, les pays pauvres sont censés avoir un rythme de croissance rapide puis converger vers celui des pays industrialisés. L'informatique favorise ou entrave cette convergence?

M. JORGENSON : La question est complexe et se trouve au cœur du débat sur la mondialisation. Dans une mondialisation parfaite, c'est-à-dire un marché mondial unique, sans barrières commerciales, avec libre circulation des capitaux, de la main-d'œuvre et des marchandises, on s'attendrait à ce que les technologies de l'information se diffusent rapidement et favorisent la convergence.

En réalité, les restrictions sur le commerce et les mouvements de capitaux freinent l'investissement. Ces barrières inhibent la convergence naturelle parce qu'elles permettent aux pays grands producteurs de produits informatiques de creuser leur avance.

Une diffusion plus rapide des technologies de l'information à la faveur des progrès de la mondialisation serait de nature à accélérer cette convergence. Le FMI est donc dans une position extrêmement critique pour favoriser leur propagation.

M^{me} JIMENEZ : Que faire pour que les pays en développement tirent mieux parti des technologies de l'information?

M. JORGENSON : Les pays en développement bénéficient déjà des retombées de la révolution informatique. Les meilleurs exemples, la Corée et Taiwan, participent très activement à la production. Il s'agit d'un secteur où la production est sensible aux coûts; il est plus économique pour les entreprises des États-Unis de produire

des microprocesseurs en Malaisie ou à Singapour, ce que favorise encore le faible coût du conditionnement et du transport.

À présent que les salaires augmentent dans les pays d'Asie de l'Est, l'industrie informatique se tourne vers la Chine et l'Inde. La question pour les pays en développement est d'arriver à attirer les technologies de l'information. La solution : ouvrir leurs économies à l'investissement, à la technologie et aux capitaux étrangers.

M^{me} JIMENEZ : *En dernière analyse, qui profite le plus des technologies de l'information : les utilisateurs en raison de la baisse des prix, les travailleurs du fait du relèvement des salaires ou les producteurs, avec les profits plus élevés qu'ils en tirent?*

M. JORGENSON : La baisse des prix est une aubaine pour les utilisateurs et l'augmentation des niveaux de traitement est bénéfique à ceux qui travaillent dans le secteur.

Il n'empêche que pour les producteurs, le tableau est beaucoup plus contrasté. Intel par exemple, dégage une importante marge bénéficiaire. Il s'agit d'une entreprise à la pointe de la technologie qui peut s'assurer des

rentes parce qu'elle innove avant tous. Cela fait partie de sa stratégie et elle y réussit à merveille. La société IBM, dont les activités ont semblé longtemps au point mort, a renoué avec les profits. Mais d'autres sont en perte de vitesse.

Avec le formidable essor des technologies de l'information, le fameux processus «de destruction créatrice» décrit par Schumpeter se déroule en un laps de temps très court dans ce secteur. C'est une bonne chose pour les producteurs et une véritable aubaine pour les utilisateurs. Les grands gagnants sont les utilisateurs et les travailleurs qui ont mis leurs qualifications à niveau pour en faire un bon usage.

Voilà ce que je souhaiterais voir aussi les économistes faire. Permettez-moi donc de répéter ce que je disais au début de notre entretien : les économistes ont besoin d'actualiser leur analyse de l'influence des technologies de l'information sur l'activité économique, pour aider leurs interlocuteurs, les pouvoirs publics partout dans le monde, à tirer pleinement parti de la révolution informatique. Nous avons, nous économistes, de gros progrès à faire dans ce domaine. ■

«Les économistes ont besoin d'actualiser leur analyse de l'influence des technologies de l'information sur l'activité économique, pour aider leurs interlocuteurs, les pouvoirs publics partout dans le monde, à tirer pleinement parti de la révolution informatique.»

Dale Jorgenson

En anglais sur le site www.imf.org

Communiqués de presse

- 01/48 : Tanzanie : le FMI et la Banque mondiale approuvent un allègement du service de la dette de 3 milliards de dollars au titre de l'initiative PPTTE renforcée, 27 novembre
- 01/49 : République Kirghize : approbation de principe d'un prêt FRPC de 93 millions de dollars sur trois ans, 30 novembre

Notes d'information

- 01/118 : M. Aninat se félicite de la conclusion d'un nouveau programme avec le Pérou, 21 novembre
- 01/119 : Vietnam : conclusion de la revue de l'accord FRPC et approbation d'un décaissement de 52 millions de dollars, 21 novembre
- 01/120 : Mauritanie : conclusion de la revue de l'accord FRPC et approbation d'un décaissement de 8 millions de dollars, 21 novembre
- 01/121 : approbation d'un accord de confirmation de 3 milliards de dollars en faveur de la Turquie, 28 novembre
- 01/122 : le FMI, la Banque mondiale, la BASD et le PNUD organisent une conférence régionale à Hanoi sur les stratégies nationales de réduction de la pauvreté, 29 novembre
- 01/123 : Burkina Faso : conclusion de la revue de l'accord FRPC et approbation d'un décaissement de 7 millions de dollars, 30 novembre
- 01/124 : Djibouti : conclusion de la revue de l'accord FRPC et approbation d'un décaissement de 5 millions de dollars, 30 novembre
- 01/125 : Madagascar : conclusion de la revue de l'accord FRPC et approbation d'un décaissement de 14 millions de dollars, 5 décembre
- 01/126 : Gambie : conclusion de la revue de l'accord FRPC et approbation d'un décaissement de 4 millions de dollars, 6 décembre

Notes d'information au public

- 01/121 : Le FMI achève les consultations de 2001 au titre de l'article IV avec l'Italie, 20 novembre
- 01/122 : Le FMI achève les consultations de 2001 au titre de l'article IV avec la Finlande, 21 novembre

Discours

- Les défis de la nouvelle économie financière — déclaration de Flemming Larsen à la réunion conjointe de la Commission des finances de l'Assemblée nationale française et du Haut conseil de la coopération internationale, 15 novembre
- Une nouvelle procédure de règlement pour la dette souveraine, allocution de Anne Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, au *National Economists' Club*, Washington, 26 novembre (page 385)

Transcriptions

- Point de presse sur le rapport des services du FMI à l'issue des consultations au titre de l'article IV avec l'Italie; par Maxwell Watson et Gian Maria Milesi-Ferretti, Département Europe I, 20 novembre
- Point de presse de Thomas Dawson, Directeur du Département des relations extérieures du FMI, 6 décembre (page 386)

Divers

- Allocutions de MM. Masajuro Shiokawa, Ministre des finances du Japon, Pedro Malan, Ministre des finances du Brésil, et Gerrit Zalm, Ministre des finances des Pays-Bas, au CMFI, Ottawa, Canada, 20 novembre*
- Activités financières du FMI, 23 novembre
- États financiers du FMI pour le trimestre prenant fin au 31 octobre 2001, 3 décembre*

*Date d'affichage

Les États-Unis tiennent la clé du redressement mondial, mais le Japon et l'Europe peuvent faire mieux

Après une décennie de croissance phénoménale, l'économie américaine s'essouffle; les experts reconnaissent qu'elle est entrée en récession. Le ralentissement s'était amorcé avant le 11 septembre et les attentats terroristes n'ont fait que l'amplifier. Le reste du monde subissant le contrecoup du ralentissement et des attentats, aucun pays ou région n'est en mesure de servir de locomotive aux États-Unis. Quelles sont, dans ces conditions, les perspectives de redressement de l'économie mondiale? Ce thème a été au cœur des travaux de la vingtième conférence annuelle du Centre sur l'interdépendance mondiale axée sur les questions monétaires, budgétaires et commerciales, tenue à Philadelphie le 5 novembre.

Les personnalités réunies, anciens et actuels hauts fonctionnaires américains, universitaires et dirigeants d'entreprises, s'accordent à penser que les États-Unis détiennent la clé du redressement de l'économie mondiale, mais que le Japon et l'Europe peuvent y contribuer notablement. Quand le redressement se matérialisera, il devra permettre une meilleure répartition de la prospérité et les grandes puissances devront davantage assumer leurs responsabilités envers le reste du monde. Mais les avis divergent sur la gravité du ralentissement aux États-Unis et le moment où la reprise peut être attendue.

États-Unis : du bon et du moins bon

La conférence a pris la forme d'un tour du monde, dont chaque intervenant a présenté une facette. M. Barnes a brossé le tableau des perspectives aux États-Unis, indiquant que la récession sera plus profonde que beaucoup le prédisent. Il se démarque toutefois du pessimisme qui veut que les États-Unis soient entrés dans une phase de plusieurs années de difficultés économiques en raison des excès des années 90. Il signale que la baisse des coûts de l'énergie et des taux d'intérêt ainsi que les réductions d'impôt sont des signes positifs, tout en reconnaissant qu'elles ne suffiront pas à compenser la contraction du marché de l'emploi et les pertes dues aux attentats. La récession ne sera pas éternelle et le redressement pourrait être au rendez-vous vers le printemps prochain.

Sur les trois sujets de préoccupation structurels récurrents, il considère la question hypertrophiée.

- Premièrement, bien qu'aux États-Unis, le niveau de l'épargne privée soit bas, il n'y a pas de signes d'une aggravation de l'endettement. Avec la baisse des taux d'intérêt, les ménages peuvent refinancer leurs dettes et le système financier affiche une santé robuste.

- Deuxièmement, le vif essor de l'investissement des années 90 n'a pas entraîné de surcapacité. Contrairement au Japon, l'investissement a été productif. Le secteur de l'énergie est celui qui conserve un vaste potentiel

d'investissement et de croissance, les États-Unis amorçant la mise en valeur de leurs ressources énergétiques pour dépendre moins du pétrole du Moyen-Orient.

- Troisièmement, même si la dette des États-Unis, qui reste viable, s'est alourdie, M. Barnes conteste que ce soit un problème grave à court terme. Le déficit de la balance commerciale est un symbole de la vitalité de l'économie américaine et de la vigueur de la demande. En outre, l'augmentation de la productivité n'est pas simplement conjoncturelle, malgré le recul consécutif au 11 septembre, les placements privilégiant la sécurité sur les dépenses productives.

En définitive, les États-Unis font plus que quiconque et la réduction des taux d'intérêt va dans le bon sens.

L'Europe peut-elle faire mieux?

Robert Solomon note que l'Europe a connu une forte croissance en 1999-2000, puis un tassement au dernier trimestre 2000, en particulier en Allemagne, en France et en Italie. Cette évolution est liée à la création de l'Union européenne et à l'entrée en vigueur du Traité de Maastricht en 1991 qui imposait notamment aux pays adhérents de limiter leur déficit budgétaire à 3 % du PIB, ainsi qu'à l'euro. L'objectif général de la zone euro, la stabilité des prix, est poursuivi dans le cadre de la politique monétaire qui devrait stimuler la croissance et l'emploi, mais limite l'impulsion que cette politique peut donner à la demande à brève échéance.

Pour Lawrence Klein, la fixation de l'Europe sur la maîtrise de l'inflation et l'observation des critères de Maastricht a «retardé de plusieurs années une vigoureuse expansion économique» et empêché une prompt réaction à la détérioration de la situation économique. La Banque centrale européenne a finalement abaissé ses taux directeurs et devrait continuer à le faire; certains intervenants estiment que la politique monétaire ne suffit à elle seule pour atteindre cet objectif. M. Solomon pense que l'Europe peut mieux tirer parti de la politique budgétaire. Résumant le consensus, M. Klein déclare que l'Europe a manqué d'imagination, et les occasions qu'elle avait de stimuler son économie en coordonnant les politiques monétaires et budgétaires.

Le Japon ... et le reste de l'Asie

Pour Edward Lincoln, le marasme économique japonais a une triple cause : les 800 millions à 1 milliard de dollars de prêts improductifs, la conduite critiquable de la politique macroéconomique et l'absence de réforme systémique. Des considérations politiques font obstacles au règlement de la question des prêts improductifs? Les acteurs de la scène politique japonaise ont partie liée avec les emprunteurs et les milieux bancaires. Il est courant que les banquiers prêtent de l'argent à des

Redressement de l'activité mondiale : une action concertée des décideurs et des investisseurs

Participants

Martin Barnes
Rédacteur en chef
The Bank Credit Analyst

William Dunkelberg
Président du Centre sur l'interdépendance mondiale

Lincoln Gordon
Professeur associé
The Brookings Institution

Robert Hormats
Vice-Président
Goldman Sachs
International

Lawrence Klein
Benjamin Franklin
Professeur d'économie
Université de Pennsylvanie

Steven Landefeld
Directeur du Bureau des études économiques,
Département du commerce

Edward Lincoln
Professeur associé
The Brookings Institution

Anthony Santomero
Président,
Banque de réserve
de Philadelphie

Allen J. Simpson
Président de la conférence

Robert Solomon
Professeur associé
The Brookings Institution



«S'agissant de l'Afrique, les estimations sont relativement plus prometteuses que d'ordinaire.»

Lawrence Klein

politiciens pour acheter des actions dont les banques se chargent de faire grimper la valeur et permettre ensuite à leurs acquéreurs de les revendre en réalisant de grosses plus-values qui servent à rembourser les prêts et permettent d'empocher un beau pactole au passage. Si le problème des prêts improductifs était réglé, des transactions illicites seraient révélées et entacheraient des personnalités et des institutions. Ce refus de lever le voile sur ces transactions a retardé le redressement, mais il ne peut y faire obstacle indéfiniment.

Au plan macroéconomique, M. Lincoln estime que la politique monétaire n'a pas réussi à stimuler l'économie et que les atermoiements de la politique budgétaire font douter de la détermination des pouvoirs publics. Les taux d'intérêt sont proches de zéro et la déflation s'est ancrée autour de 1 % par an. Les autorités peuvent-elles faire plus? Les économistes conviennent généralement que la Banque du Japon devrait viser une inflation positive, ce qu'elle ne semble pas disposée à faire. M. Lincoln rend également la politique responsable de cette situation. La Banque du Japon n'a acquis son indépendance qu'en 1998, à un moment où les taux d'intérêt étaient de l'ordre de 1/2 à 1 %. Elle subit des pressions en vue du ciblage de l'inflation, mais risque de paraître sous influence si elle cédait à ces pressions. Elle se trouve donc devant un vrai dilemme.

Le Japon doit déréglementer certains secteurs et renforcer la transparence. Si des progrès ont été accomplis au cours des dix dernières années, c'est plus la forme que le fond des comportements qui a changé. Il y a encore une dizaine d'années, les Japonais étaient fiers de leur système économique qui avait enregistré de bons résultats durant quarante ans. Estimant avoir conçu une forme de capitalisme «à visage humain», ils hésitent à passer à un capitalisme «pur et dur» à l'américaine. L'opinion publique japonaise n'est pas farouchement partisane de ce changement, car, même en récession, l'économie a continué de croître au rythme de 1 % l'an et la population s'estime mieux lotie qu'il y a dix ans.

Quelle est la situation des voisins du Japon? La plupart des pays d'Asie frappés par la crise financière de la fin des années 90 se sont redressés, la Corée, la RAS de Hong Kong, la Malaisie et Singapour ayant connu un rétablissement spectaculaire. Il n'empêche qu'en 2001, quelques pays ont connu des rechutes mineures, ceux qui sont étroitement liés à l'économie américaine et à l'essor des hautes technologies ayant été les plus touchés. Mais leurs perspectives sont bonnes, pour autant qu'ils renforcent la transparence financière et la lutte contre la corruption, qu'ils harmonisent les normes comptables, réduisent le volume des prêts improductifs et conjuguent ces réformes structurelles avec des politiques de stabilisation. Il y a deux exceptions notables en Asie : la Chine qui a échappé à la crise de 1997-98, constituant un «îlot» de stabilité pour la région, et l'Inde dont l'économie a été en forte expansion avant de subir le contrecoup du ralentissement de l'activité aux États-Unis.

L'Afrique et les pays en transition

S'agissant de l'Afrique, M. Klein note que «les estimations sont relativement plus prometteuses que d'ordinaire». Mais les défis restent de taille. L'accroissement rapide de la population freine la croissance par habitant et l'expansion économique est entravée par la baisse des prix des produits de base, l'instabilité politique et les ravages du SIDA.

En Europe centrale et de l'Est, les perspectives ont été assombries par la situation aux États-Unis mais restent plus prometteuses qu'ailleurs. Le taux de croissance devrait fléchir mais l'inflation est généralement maîtrisée. Les pays baltes et la Hongrie conservent leur élan, mieux que leurs voisins comme la Pologne, «l'astre économique montant de l'Est» mais dont la production a fléchi au cours de l'été. La Russie qui a affiché une forte croissance en 2000 est aussi l'un des fleurons de l'activité économique et devrait poursuivre son expansion encore que à un rythme plus lent. Maintenus à un bas niveau par le ralentissement général de l'activité, les prix avantageux de l'énergie ont aidé la Russie, mais la situation au Moyen-Orient rend les approvisionnements aléatoires et l'évolution du prix du pétrole reste incertaine.

Amérique latine : une image brouillée

Pour l'Amérique latine, Lincoln Gordon est pessimiste sur les perspectives de croissance à moyen terme, qui sont tributaires du redressement des États-Unis. L'Argentine est entrée, pour longtemps, en récession entamant sa troisième année consécutive de croissance négative. En outre, «le barrage qui permettait de contenir sa dette est en passe de céder, ce qui conduirait le pays à la cessation de paiements». Le chômage, grave sujet de préoccupation, culmine dangereusement à près de 20 %, ce qui accroît l'incertitude politique et menace le régime lui-même.

Le Brésil, principale économie de la région dont les résultats ont dépassé les prévisions en 2000, n'atteindra pas les objectifs escomptés cette année. M. Gordon constate que le Brésil subit aussi le contrecoup du ralentissement général, de la crise des fournitures d'électricité de l'été dernier, ainsi que l'effet de contagion des difficultés de l'Argentine et des incertitudes politiques à l'approche de l'importante échéance électorale d'octobre 2002.

Le point positif tient à l'amélioration des perspectives à moyen et à long terme pour la région, à l'exception de la Colombie où sévissent la drogue, la guerre civile et les luttes politiques. Parmi les motifs d'optimisme, il faut signaler l'enracinement de la culture démocratique et la scolarisation qui se généralise, ce qui élargit les classes moyennes et devrait permettre une meilleure répartition des revenus.

La croissance est-elle bien mesurée?

À l'évidence, toutes ces projections économiques sont tributaires de la qualité des données et des méthodes de calcul. Ainsi, partant de l'expansion des années 90,



Les États-Unis, sont confrontés à la crise la plus aiguë qu'ils aient connue depuis l'affaire des missiles de Cuba.

Robert Hormats

M. Landefeld se demande si les outils de chiffrage de la croissance, de l'inflation et de la productivité sont pertinents, dans le contexte de la nouvelle économie. Il pose trois questions : la nouvelle économie est-elle une réalité? Il y a-t-il eu une augmentation de la croissance du PIB et de la productivité? La croissance et la productivité sont-elles tirées par les technologies? La réponse est oui.

Mais les outils actuels de calcul sont axés sur l'économie industrielle, les coûts salariaux de la production et non sur les prix, à la production et le revenu du secteur des services. Le PIB du secteur bancaire, par exemple, est estimé par le nombre d'heures ouvrées, ce qui n'est plus de mise à l'heure de l'introduction des hautes technologies. Pour être plus précis, il faut chiffrer le nombre de transactions effectuées aux guichets automatiques, qu'il s'agisse de transferts, de retraits ou de dépôts.

Avenir de l'interdépendance mondiale

Robert Hormats a résumé les travaux en examinant la signification que prend cette interdépendance sur fond de ralentissement général et simultané de l'activité dans le monde, le sort de la plupart des économies étant lié au redressement des États-Unis, qui sont confrontés à la crise la plus aiguë depuis l'affaire des missiles de Cuba. Les consommateurs hésitent à

engager des dépenses. L'une des caractéristiques de la nouvelle économie tient à la libre circulation des biens, de l'information et des personnes, mais les attentats ont brisé cet élan et la dynamique économique, peut-être pour longtemps.

S'agissant des dispositions prises ou à prendre aux États-Unis, l'abaissement des taux d'intérêt est la bonne solution. Il considère toutefois la politique budgétaire des États-Unis confuse et prévoit l'effondrement du consensus politique actuel sans qu'un plan de relance économique soit adopté. Il prône un dégrèvement fiscal sur l'investissement des entreprises, une réduction d'impôt pour les 51 millions de foyers américains à faible revenu qui n'en ont pas encore bénéficié et une exonération temporaire de la taxe sur les ventes collectées par les États. Ces mesures ne sont pas la panacée, mais se justifient du point de vue économique et humain. Enfin, il s'attend à un redressement lent et laborieux, quelle que soit l'ampleur de la relance budgétaire. Depuis le 11 septembre, conclut M. Hormats, les États-Unis ont pris la mesure de leur place dans le monde «en dépit de l'attitude anti-mondialiste de l'administration actuelle» et devraient continuer à progresser dans ce sens. ■

Elisa Diehl
Rédactrice en chef adjointe

Maurice Obstfeld analyse les crises monétaires, les régimes de change et les systèmes d'alerte rapide

Maurice Obstfeld, professeur d'économie (Université de Californie à Berkeley) a donné une conférence sur les attaques spéculatives le 1^{er} novembre à l'Institut du FMI. Olivier Jeanne, économiste au Département des études, a saisi cette occasion pour lui poser quelques questions sur les crises monétaires et les efforts que déploient les économistes pour mieux comprendre et prévenir ce phénomène.



M. Obstfeld : «Lorsque les autorités fixent une limite à ne pas franchir, qui constitue un défi pour les marchés, il arrive parfois que ceux-ci transgressent l'interdit.»

M. JEANNE : Quelle différence il y a-t-il entre la façon dont les spécialistes abordaient les crises monétaires il y a 10 ou 15 ans et maintenant?

M. OBSTFELD : Au début des années 80, le modèle de Paul Krugman offrait le cadre d'analyse des crises monétaires et avait l'avantage de faire contrepoids à l'argument des ministres des finances pour lesquels les gnomes de Zurich — spéculateurs irrationnels et mal intentionnés — étaient à l'origine des crises.

Krugman démontrait dans son modèle que, même si les attaques soudaines semblent guidées par un caprice spéculatif arbitraire, elles résultent en fait d'une démarche spéculative rationnelle bien planifiée.

L'élégance de ce type de modèle nous a toutefois conduit à ignorer les problèmes du monde réel. Il arrive parfois qu'une crise éclate dans des circonstances qu'il convient de nuancer. Les effets de propagation constatés

au cours des 15 dernières années nous ont aussi aidé à comprendre qu'il existe plusieurs mécanismes par lesquels les attentes spéculatives peuvent précipiter ou déclencher une crise. Voilà ce que permet d'analyser le modèle de la «deuxième génération».

Nous avons trouvé un moyen-terme théorique pour analyser une variété de situations de crise. Si certaines correspondent au modèle décrit par Krugman, au sens qu'elles sont le résultat de politiques incohérentes et non viables, d'autres sont liées à l'opposition classique entre liquidité et solvabilité. Il peut y avoir des crises de liquidité qui ne se seraient pas produites s'il n'y avait pas eu aussi une perte de confiance, alors que la situation est foncièrement viable.

M. JEANNE : Après la crise asiatique, le consensus semblait être que nous avions là un nouveau type de crise et qu'une théorie de la «troisième génération» s'imposait pour en rendre compte. Qu'en pensez-vous?

M. OBSTFELD : Dans le monde universitaire, nous avons tendance à estampiller et promouvoir nos produits. Les prétendus modèles de la troisième génération sont dans le fond semblables à ceux qui portent le label «deuxième génération». Ils reposent les uns comme les autres sur des mécanismes autoréalisateurs par lesquels les attentes du marché peuvent hâter l'apparition d'une crise.

La vague initiale de modèles de la deuxième génération attribue le problème à une réaction hypertrophiée des pouvoirs publics à la crise. C'est ce que nous constatons dans d'autres crises aussi. On peut élaborer un modèle comportant des contraintes qui déclenchent une crise, même en l'absence de l'intervention des pouvoirs publics, mais ces contraintes ne sont généralement pas aussi fortes que les modèles le décrivent; il y a des compromis qu'un gouvernement peut faire dans le choix des politiques et dans ses relations avec le FMI et le secteur privé. En définitive, je dirais que les ressemblances entre les modèles de la deuxième et ceux dits de la troisième génération sont sans commune mesure avec les points qui les distinguent.

M. JEANNE : Les régimes de change flottants assortis d'un ciblage de l'inflation sont à la mode pour les pays émergents. On considère qu'ils sont à l'épreuve du type de crise qui a frappé les pays dotés de régimes de parité fixe, mais le ciblage de l'inflation peut manquer de crédibilité au même titre qu'un taux de change fixe. Une attaque spéculative contre un régime de change flottant est-elle concevable?

M. OBSTFELD : Il n'existe pas, à proprement parler, de taux de change flottant pur, ou c'est très rare. Il y a plutôt une continuité entre les parités fixes et flottantes. Plus vous vous rapprochez, dans ce processus continu, du ciblage du taux de change, plus grande est la probabilité d'une attaque comme celles auxquelles on assiste sous un régime de parité fixe. Lorsque les autorités fixent une limite à ne pas franchir, comme un défi pour les marchés, il arrive parfois que ceux-ci transgressent l'interdit.

Même dans le cas idéal du flottement libre on assiste parfois à des dégagements rapides dus à des revirements de la perception des marchés ou à l'existence de nouvelles informations. La différence fondamentale est qu'un régime de change qui obéit surtout aux règles du marché intègre les attentes et les évaluations du marché au fur et à mesure qu'elles apparaissent. Sous parité fixe, toutes les informations sur lesquelles se fondent les opérateurs sont fournies par des variables telles que les réserves, les taux d'intérêt, etc... parfois sur une longue période et peut-être avec des dégâts collatéraux pour l'économie. Ces dégâts peuvent résulter tant des effets directs de ces variables que de certaines décisions inadéquates que prennent parfois les gouvernements pour conserver l'ancrage de la monnaie. Je pense aux interventions des autorités britanniques pour soutenir la livre sterling dans les années 60, qui se sont révélées très coûteuses, ou à celles de la Thaïlande pour soutenir le bath.

Il est évident que l'État peut intervenir sous un régime de change flottant pour endiguer une dépréciation de la monnaie et perdre de l'argent ce faisant, mais il sera moins incité à le faire. Le prestige d'un État est beaucoup moins en cause sous un régime de flottement que lorsque le gouvernement annonce un taux de change qu'il entend défendre. Je continue à penser que les parités fixes présentent plus de danger. La soupape de sécurité que fournit l'ajustement permanent du taux de change sous un

régime de flottement n'existe pas avec une parité rigide, en tout cas pas avant un stade très avancé. À ce stade-là, les autorités sont souvent contraintes de prendre des mesures qui se révèlent souvent désastreuses.

L'autre question qui se pose lorsque l'on compare l'ancrage fixe à un taux de change flottant est : dans quelle mesure l'illusion de la fixité peut-elle conduire les participants au marché à ne pas couvrir assez leurs risques? C'est un problème commun à bien des crises récentes.

M. JEANNE : D'un point de vue théorique, quel niveau de réserve un pays doit-il se donner pour prévenir une attaque spéculative? Et que pensez-vous de ce problème élémentaire, mais récurrent, dans l'élaboration des programmes appuyés par le FMI, le niveau de financement.

M. OBSTFELD : Vous conviendrez avec moi que si un pays tient à se prémunir d'attaques spéculatives liées à une certaine fragilité financière, il doit disposer de liquidités suffisantes pour apurer sa dette extérieure à court terme. Il s'agit en général de sommes colossales dont la fourniture pourrait avoir un effet pervers et amener le pays qui aurait l'assurance d'en disposer à se surendetter à court terme. Il est difficile de donner une réponse simple, car certaines attaques n'ont rien à voir avec le niveau des réserves de change. Il s'agit plutôt d'attaques induites par la relation établie entre les anticipations monétaires et les conditions macroéconomiques sous-jacentes. Dans ce genre de situation, aucun niveau de réserves, aussi élevé soit-il, ne peut mettre à l'abri d'une crise.

Toutefois, pour la deuxième partie de votre question, les crédits du FMI ont un rôle évident à jouer, à condition qu'ils servent de catalyseur pour le secteur privé. Il serait illusoire de considérer le FMI comme une institution jouant le rôle de prêteur en dernier ressort et qui disposerait de ressources énormes pour se porter à tout moment au secours de n'importe quel pays. Les garde-fous que les banques centrales peuvent ériger contre le risque d'effet pervers sont peut-être insuffisants, mais le FMI ne dispose même pas de tels outils et ne peut prendre aucune mesure coercitive contre des États souverains.

M. JEANNE : Une dernière question sur les systèmes d'alerte rapide. À quel point peut-on prévoir une crise monétaire?

M. OBSTFELD : L'expérience a montré qu'il est assez difficile de prévoir une crise, même à partir d'un échantillon. Ces systèmes déclenchent aussi de fausses alertes. Je pense à la boutade de Paul Samuelson sur la sagacité de la bourse qui a prédit dix récessions sur les trois dernières qui se sont produites. Je crois qu'il est très utile de quantifier les variables qui servent à déterminer la probabilité d'une crise. Il n'y a pas de miracle, et en fait ces variables, par leur degré de signification dans les équations prévisionnelles, viennent étayer certaines des récentes théories.

Dans la pratique, il est difficile de déterminer comment utiliser ces outils prévisionnels au mieux. En étudiant le degré de probabilité d'une crise, par exemple,

Mais quand faut-il que résonne l'alarme pour les autorités locales ou le FMI? À 25 ou 50 % de probabilité?

Maurice Obstfeld

nous avons obtenu des facteurs de probabilité qui se comportent assez bien, même hors échantillon. Mais quand faut-il que sonne l'alarme pour les autorités locales ou le FMI? À 25 ou 50 % de probabilité? Les modèles servent à nous donner une idée des facteurs qui accroissent cette probabilité, mais ils sont souvent corrélés et les modèles ne permettent pas toujours de cerner avec précision les mesures qui s'imposent.

Enfin, il y a la question de ce que nous gagnons, en dehors de l'observation d'indicateurs. En revenant à la Thaïlande, le FMI a décelé le déficit extérieur courant et d'autres problèmes, et la chute des prix des actifs a donné le signal de la fragilité du bath, mais impossible d'avoir la moindre réaction. Un modèle aurait-il été utile? Si le FMI dispose d'un modèle dont

le voyant rouge peut se déclencher de manière crédible, il serait plus à même d'inciter les gouvernements à prendre des mesures d'ajustement que les prémonitions du Département des études ou du Directeur général.

Je n'ai pas la réponse à cette question. Les modèles peuvent être mis en application de diverses manières; ils sont soumis à l'appréciation de leur utilisateur. Je suis sceptique quant à l'intérêt d'un modèle de ce genre quoi qu'en disent les tenants de l'économie politique. Les décideurs font preuve de plus de discernement sur l'établissement des prévisions et les modèles qui reposent sur des évaluations n'auront probablement qu'un peu plus d'influence que les avis que le FMI a donnés par le passé. ■

Conférence du Département des études du FMI . . .

L'efficacité de la conditionnalité, le coût des crises monétaires et de la désinflation

Ouvrant la deuxième conférence annuelle du Département des études, M^{me} Krueger, Première Directrice générale adjointe du FMI, a déclaré «envier ceux qui pourront prendre part à l'ensemble des travaux». Elle avait des raisons de l'être, car la conférence qui s'est déroulée les 29 et 30 novembre a donné lieu à des débats animés sur les facteurs de réussite des programmes appuyés par le FMI, sur l'élaboration d'une conditionnalité efficace et sur l'impact des crises monétaires. Ken Rogoff, conseiller économique du FMI, a rendu hommage aux apports du Pr. Rudi Dornbusch, à la pensée économique. M. Dornbusch a fait une brève apparition à la conférence.

Il a été reproché au FMI, durant la crise asiatique, d'assortir ses crédits de conditions draconiennes, demandant trop et trop vite. En réponse à ces critiques dont certaines ont été corroborées par des évaluations internes, le FMI a lancé une revue de sa conditionnalité. Plusieurs des intervenants à cette conférence ont lancé des idées novatrices pour en accroître l'efficacité.

Allan Drazen, (Université de Tel Aviv) signale qu'il est crucial de reconnaître «la diversité des intérêts dans un même pays». Les composantes d'une société s'accordent rarement sur les mesures qui s'imposent pour surmonter une crise financière, encore moins sur les dispositions à prendre pour renforcer les perspectives à long terme. Les éléments clés du processus de décision politique sont ceux qui disposent d'un pouvoir de veto, c'est-à-dire, les groupes d'intérêts assez puissants pour bloquer les réformes. D'après M. Drazen, la conditionnalité devrait permettre au FMI de faire avancer les réformes, face à la diversité des intérêts et parfois, en monnayant le ralliement des détenteurs du pouvoir de veto.

Une récente étude présentée à la conférence montre que les puissants groupes d'intérêts et l'absence de cohésion politique ont favorisé les dérapages. Réalisée par Anna Ivanova, Alex Mourmouras et George Anayiotos du FMI (et Wolfgang Mayer, Université de Cincinnati), cette étude porte sur 170 programmes.

Jeffrey Frieden (Université Harvard) se demande si les prêts du FMI, sont assez importants pour offrir par eux-mêmes des incitations à de profonds changements des politiques intérieures. Il estime plutôt que la conditionnalité du FMI est un moyen pour nombre de pays de redorer leur blason vis-à-vis des grands réservoirs de capitaux privés, en signalant leur intention de poursuivre certaines réformes.

À qui appartient les programmes?

Moshin Khan, Directeur de l'Institut du FMI, insiste sur le fait que la conditionnalité sert à concilier les intérêts parfois divergents du FMI et des emprunteurs. Évoquant le travail effectué avec Sunil Sharma, M. Khan pense que la conditionnalité devrait jouer, en théorie, le rôle des clauses restrictives dans les contrats financiers privés. Ces contrats contiennent souvent des clauses restrictives pour protéger les intérêts du créancier. Entre le FMI et ses emprunteurs, il s'agit de conventions que l'on peut considérer comme «complexes». Le pays emprunteur convient d'une série de mesures qui donnent au FMI l'assurance qu'il sera remboursé.

Mais comment faire respecter les clauses d'un accord entre les pays emprunteurs et le FMI? L'un des moyens consiste à en renforcer l'internalisation en permettant aux emprunteurs d'avoir vraiment leur mot à dire dans l'élaboration des programmes, ce qui réduit la tentation de s'écarter des mesures convenues.

Lorsque cette internalisation fait défaut, suggère M. Khan, le FMI devrait envisager un panachage de sa pratique actuelle avec une conditionnalité axée sur les résultats, c'est-à-dire, subordonner le décaissement des fonds prévus à la réalisation d'objectifs concrets. Tito Cordella et Giovanni Dell'Ariccia du FMI proposent aussi que dans ce cas, les donateurs financent des projets spécifiques au lieu d'apporter un concours budgétaire direct au pays, qui peut être plus facilement dévié à des fins improductives.



Allan Drazen



Anna Ivanova



Jeffrey Frieden

Le renforcement de l'efficacité de la conditionnalité peut exiger que le FMI réponde plus souvent non. Le fait de savoir que le FMI n'envisage pas de mesures coercitives risque de réduire l'incitation pour les pays emprunteurs de considérer la conditionnalité comme une clause restrictive. Le maintien de l'assistance aux pays est parfois considéré comme essentiel à la stabilité du système financier international ou nécessaire pour des raisons humanitaires; des pays membres peuvent aussi faire pression sur le FMI pour qu'il maintienne l'aide à certains pays.

Présentant le travail qu'il a réalisé avec Robert Barro (Université Harvard), Jong-Wha Lee (Université de Corée) soutient que les pays qui bénéficient de solides appuis politiques au FMI sont ceux qui ont le plus de chances d'obtenir un prêt. Ils mesurent le poids politique par la quote-part du pays, le nombre de ses ressortissants employés au FMI et le degré d'alignement sur les gros «actionnaires» comme les États-Unis. (Ce degré d'alignement a été déterminé à partir du nombre de fois où le pays a émis un vote conforme à celui des grands pays, à l'ONU.)

Commentant l'étude de Barro et Lee, Tim Lane du FMI estime difficile d'interpréter ces facteurs politiques. L'influence sur les chances d'obtenir un crédit du FMI refléterait plutôt le parti-pris des auteurs d'éliminer les crédits concessionnels de leur analyse; les pays pauvres disposent de faibles quotes-parts et sont peu représentés dans le personnel du FMI et reçoivent en général des financements concessionnels plutôt que des prêts par accord de confirmation ou accord élargi de crédit. Les votes à l'ONU peuvent correspondre à une affinité idéologique héritée de l'époque de la guerre froide.

M. Lane conseille aussi la prudence à l'égard de l'étude Barro-Lee qui conclut qu'au cours du dernier quart de siècle, les programmes du FMI n'auraient eu aucun impact sur la croissance à long terme des pays. Il note qu'en se basant sur des données moyennes sur cinq ans, les auteurs ont englobé une partie des baisses de croissance qui précèdent souvent l'adoption d'un programme. M. Lane signale que le FMI privilégie la croissance parmi les objectifs des programmes qu'il appuie; il serait donc intéressant de voir si l'analyse de Barro-Lee se vérifie sur une période plus récente.

Les crises monétaires sont-elle coûteuses?

Comme le note le Pr. Rudi Dornbusch, à première vue, le limogeage des ministres des finances et des gouverneurs de banque centrale qui fait suite aux crises monétaires tendrait à prouver que les crises monétaires ont un coût. Plusieurs exposés ont porté sur ce thème et l'évolution des dernières années.

Présentant une étude réalisée avec Poonam Gupta également du FMI et Deepak Mishra (Banque mondiale), Ratna Sahay signale que la production économique réagit aux crises monétaires de différentes manières. Si les effondrements catastrophiques attirent généralement l'attention, il existe bien d'autres cas où la

baisse de valeur est faible. En fait, dans 40 % des 200 épisodes étudiés, déclare M^{me} Sahay, les crises ont été liées à des phases d'augmentation de la production.

Ceci n'est pas tout à fait surprenant. En principe, une dévaluation favorise momentanément la compétitivité des exportations du pays et cet effet tend à doper la production. C'est précisément l'effet que cherche à repérer Kristin Forbes (Département du Trésor des États-Unis) en examinant l'impact des récentes dévaluations sur les entreprises exportatrices.

Toutefois, le fait de constater que la plupart des crises s'accompagnent de contractions de la production signifie que les effets positifs sont éclipsés par les effets négatifs. Nouriel Roubini (Université de New York) a dressé un catalogue utile des autres axes de répercussion. L'une des principales répercussions négatives d'une dévaluation est l'impact sur les bilans des entreprises et des banques; la contraction du crédit qui s'ensuit est généralement à l'origine de la baisse de la production constatée après plusieurs crises monétaires. Deux autres études présentées à la conférence ont porté sur le lien entre la contraction du crédit, les crises monétaires et la croissance de la production: Aaron Tornell (Université de Californie à Los Angeles) et Frank Westermann (Université de Munich) ont étudié les cycles d'expansion et de récession sur les marchés émergents en proie à la rarefaction du crédit, tandis qu'Adolfo Barajas du FMI et Roberto Steiner (Université des Andes) examinent l'apparition troublante de la stagnation du crédit dans cinq pays latino-américains.

Les crises monétaires peuvent avoir des effets préjudiciables pour la croissance de la production et l'inflation. Mais les conséquences des récentes crises financières pour l'inflation ont été très modestes. Dans son étude, Martin Eichenbaum (Université Northwestern), avec Ariel Burstein et Sergio Rebelo, montre qu'un bas niveau d'inflation résulte pour partie du transfert de la consommation des produits importés vers la production locale bon marché (et parfois de moindre qualité) à la suite d'une dévaluation. Les coûts de distribution, insensibles à l'évolution des taux de change, sont peut-être plus importants qu'on ne l'imagine.

Axel Weber et Günter Beck (Université de Francfort) ont étudié, pour leur part, l'impact des crises monétaires sur l'intégration de l'économie mondiale, à partir du degré auquel les prix à la consommation évoluent à l'unisson dans différents pays. Les auteurs se sont penchés sur une grande quantité de données des prix à la consommation portant sur quelque 200 villes (ou régions) de plus de vingt pays et constaté qu'en réaction aux crises monétaires des années 90, les écarts de prix entre les continents se sont accrus, phénomène qu'ils appellent la «dérive des continents».

La crise asiatique a provoqué un débat sur le rôle de la politique budgétaire dans la relance de l'activité durant les crises. Emanuele Baldacci, Marco Cangiano, Selma Mahfouz et Axel Schimmelpfennig du FMI ont examiné le comportement de la politique budgétaire en période



Mohsin Khan



Tim Lane



Ratna Sahay



Martin Eichenbaum



Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Elisa Diehl
Rédactrices
Philip Torsani
Maquettiste/Graphiste

Avec la collaboration de
Prakash Loungani

Édition française

Division française
Services linguistiques
Desiré Ahouanmènou
Traduction
Roukia Aboud
Corrections & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est publié également en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 23 numéros qui paraissent chaque année s'ajoutent un supplément annuel consacré au FMI ainsi qu'un index annuel. Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, de même que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial de *National Geographic* (sixième édition). Les articles du *Bulletin* peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.), ou par messagerie électronique à imfsurvey@imf.org. Téléphone : (202) 623-8585. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique et par avion pour les autres pays. Le tarif annuel de l'abonnement est de 79 dollars E.U. pour les entreprises et les particuliers. Les demandes d'abonnement doivent être adressées à Publication Services, Box X2001, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430. Fax : (202) 623-7201. E-mail : publications@imf.org.



Ken Rogoff, Conseiller économique du FMI (à gauche) et Stanley Fischer, ancien Directeur général adjoint du FMI.

de récession, dont plusieurs ont coïncidé ces dernières années avec une crise monétaire. Il ressort de leur analyse qu'une politique budgétaire expansionniste peut être d'une certaine utilité pour atténuer la gravité d'une récession mais elle serait de peu d'effet et variable, d'une récession à l'autre.

Stephanie Eble et Petya Koeva du FMI ont étudié la manière dont les Russes ont ressenti la transition vers l'économie de marché, immédiatement après la crise monétaire de 1998. Près de 40 % des personnes interrogées souhaitent un retour au socialisme et ceux dont le bien-être économique s'est effrité depuis la transition ont une opinion plus négative du passage à l'économie de marché. La résistance aux réformes augmente avec l'âge : les personnes âgées, les retraités en particulier, souhaitent un retour en arrière. Dans le débat qui a suivi sur les conséquences de ce constat, certains intervenants estiment que cette opposition est d'ordre idéologique (les «staliniens purs et durs» selon Anders Aslund de la Fondation Carnegie). D'autres sont d'avis que les personnes âgées s'opposent aux réformes pour des raisons économiques, et considèrent que les réformes pourraient être mieux conçues pour atténuer l'impact négatif de la transition sur les personnes qui ont un revenu fixe.

Pourquoi la désinflation échoue-t-elle?

Les pays confrontés à l'hyperinflation tentent généralement des mesures de stabilisation ou de désinflation. Pourquoi certaines échouent? Javier Hamann et Alessandro Prati du FMI ont réalisé une étude minutieuse de 51 épisodes de stabilisation pour répondre à la question. Plusieurs facteurs déterminent leur succès ou leur échec. Les pays qui partent d'un niveau d'inflation élevé ont plus de chances de réussir, résultat qui, ironise Holger Wolf (Université George Washington), rendrait «la pénitence proportionnelle au péché». Les pays qui ont un ancrage nominal de leur taux de change ont aussi plus de chances de voir leurs tentatives de désinflation réussir. Les participants ont noté



La conférence a rendu hommage au Pr. Rudi Dornbusch (à droite) pour son travail sur la «surréaction» (overshooting)

que l'impopularité de l'ancrage du taux de change doit donc être imputable à d'autres problèmes, tels que les difficultés à se dégager de cet ancrage de manière ordonnée, une fois l'objectif de désinflation atteint. La providence peut aussi y être pour quelque chose, avec les taux d'intérêt mondiaux et la demande en produits d'importation des partenaires commerciaux. La crédibilité importe aussi. Les pays qui ont de longs antécédents d'hyperinflation ont plus de chances d'échouer. Les institutions et le contexte politiques y jouent également un rôle important.

L'étoile montante des cercles universitaires

L'exposé Mundell-Fleming, présenté par Ken Rogoff, Conseiller économique du FMI, marquait le 25^e anniversaire de la rédaction de l'article fondateur du Pr. Rudi Dornbusch sur la «surréaction» (overshooting). Cet article montrait l'évolution que suivrait le taux de change en réaction à une variation de la masse monétaire. Le Pr. Dornbusch démontrait qu'il serait dans un premier temps supérieur (surréaction) au niveau auquel il s'établirait par la suite. (En principe, une «surréaction» peut aussi se produire si la production est très sensible aux taux d'intérêt; dans une conférence donnée à l'Université d'Oxford, Janine Aron et John Muellbauer indiquent que tel fut peut-être le cas de l'Afrique du Sud).

M. Rogoff considère que la thèse du Pr. Dornbusch a ravivé le monde de la finance internationale, quelque peu léthargique à l'époque. Il a indiqué que chaque fois qu'il cherche une solution rapide à une question, il a généralement recours à l'article du Pr. Dornbusch plutôt qu'à l'ouvrage de 900 pages qu'il a lui-même écrit, *New Open Economy Macroeconomics*. Le dernier mot est revenu au Pr. Dornbusch qui a déclaré lors d'une brève apparition que Ken Rogoff est «extrêmement généreux» à son égard et qu'il était sensible à son sens du sacrifice, prenant le risque de «mettre sa propre crédibilité en jeu si tôt après sa prise de fonction au FMI». ■