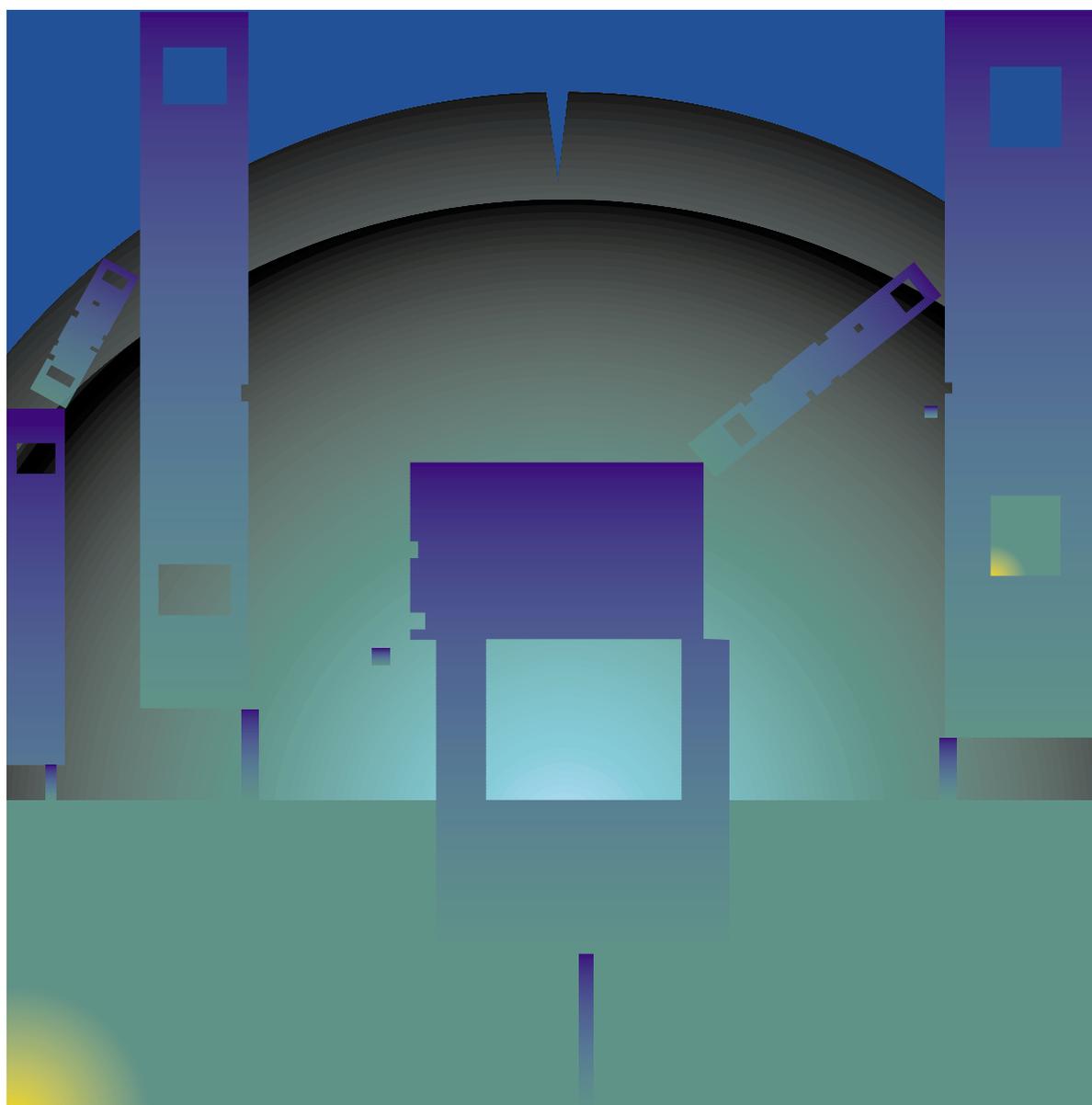


CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT

RAPPORT SUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT, 2001



NATIONS UNIES



Note

- Les cotes des documents de l'Organisation des Nations Unies se composent de lettres majuscules et de chiffres. La simple mention d'une cote dans un texte signifie qu'il s'agit d'un document de l'Organisation.
- Les appellations employées dans la présente publication et la présentation des données qui y figurent n'impliquent de la part du Secrétariat de l'Organisation des Nations Unies aucune prise de position quant au statut juridique des pays, territoires, villes ou zones, ou de leurs autorités, ni quant au tracé de leurs frontières ou limites.
- Le texte de la présente publication peut être cité ou reproduit sans autorisation, sous réserve qu'il soit fait mention de ladite publication et de sa cote et qu'un justificatif soit adressé au secrétariat de la CNUCED.

UNCTAD/TDR/(2001)

PUBLICATION DES NATIONS UNIES

<i>Numéro de de vente : F.01.II.D.10</i>
--

ISBN 92-1-212279-5 ISSN 0256-0887

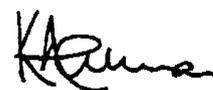
AVANT-PROPOS

Les questions économiques internationales ont une incidence sur la vie de tous les membres de l'humanité. Qu'il s'agisse de relever le défi des nouvelles technologies de l'information, de tirer des leçons des crises financières subies par les pays émergents ou de porter un jugement sur les effets qu'aurait l'accession de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce, nous demandons à la science économique de nous guider dans un monde en évolution rapide. Les pays les plus pauvres en particulier ont besoin d'orientations claires pour pouvoir remédier durablement à la faim, à la maladie et à l'insécurité sociale.

Au cours des vingt dernières années, le *Rapport sur le commerce et le développement* de la CNUCED s'est taillé une solide réputation en matière d'analyse des grandes questions économiques internationales. La présente livraison porte une appréciation sur l'évolution récente et les perspectives de l'économie mondiale, en analysant plus particulièrement l'impact probable des événements et politiques survenus ou adoptés dans les pays industriels sur l'avenir du monde en développement. Tous les responsables étant aujourd'hui préoccupés par les effets du ralentissement de l'économie des Etats-Unis, l'appel à un renforcement de la coordination et de la coopération économiques lancé dans le présent *Rapport* mérite qu'on s'y attarde.

Depuis une dizaine d'années, on se demande de plus en plus si les règles multilatérales permettent de régler les problèmes soulevés par le comportement du marché financier mondial. Le *Rapport 2001* analyse à fond les débats en cours au sujet de la réforme du système financier multilatéral. Il passe en revue des aspects essentiels tels que les codes et les normes, le rôle des établissements financiers privés dans le règlement des crises financières et le fonctionnement des régimes de taux de change.

Dans chacun de ces domaines, il avance des recommandations stimulantes sur la façon de faire avancer la réforme. Bon nombre de ces questions devraient être examinées à l'occasion de la Conférence de haut niveau sur le financement du développement qui doit se tenir l'année prochaine. J'espère que ce rapport apportera une contribution utile à ce débat.



Kofi A. Annan
Secrétaire général de l'Organisation des Nations Unies

Table des matières

	<i>Page</i>
<i>Avant-propos</i>	iii
<i>Notes explicatives</i>	ix
<i>Sigles</i>	x
<i>Aperçu général</i>	xiii

PREMIÈRE PARTIE

TENDANCES ET PERSPECTIVES MONDIALES

Chapitre premier

<i>L'économie mondiale: résultats et perspectives</i>	3
A. Perspectives globales	3
B. Les pays développés.....	7
1. Le refroidissement de l'économie des Etats-Unis	7
2. L'Union européenne	10
3. Le Japon	13
C. Pays en développement	15
1. Amérique latine	15
2. Asie	17
3. Afrique	20
D. Pays en transition	21
Notes	23

Chapitre II

<i>Commerce et finances internationaux</i>	27
A. Evolution récente du commerce international.....	27
B. Le marché des produits primaires autres que le pétrole	30
C. Evolution récente et tendances sur le marché pétrolier	32
1. Prix, offre et demande.....	32
2. Les effets de la hausse du prix du pétrole	33
3. Perspectives	35

	<i>Page</i>
D. Marché des changes et évolution de certains indicateurs financiers dans les pays émergents.....	36
E. Les flux de capitaux privés vers les pays émergents	45
1. Evolution en 2000.....	45
2. Perspectives	49
F. Financement extérieur et dette des pays les moins avancés	50
Notes.....	52

DEUXIÈME PARTIE

RÉFORME DE L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Chapitre III

<i>Vers une réforme de l'architecture financière internationale</i>	<i>57</i>
A. Introduction.....	57
B. La régulation des flux de capitaux internationaux	58
C. Le régime de taux de change	61
D. Restructuration de la dette extérieure.....	63
E. La réforme du FMI	65
1. Surveillance et conditionnalité	65
2. Fourniture de liquidités et financement en dernier recours.....	66
F. Gestion de la finance internationale	68
Notes.....	70

Chapitre IV

<i>Normes et réglementation.....</i>	<i>73</i>
A. Introduction.....	73
B. Thèmes des principales normes.....	75
1. Transparence des politiques et des données macroéconomiques.....	75
2. Contrôle bancaire	77
3. Paiements et règlement	78
4. Comptabilité et audit.....	79
5. Gouvernement d'entreprise.....	80
6. Faillites.....	81
7. Réglementation des marchés de valeurs	82
8. Assurance	82
9. Intégrité du marché et blanchiment d'argent	83
C. Participation à la formulation et à l'application des normes.....	84
D. Application, sanctions et incitations	88
E. Normes, régimes financiers et stabilité financière.....	92
Notes.....	94

	<i>Page</i>
Chapitre V	
Régimes de taux de change et possibilités de coopération régionale	99
A. Introduction.....	99
B. Régimes de taux de change	101
1. Parités ajustables	101
2. Le flottement	103
3. Parités fixes	105
C. Arrangements régionaux : le cas de l'Europe	107
D. Le choix des pays en développement : dollarisation ou régionalisation ?	110
Notes	116
Chapitre VI	
Gestion des crises et partage du fardeau	119
A. Introduction	119
B. Mise à contribution du secteur privé et restructuration de la dette	120
C. Les débats récents au sein du FMI	122
D. Aide officielle, risque moral et partage du fardeau	125
E. Arrangements facultatifs et dispositions contractuelles	128
1. Restructuration des dettes obligataires et clauses d'action collective	130
2. Restructuration des prêts bancaires	133
F. Conclusions	136
Notes	138

ENCADRÉS

1.1 Analyse du fléchissement de la croissance aux Etats-Unis	11
2.1 Argentine – chocs extérieurs, ajustement et crise.....	37
2.2 Turquie – stabilisation et crise.....	39
4.1 Les ratios de fonds propres de l'Accord de Bâle	90
5.1 Coopération monétaire et financière régionale entre pays en développement.....	111
5.2 L'initiative de Chiang Mai.....	114
6.1 Les dispositions du GATT et de l'AGCS relatives à la balance des paiements et les restrictions de change	123
6.2 Quelques récents accords de restructuration de la dette obligataire.....	127
6.3 Récents initiatives concernant les prêts du FMI en cas de crise	129

TABLEAUX

	<i>Page</i>
1.1 Production mondiale, 1990-2000.....	5
1.2 Croissance des pays en développement, par région, 1990-2000.....	16
1.3 Pays en transition : quelques indicateurs économiques, 1998-2000.....	22
2.1 Exportations et importations des principaux groupes économiques et régions, 1997-1999.....	28
2.2 Exportations et importations des différents groupes économiques et régions, 2000 : estimations de diverses organisations	29
2.3 Cours mondiaux des produits primaires, 1996-2000	31
2.4 Pays du G-7 : prix moyens à la pompe de l'essence et produit des taxes sur les produits pétroliers.....	34
2.5 Facture pétrolière des pays importateurs de pétrole, 1998-2000.....	35
2.6 Flux de capitaux nets vers les pays en développement et en transition, 1997-2000 : estimations du FMI et de l'Institute for international finance	46
2.7 Créances des banques de la zone déclarante de la BRI sur les pays en développement et en transition, 1997-2000	47
2.8 Emissions internationales de titres de créances des pays en développement et en transition, 1997-2000	49
2.9 Flux de capitaux vers les PMA, par catégorie, et transfert net, 1990-1999.....	50
4.1 Principales normes financières	74

GRAPHIQUES

1.1 Les cycles d'investissement dans les grands pays industriels, 1981-2000.....	8
1.2 Etats-Unis : Epargne et investissements privés, 1999-2000.....	9
1.3 Etats-Unis : Epargne des particuliers et épargne publique	9
2.1 Moyenne mensuelle du prix au comptant du pétrole brut de l'OPEP, 1998-2000.....	33
2.2 Prix réels du pétrole, 1974-2000	33
2.3 Indices boursiers de différents pays émergents, janvier 1999 à janvier 2001.....	42
2.4 Taux de change et taux d'intérêt du marché monétaire dans certains pays émergents, juillet 1999 à janvier 2001.....	43
2.5 Ecart de rendement sur certaines obligations internationales de pays émergents, juillet 1999 à janvier 2001.....	48
5.1 Coût unitaire du travail dans différents pays européens après une contraction de l'offre, 1972-1976.....	109
5.2 Coût unitaire du travail après une variation positive de la demande, 1987-1991	109

<i>RÉFÉRENCES</i>	141
-------------------------	-----

Notes explicatives

Définition des catégories de pays et de produits

Dans le présent rapport, les pays ont été regroupés en différentes catégories uniquement à des fins d'analyse ou de présentation des statistiques et ce classement n'implique aucun jugement en ce qui concerne le degré de développement de tel ou tel pays ou territoire.

Les principales catégories de pays sont les suivantes:

- Pays développés ou industriels: de façon générale, pays membres de l'OCDE, sauf la République tchèque, la Hongrie, le Mexique, la République de Corée et la Turquie.
- Pays en transition: pays d'Europe centrale et orientale (y compris les pays issus de l'ex-Yougoslavie), pays membres de la Communauté d'États indépendants (CEI) et pays baltes. "
- Pays en développement: tous les pays, territoires ou zones autres que ceux mentionnés ci-dessus.

Le mot "pays" s'entend également, le cas échéant, des territoires ou zones.

Sauf indication contraire, dans le texte ou les tableaux, la région "Amérique latine" englobe les Caraïbes.

Sauf indication contraire, les catégories de produits employées dans le présent rapport sont celles employées dans la publication de la CNUCED intitulée *Handbook on Statistics, 2000* (publication des Nations Unies, numéro de vente : E/F.00.II.D.30).

Autres notes

Sauf indication contraire, le "dollar" s'entend du dollar des États-Unis.

Les taux annuels de croissance et de variation sont des taux composés.

Sauf indication contraire, les exportations sont indiquées en valeur f.a.b. et les importations en valeurs c.a.f.

Les périodes indiquées par deux années séparées par un tiret, par exemple 1988-1990 sont les périodes allant du début de la première année mentionnée à la fin de la seconde.

Une période indiquée par deux années séparées par une barre oblique (/), par exemple 1990/91, désigne un exercice budgétaire ou une campagne agricole.

Deux points (..) indiquent que les données ne sont pas disponibles ou ne sont pas communiquées séparément.

Un tiret (-) ou un zéro (0) indiquent que le montant est nul ou négligeable.

Un point (.) signifie sans objet.

La présence du signe (+) avant un chiffre indique une augmentation et la présence du signe moins (-) une diminution.

Les éventuelles différences entre les totaux et la somme des chiffres ou des pourcentages sont dues au fait que ceux-ci ont été arrondis.

Sigles

AGCS	Accord général sur le commerce des services
ANASE	Association des nations d'Asie du Sud-Est
APD	Aide publique au développement
ASA	Arrangement de crédit réciproque de l'ANASE
BCBS	Comité de Bâle sur le contrôle bancaire
BCE	Banque centrale européenne
BID	Banque interaméricaine de développement
Bpj	Barils par jour
BRI	Banque des règlements internationaux
CAD	Comité d'aide au développement (de l'OCDE)
CE	Commission européenne
CEE	Commission économique pour l'Europe
CEI	Communauté d'Etats indépendants
CEPALC	Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes
CFA	Communauté financière africaine
CFR	Council on foreign relations
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
CNUDCI	Commission des Nations Unies pour le droit commercial international
CPLG	Groupe de liaison sur les principes fondamentaux (du BCBS)
CSPR	Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (de la BRI)
DTS	Droit de tirage spécial
FIDA	Fonds international de développement agricole
FMI	Fonds monétaire international
FSF	Forum de stabilité financière
FSR	Facilité de réserve supplémentaire (du FMI)
GATT	Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce
IAIS	Association internationale des organismes de contrôle des assurances
IASC	Comité international de normalisation de la comptabilité
IED	Investissement étranger direct
IIF	Institute for International Finance
IME	Institut monétaire européen
LCP	Ligne de crédit préventive
NSDD	Norme spéciale de diffusion des données
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OMC	Organisation mondiale du commerce

ONU/DAES	Département des affaires économiques et sociales de l'ONU
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PESF	Programme d'évaluation du secteur financier (FMI, Banque mondiale)
PIB	Produit intérieur brut
PPTE	Pays pauvres très endettés
SGDD	Système général de diffusion des données
SME	Système monétaire européen
SWIFT	Society for Worldwide Inter-Bank Financial Telecommunications
UE	Union européenne
UME	Union monétaire européenne

APERÇU GÉNÉRAL

En économie, la situation peut changer rapidement d'un trimestre à l'autre. Lors des réunions annuelles du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale tenues à Prague en septembre dernier, l'optimisme prévalait : l'économie mondiale avait surmonté une série de chocs financiers sur les marchés émergents, la forte croissance économique se maintenait aux États-Unis, alimentée par la "nouvelle économie", les signes d'une reprise vigoureuse apparaissaient enfin en Europe, et le Japon commençait à sortir d'une longue récession. Les prévisions de croissance étaient revues à la hausse. La seule ombre au tableau était la hausse des cours du pétrole.

L'état d'esprit est aujourd'hui différent, car plusieurs motifs de préoccupation sont apparus. Quels seront l'ampleur et le rythme du ralentissement de l'économie américaine ? Les instruments macroéconomiques classiques parviendront-ils à inverser rapidement la tendance ? Quel est le degré de vulnérabilité du dollar ? La reprise naissante au Japon sera-t-elle une fois de plus étouffée dans l'œuf ? La locomotive européenne sera-t-elle suffisamment puissante pour maintenir l'économie mondiale sur les rails ? Dans le cas contraire, quels seront les effets d'un ralentissement mondial sur la reprise encore fragile enregistrée en Asie ? Parmi les facteurs positifs, on note que le risque pétrolier a disparu; les cours avaient déjà atteint leur point culminant lors des réunions de Prague. L'analyse économique classique a semble-t-il du mal à s'adapter aux brusques revirements d'une économie mondialisée.

Depuis un certain temps, le secrétariat de la CNUCED met en garde contre les excès de la libéralisation financière, qui créent un monde où l'instabilité est systémique et les crises récurrentes. Une réaction générale a été d'imputer la responsabilité de ces crises à des politiques inconsidérées et aux investissements de complaisance sur les marchés émergents. Même si des accusations semblables sont portées aux États-Unis - ce qui reste à voir - lorsque les excès financiers et les investissements stériles seront mis en évidence par le ralentissement économique, elles ne seront pas plus utiles qu'au lendemain de la crise asiatique. Les marchés peuvent se tromper et ils se trompent, aussi bien dans les pays en développement que dans les pays développés. Il incombe, toujours et encore, aux responsables publics de prendre des mesures préventives et correctives.

Certes, c'est là une tâche d'autant plus difficile que l'économie mondiale est fortement intégrée. Toutefois, c'est précisément pour empêcher que se reproduisent les graves désordres économiques de l'entre-deux-guerres - liés à la persistance de crises de paiement et de change et à une dépendance excessive à l'égard des flux de capitaux à court terme - que des règles et des institutions financières multilatérales ont été créées. Malheureusement, depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, le monde est mal préparé pour faire face à la résurgence de tels problèmes. La profonde réforme de l'architecture financière internationale évoquée au lendemain de la crise asiatique est restée un vœu pieux. Toujours est-il que si la situation venait à se détériorer au Nord, les conséquences en seraient bien plus graves pour l'économie mondiale que lorsque la conjoncture s'était dégradée au Sud. Il faut espérer que cette menace suffira à relancer les efforts de réforme.

RALENTISSEMENT ET PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

En 2000, l'économie mondiale a enregistré ses meilleurs résultats depuis une dizaine d'années. La croissance a été orientée à la hausse dans toutes les régions et la reprise en Amérique latine et dans les pays en transition a même été plus forte que prévu. De plus, ces bons résultats ont été atteints dans un contexte de forte hausse des cours du pétrole. Si les facteurs positifs hérités de l'année précédente, notamment l'injection de liquidités importantes pour prévenir le bogue informatique de l'an 2000 et soutenir l'introduction de l'euro, ont contribué à entretenir la dynamique, c'est la vitalité persistante de l'économie des États-Unis qui a permis à la production mondiale d'augmenter de 4 %. Pour certains observateurs, les vieilles idées sur le fonctionnement de l'économie étaient ainsi balayées sous l'effet conjugué de la déréglementation des marchés et de l'apparition des nouvelles technologies de l'information, et nombreux étaient ceux qui anticipaient avec ferveur l'avènement d'une ère de prospérité mondiale sans précédent.

Depuis le dernier trimestre 2000, la situation a radicalement changé. La croissance de l'économie américaine s'est fortement ralentie et l'atterrissage pourrait être plus brutal que ne le prévoient les optimistes. La fin de l'engouement pour les technologies de pointe a entraîné une chute des dépenses d'investissement, aggravée par une perte de confiance des consommateurs et par la menace de licenciements massifs, aussi bien dans la nouvelle économie que dans l'ancienne. La Réserve fédérale a réagi promptement en diminuant les taux d'intérêt à deux reprises en janvier et devrait procéder à de nouvelles baisses. La question est de savoir si ces mesures auront un effet positif sur le ralentissement cyclique de l'économie des États-Unis et lui permettront de rebondir rapidement après deux ou trois trimestres de stagnation ou de recul pour retrouver une croissance potentielle supérieure à 3 %. Sinon, les États-Unis entreront-ils dans une phase de désinvestissement et de restructuration des dettes plus longue, comparable à la situation qu'ont connue le Japon et certains pays européens au début des années 90 ?

Beaucoup considèrent que les États-Unis enregistreront un ralentissement de type keynésien de courte durée qui pourra être corrigé par des mesures monétaires et budgétaires appropriées. En ce début d'année, certains indicateurs autorisent un optimisme modéré : les prix du pétrole sont redescendus de leurs sommets; les cours des actions semblent se stabiliser; et la balance commerciale commence à s'améliorer. Les mesures rapides et énergiques prises par la Réserve fédérale sont également de bon augure. Les baisses d'impôt actuellement envisagées pourraient aussi aider à stabiliser la situation à condition que leur calendrier et leurs bénéficiaires soient bien choisis.

Toutefois, même si la détermination des responsables reste inchangée, on peut douter que les politiques macroéconomiques classiques suffisent à rétablir la situation compte tenu du niveau élevé de l'endettement privé, des investissements excessifs réalisés pendant la période d'euphorie technologique et des incertitudes pesant sur le dollar. Alors que le secteur public s'appête à rembourser sa dette, l'endettement du secteur privé atteint un niveau record. Quand les ménages constateront que leurs revenus n'augmentent plus, ils devront emprunter davantage pour maintenir le même niveau de dépenses, précisément au moment où il leur sera plus difficile de rembourser leur dette. Par ailleurs, une grande partie des investissements schumpétériens dans les technologies de pointe, soutenus par l'explosion du capital-risque et par la bulle boursière, risquent d'être détruits par un retour à des conditions de financement normales. Si les ménages et les entreprises devaient, simultanément, ramener leurs dépenses au niveau de leurs revenus actuels, il pourrait se produire un recul sensible du PIB.

Le fait même qu'une aussi longue période d'expansion est sans précédent dans l'histoire récente devrait inciter à faire preuve de prudence dans l'analyse du ralentissement en cours. Toutefois, lorsque l'on considère les divers facteurs antagoniques, il est difficile de dire de quoi sera fait l'avenir, le moindre changement brutal d'état d'esprit ou de politique pourrait

encore provoquer un ralentissement plus sensible que ne le prévoient de nombreux observateurs et compromettre les chances d'une reprise rapide.

Compte tenu du rôle que l'économie américaine a joué en tant que moteur de la demande mondiale au cours des dernières années, son évolution préoccupe le monde entier. En effet, l'intégration croissante de l'économie mondiale accélère la transmission des chocs réels et financiers entre les régions, entre les pays et entre les secteurs. En même temps, l'imbrication des activités financières et productives fait que ces chocs peuvent avoir des conséquences imprévisibles, comme l'ont montré les crises financières parties d'Asie en 1997.

Quelles que soient les perspectives immédiates des États-Unis, le sort à long terme de l'économie mondiale ne saurait dépendre des mesures prises et de la conjoncture prévalant dans un seul pays. Dans un contexte d'interdépendance croissante, tous les grands pays industriels doivent unir leurs forces pour que les bienfaits de la mondialisation soient largement répartis et profitent en particulier aux pays en développement. Aucun responsable, dans quelque pays que ce soit, ne saurait donc faire comme si de rien n'était.

En 2000, le taux de croissance en Europe a franchi le cap des 3 % pour la première fois depuis plus de 10 ans, mais les principaux indicateurs laissent entrevoir un ralentissement en 2001. Les déficits budgétaires étant désormais maîtrisés, les comptes courants assainis et les risques inflationnistes minimes, la voie est libre pour la mise en œuvre d'une politique macroéconomique expansionniste. Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et du redressement anticipé de l'euro, qui devrait contribuer à soulager les contraintes pesant sur la politique monétaire, l'Europe semble bien placée pour assumer de nouvelles responsabilités dans l'économie mondiale et stimuler la demande, compensant ainsi les effets du ralentissement aux États-Unis. L'Union européenne hésite toutefois à s'aventurer au-delà des limites de sa croissance potentielle, comme l'ont fait les États-Unis dans la seconde moitié des années 90. Pourtant, cela est aussi indispensable pour résorber un chômage persistant et élevé. La Banque centrale européenne soutient que rien n'indique que le potentiel de croissance de la zone euro soit supérieur aux modestes 2 à 2,5 % prévus, ce qui veut dire qu'elle n'entrevoit pas la possibilité, dans l'immédiat, d'assouplir la politique monétaire sans risque inflationniste. Elle pourrait avoir à reconsidérer sa position si, comme il est probable, l'Union européenne est davantage touchée par le ralentissement aux États-Unis que ne le laisserait supposer le faible niveau des échanges entre les deux partenaires commerciaux.

Il est peu probable que le Japon prenne la relève compte tenu de la fragilité de sa reprise et de l'importance que revêt pour lui le marché des États-Unis. L'expansion – apparemment vigoureuse – amorcée au premier semestre 2000 a été alimentée par une augmentation des exportations nettes, mais elle a été suivie d'un nouveau recul au troisième trimestre. Du fait de la baisse du dollar et du ralentissement de la demande aux États-Unis, la reprise dépendra du dynamisme de la demande intérieure. Mais on peut se demander d'où viendra l'impulsion, car l'investissement intérieur est encore étroitement lié aux exportations et le chômage est de nouveau orienté à la hausse.

Les Gouvernements japonais successifs n'ont cessé de prendre des mesures budgétaires toujours plus actives pour stimuler une croissance atone, mais aujourd'hui l'endettement public atteint un niveau record, et la nécessité d'assainir les finances publiques commence à peser sur la politique macroéconomique. De grandes incertitudes planent également sur l'orientation future de la politique monétaire : la Banque centrale ne semble plus disposée à maintenir des taux d'intérêt nuls qui, selon elle, entravent la restructuration du système financier. La contraction des liquidités, les contraintes budgétaires ainsi que la détérioration des perspectives d'exportation font que la reprise risque d'être une fois de plus étouffée dans l'œuf au moment où elle s'accélère.

Il est prématuré de considérer que l'économie mondiale est en bonne santé, car beaucoup dépendra des appréciations des responsables à Washington et des mesures qu'ils prendront. Même si, en 2001, l'Europe connaissait une croissance comparable à celle des États-Unis les années précédentes, l'effet sur les pays en développement ne serait pas le même car elle a tendance à moins importer de produits de ces pays que les États-Unis. Les risques de dégradation conjoncturelle sont donc considérables pour les pays en développement.

Les flux commerciaux sont un vecteur de transmission du ralentissement de l'économie américaine. Le danger de contagion a été mis en évidence par la crise asiatique : l'essoufflement des exportations de produits de haute technologie a grandement contribué à accroître la fragilité extérieure et l'impact du choc financier qui a suivi a été amplifié par les échanges intrarégionaux. Une forte croissance des exportations a joué un rôle tout aussi important dans la reprise en Asie. En 2000, les importations des États-Unis ont enregistré une progression à deux chiffres pour la troisième année consécutive. Les pays en développement et les pays en transition en ont particulièrement profité, le volume total de leurs exportations ayant augmenté, selon les estimations, de plus de 10 % et 15 %, respectivement. Un autre facteur ayant joué en leur faveur a été une amélioration de leurs termes de l'échange grâce à la hausse continue des cours du pétrole. Les perspectives sont beaucoup moins favorables pour cette année.

Les marchés financiers et monétaires sont un autre vecteur de contagion. Certes, les pays ayant un stock important de dettes libellées en dollars bénéficieront de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis. Les marchés émergents pourraient également attirer des capitaux au détriment des États-Unis, où la diminution des profits devrait freiner les investissements dans les secteurs de haute technologie et où la baisse des taux d'intérêt devrait ralentir les entrées de capitaux à court terme faisant l'objet d'opérations d'arbitrage. Toutefois, il est également possible que le ralentissement de l'économie américaine accentue l'orientation à la baisse des marchés mondiaux de capitaux, avec une hausse de la prime de liquidité sur les actifs libellés en dollars et de la marge de risque pour les emprunts contractés sur les marchés émergents qui annulera les effets bénéfiques d'une baisse des taux d'intérêt aux États-Unis. Si tel était le cas, les flux de capitaux à destination des pays en développement auraient peu de chances de dépasser le niveau décevant atteint en 2000.

La diversité des courroies de transmission donne à penser que le ralentissement de l'activité aux États-Unis sera ressenti de manière très différente selon les régions en développement. L'année dernière, l'Asie de l'Est était la région où la croissance était la plus forte. Dans la plupart des pays touchés par les turbulences financières des années 1997 et 1998, la reprise a été vigoureuse en 1999 et s'est accélérée en 2000. Les exportations à destination des États-Unis, qui représentent plus de 20 % du PIB en Malaisie, 10 % en Thaïlande et 7 % en République de Corée, ont joué un rôle décisif, en particulier les exportations des secteurs de haute technologie. Sous l'effet de la baisse des ventes aux États-Unis et de la chute des prix des semi-conducteurs, tous ces pays ont accusé une détérioration de leurs termes de l'échange et une diminution de leurs recettes d'exportation. La croissance devrait donc se ralentir dans l'ensemble de la région cette année. Les liens commerciaux intrarégionaux pourraient une fois de plus aggraver l'impact de ces chocs et provoquer une nouvelle vague de fluctuations désordonnées des taux de change dans la région. En outre, le ralentissement économique se produit à un moment où la restructuration du système financier et des entreprises se heurte à des difficultés dans un certain nombre de pays.

L'économie chinoise est, elle aussi, sensible à l'évolution du marché des États-Unis, qui absorbe plus de 20 % de ses exportations. Si la croissance vigoureuse enregistrée l'an dernier laisse espérer que la Chine pourra surmonter les effets du ralentissement de l'économie américaine aussi bien qu'elle a supporté l'impact de la crise asiatique, il sera néanmoins d'autant plus difficile à ce pays de bien doser ses politiques que les négociations sur son adhésion à l'OMC piétinent. La perspective d'une adhésion prochaine de la Chine à

l'OMC préoccupe également certains petits pays asiatiques exportateurs de produits à forte intensité de main-d'œuvre, qui craignent de perdre de leur compétitivité au moment même où leurs perspectives d'exportation sont assombries par le fléchissement de la demande d'importations aux États-Unis.

Les effets d'un ralentissement de l'économie des États-Unis sur l'Amérique latine sont plus difficiles à évaluer. En 2000, la reprise a été plus forte que prévu dans la région, le taux de croissance atteignant 4 % alors qu'il avait stagné l'année précédente. Toutefois, la situation est très différente selon les pays. Le Mexique, qui représente un cinquième de la production régionale, a enregistré une croissance de 7 % environ, en raison de ses relations économiques étroites avec les États-Unis (qui absorbent de 85 à 90 % de ses exportations) et de la hausse des cours du pétrole, produit dont il est exportateur. Il ne sera probablement pas en mesure d'échapper aux conséquences du ralentissement de son voisin, même si la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis peut lui être bénéfique. En outre, le Mexique redoute, comme d'autres pays d'Amérique centrale et des Caraïbes, une concurrence accrue de la part de la Chine après l'adhésion de ce pays à l'OMC.

Les effets sur les autres pays d'Amérique latine seront probablement différents. Étant donné que ces pays ont des liens commerciaux moins étroits avec les États-Unis et sont fortement tributaires des entrées de capitaux, l'amélioration des conditions financières extérieures pourrait largement compenser l'effet sur leurs exportations d'une diminution de la demande aux États-Unis. En l'absence de hausse sensible des marges de risque, la baisse des taux d'intérêt dans ce pays devrait réduire le coût des emprunts et du service de la dette, et soulager les contraintes pesant sur la balance des paiements et sur le budget. En outre, une dépréciation du dollar améliore la compétitivité relative des pays qui ont choisi de mettre en place un conseil de politique monétaire ou se sont engagés dans une dollarisation de leur économie. L'Argentine pourrait bien gagner sur les deux tableaux, sortant ainsi du cercle vicieux de stagnation et de déflation consécutif aux chocs extérieurs de 1998 et 1999. Le Brésil devrait, lui aussi, profiter de l'amélioration des conditions financières, quoique dans une moindre mesure.

Malgré quelques motifs d'optimisme, le vrai danger qui guette l'Amérique latine est celui d'une révision à la baisse des prévisions. Dans l'ensemble de la région, les responsables nationaux semblent se satisfaire d'objectifs de croissance se situant dans une fourchette de 3 à 4 %, ce qui est bien inférieur au taux nécessaire pour passer à l'étape suivante du développement. En outre, le nombre croissant de pays qui optent pour la dollarisation de leur économie renforce la dépendance à l'égard de la conjoncture aux États-Unis et des décisions qui y sont prises. Un ralentissement plus prononcé dans ce pays, qui provoquerait de nouvelles incertitudes financières et une réévaluation des risques, pourrait bien annuler les bienfaits éventuels d'une dépréciation du dollar et d'une baisse des taux d'intérêt et, s'ajoutant à un essoufflement des exportations, entraîner une nouvelle révision à la baisse des perspectives de croissance.

Sur le continent africain, l'impact des fluctuations de l'activité économique mondiale présente une certaine asymétrie. En raison de contraintes pesant sur l'offre, les PMA africains qui n'exportent qu'un ou deux produits de base ne peuvent augmenter le volume de leurs exportations pour tirer pleinement parti de l'expansion mondiale, alors qu'ils subissent souvent toutes les conséquences de la chute des prix des produits de base. Dans les années 90, les prix de nombreux produits de base exportés par les pays africains étaient orientés à la baisse. La hausse des cours du pétrole a profité à certains pays en 1999 et en 2000, mais pour les autres, en particulier les nombreux pays qui sont importateurs, elle a aggravé le déficit de ressources.

Dans ces circonstances, même si le taux de croissance de l'économie mondiale a été élevé en 2000, celui de l'Afrique n'a pas dépassé 3,5 %, ce qui est inférieur au résultat enregistré avant la crise financière asiatique et nettement insuffisant pour résoudre les problèmes posés par l'augmentation de la pauvreté et la détérioration de la santé. Avant même le ralentissement de l'économie américaine, les prévisions de croissance avaient été révisées à la baisse en raison de la morosité persistante de l'activité dans certains grands pays, de

mauvaises conditions climatiques ainsi que des désordres causés par les troubles civils et politiques.

Dans de telles conditions, le moindre choc mondial pourrait avoir des effets particulièrement préjudiciables sur les pays africains. Il n'est pas surprenant que l'aide et l'allègement de la dette continuent de figurer parmi les principales préoccupations politiques de ces pays. La réduction de la dette bilatérale consentie par certains pays industrialisés aux pays les plus pauvres ainsi que les initiatives récentes de l'Union européenne et des États-Unis visant à ouvrir leurs marchés aux pays africains les plus pauvres devraient leur être bénéfiques. Toutefois, devant la lenteur de la mise en œuvre de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTÉ), dont on s'aperçoit en outre que les avantages financiers seront beaucoup moins importants que prévu, il est urgent d'adopter une stratégie plus audacieuse concernant la dette multilatérale.

En 2000, les pays en transition ont tiré grand profit de conditions commerciales favorables. Pour la première fois depuis l'effondrement du mur de Berlin, le PIB a augmenté dans tous ces pays. Dans la Fédération de Russie, le taux de croissance a sensiblement progressé, sous l'effet d'une forte demande d'exportations de matières premières, en particulier de pétrole. Ailleurs, c'est le secteur industriel qui a contribué à l'amélioration de la situation, notamment dans certains pays d'Europe orientale, grâce à une croissance vigoureuse de leurs exportations d'articles manufacturés vers l'Union européenne. Il n'en reste pas moins que les conditions de cette reprise – faiblesse de la conjoncture initiale et dynamisme de la demande mondiale – font que de nombreux pays en transition seront touchés par le ralentissement de l'économie mondiale; la poursuite de leur croissance dépendra dans une large mesure de la demande intérieure.

* * *

La baisse de l'activité aux États-Unis, des difficultés structurelles persistantes et une croissance léthargique au Japon, et l'importance non justifiée que les autorités monétaires continuent d'accorder au risque d'inflation en Europe font que dans tous les grands pays industrialisés, l'activité économique se ralentira. En dépit de l'adoption de mesures décisives, les excès financiers associés à une période d'expansion sans précédent rendent peu probable un redressement rapide de l'économie des États-Unis. De plus, une transition ordonnée vers un monde où toutes les grandes économies seraient en phase est rendue plus difficile par les incertitudes concernant l'ajustement des taux de change aux déséquilibres commerciaux qui se sont accumulés au cours des dernières années. Un affaiblissement rapide du dollar non seulement compromettrait la capacité des autorités monétaires des États-Unis de réagir vigoureusement à une aggravation de la baisse d'activité, mais pourrait aussi révéler des fragilités financières ailleurs. Pour toutes ces raisons, le ralentissement et l'instabilité de l'économie mondiale pourraient être plus prononcés que dans des conditions cycliques normales, et la coopération ainsi qu'une action responsable de tous les grands acteurs de l'économie mondiale apparaissent d'autant plus nécessaires.

RÉFORMER L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Entre la myopie des marchés mondiaux et le mythe d'un gouvernement mondial, les règles et les institutions multilatérales peuvent contribuer à réduire l'instabilité des marchés et à empêcher l'adoption de mesures incompatibles entre elles face à des chocs économiques. L'histoire avait appris aux architectes du système multilatéral de l'après-guerre réunis à Bretton Woods que les marchés financiers étaient une source particulièrement féconde d'instabilité et de perturbations, et que la maîtrise des flux financiers internationaux était un préalable à la stabilité de la monnaie, à la relance du commerce et de la croissance économique et à la réalisation du plein emploi.

L'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 70 a ouvert une période d'incertitude et d'instabilité financières et économiques qui n'est pas sans rappeler certaines caractéristiques de l'entre-deux-guerres. Diverses initiatives ont été engagées dans différentes instances dans l'espoir de trouver un système de gouvernance compatible avec des taux de change flexibles et des flux de capitaux privés de grande ampleur. Mais quelques rares succès ne peuvent occulter un bilan globalement décevant, tenant en partie au fait d'avoir toujours voulu traiter séparément les problèmes des pays développés et ceux des pays en développement dans le cadre des arrangements financiers multilatéraux.

Avec la crise financière asiatique, on a pu croire que tout cela changerait. La virulence des forces économiques qui se sont déchaînées après l'effondrement du baht thaïlandais en juillet 1997 dans des pays affichant des antécédents avérés de bonne gouvernance et de discipline macroéconomique a semblé confirmer le caractère systémique et l'envergure mondiale des crises monétaires et financières. Mais en dépit des appels lancés à ce moment-là par certains décideurs dans les grands pays industrialisés quant à la nécessité de réformer le système, les initiatives dans ce sens se sont rapidement enlisées. Au lieu de mettre en place des institutions et des mécanismes au niveau international pour limiter le risque de nouvelles crises de ce type et mieux gérer les crises qui surviendraient, on s'est exclusivement focalisé sur une réforme des institutions et des politiques intérieures dans les pays en développement.

Les efforts de ces dernières années ont avant tout été axés sur des mesures visant à discipliner les débiteurs et à mettre en place de coûteux mécanismes d'autodéfense. Les pays ont été vivement encouragés à mieux gérer les risques en adoptant de strictes normes financières, en améliorant la transparence, en appliquant des régimes de change appropriés, en se constituant d'amples réserves et en prenant des mesures pour associer les créanciers privés au règlement des crises. Si quelques-unes de ces réformes ne sont assurément pas sans mérite, elles partent néanmoins du principe que la cause des crises tient essentiellement à des faiblesses politiques et institutionnelles dans les pays débiteurs, qui doivent donc prendre les mesures de réforme qui s'imposent. En revanche, très peu d'attention est accordée au rôle joué par les institutions et les politiques des pays créanciers dans le déclenchement des crises financières internationales.

* * *

Les propositions relatives à de nouvelles institutions internationales expressément conçues pour réguler et stabiliser les flux de capitaux internationaux ont été immédiatement et sommairement rejetées par des critiques qui n'ont voulu y voir que l'œuvre d'originaux dénués de tout sens politique et de compétences techniques. La voie privilégiée des réformes a été d'instituer divers codes et normes pour contribuer à renforcer le système financier national des pays débiteurs et améliorer la formulation des politiques macroéconomiques et financières dans ces pays, ainsi que la collecte et la diffusion de l'information. Les institutions

de Bretton Woods, les organes installés à Bâle et le Forum de la stabilité financière ont déjà avancé toute une série de propositions dans ce sens.

De telles mesures présentent certes des avantages intrinsèques, mais elles ne peuvent être correctement évaluées que dans le contexte d'un processus graduel de stabilisation des marchés financiers mondiaux. Ce qui est plus préoccupant dans l'immédiat pour les pays en développement est que ce qui a été proposé jusqu'ici en tant que codes et normes implique l'idée que les principaux problèmes tiennent aux pays qui accueillent les flux de capitaux, sans que soient envisagés de changements fondamentaux des politiques et des pratiques dans les pays d'origine, ni d'améliorations de la transparence et de la réglementation de transactions financières internationales actuellement totalement libres. Et bien que l'on insiste sur le caractère volontaire de l'adoption de ces codes et normes, le risque est tout à fait réel que les incitations et les sanctions qui y sont associées ne deviennent des éléments à part entière de la surveillance et de la conditionnalité du FMI, et que la nécessité de s'y conformer ne grève davantage encore les capacités administratives de nombreux pays.

La volonté d'améliorer les codes et les normes reposant en grande partie sur l'idée que ceux-ci s'appliqueront dans un système financier mondial stable et prévisible, les pays en développement ne peuvent guère en attendre de protection immédiate contre des fluctuations des flux financiers internationaux qui dépendent fortement des politiques et des conditions monétaires dans les grands pays industrialisés. Presque toutes les grandes crises sur les marchés émergents ont été associées à des modifications des taux de change et de la politique monétaire dans ces pays. La cause de ce problème réside en grande partie dans l'incapacité d'instaurer un régime stable de taux de change depuis l'effondrement des arrangements de Bretton Woods. Il était escompté alors que le flottement des principales monnaies de réserve entraînerait automatiquement des ajustements ordonnés de la balance des paiements, une plus grande stabilité des taux de change et une plus grande autonomie de la politique macroéconomique. Rien de tel ne s'est produit. Mais si les dommages provoqués par les mouvements désordonnés des taux de change ont été limités pour les économies du G-3, cela n'a pas été le cas pour les pays en développement débiteurs, qui sont beaucoup plus dépendants du commerce et dont les caractéristiques en tant qu'emprunteurs les exposent à un plus grand risque monétaire.

Malgré un large consensus selon lequel les institutions de Bretton Woods devraient revenir à ce qu'elles savent faire le mieux, les discussions sur la réforme du système monétaire et financier international ont jusque-là évité de s'appesantir sur la façon dont le Fonds monétaire international pourrait contribuer au rétablissement d'un système de change stable entre les monnaies du G-3. Les propositions visant à assurer une plus grande stabilité par une coordination des interventions et des politiques macroéconomiques, y compris l'établissement de zones de référence officielles, ont été écartées, et les discussions se sont concentrées sur les avantages et les inconvénients pour les pays en développement de régimes de taux de change fixes ou flottants et sur les politiques macroéconomiques compatibles avec l'une ou l'autre de ces "solutions fondamentales". C'est ignorer cette évidence que les pays en développement ne peuvent unilatéralement aligner et stabiliser leurs taux de change si les principales monnaies de réserve restent soumises à de fréquentes fluctuations et à de fréquents désalignements, et les flux financiers internationaux à d'amples variations en dehors de tout contrôle des pays d'accueil.

* * *

En raison du peu de progrès réalisés sur les meilleurs moyens de prévenir les crises financières, on s'est davantage préoccupé de la meilleure façon d'en limiter les dégâts par une action plus rapide et plus efficace lorsque ces crises se produisaient. Mais l'application de vastes plans de sauvetage financier - option préférée, dans les pays créanciers comme dans les pays débiteurs - devient de plus en plus problématique, car non seulement ces plans créent un risque moral pour les prêteurs, mais ils transfèrent aussi le fardeau de la crise sur les contribuables dans les pays débiteurs. De plus, ils se heurtent à une opposition politique dans

les pays créanciers dans la mesure où les crises deviennent plus fréquentes et plus larges, et les fonds nécessaires toujours plus importants. Aussi a-t-on recherché les moyens de rééquilibrer le fardeau entre créanciers publics et créanciers privés, ainsi qu'entre débiteurs et créanciers, en associant les créanciers privés à la gestion et au règlement des crises. La question est controversée. Si la communauté internationale a fini par reconnaître que toute discipline effective du marché impliquait nécessairement que les créanciers assument les conséquences des risques qu'ils prennent, aucun accord sur la façon de parvenir à un tel résultat n'a pu être trouvé.

Depuis un certain temps déjà, le secrétariat de la CNUCED préconise un gel temporaire des remboursements de la dette dans les situations de crise pour empêcher un accaparement d'actifs par les créanciers, gel combiné à des prêts dont les intérêts ne sont pas comptabilisés de façon que les débiteurs aient accès à des fonds de roulement. Bien qu'il ne soit pas nécessaire pour cela de faire appel à des procédures de faillite internationale proprement dite, une couverture obligatoire effective au niveau international est néanmoins nécessaire. Mais cela a suscité une vive opposition de la part de certaines grandes puissances économiques et de certains acteurs du marché, qui sont plus favorables à des arrangements volontaires entre débiteurs et créanciers. Les gouvernements de certains pays débiteurs se sont également déclarés réservés à l'égard de cette proposition, par crainte de réduire leur accès aux marchés financiers internationaux. Toutefois, même s'ils peuvent contribuer à la restructuration de la dette, les arrangements volontaires ne peuvent guère mettre un frein à la course aux actifs. Là encore, l'expérience récente en matière de règlements montre que sans protection statutaire des débiteurs, ce sont les créanciers qui resteront en position de force.

Toute stratégie crédible visant à associer le secteur privé à la gestion et au règlement des crises devrait combiner un gel temporaire obligatoire et de strictes limites en matière d'accès aux ressources du Fonds. Un premier pas dans cette direction consisterait à élaborer des directives explicites conformes aux statuts du FMI, permettant de geler le contentieux d'un créancier afin de fournir une protection statutaire à un débiteur appliquant un moratoire temporaire. Toutefois, le principal objectif d'un prêt de crise ou d'un prêt exceptionnel étant de permettre à un débiteur d'honorer ses obligations vis-à-vis de ses créanciers, il serait difficile d'obtenir la participation du secteur privé sans limiter l'accès au financement du FMI. Il est effectivement de plus en plus admis qu'il est nécessaire de limiter les prêts de crise. Mais il faut pour cela reconnaître que les actuelles quotes-parts du FMI n'ont pas suivi l'évolution de la croissance, de la production, du commerce et des flux financiers mondiaux et ne permettent peut-être pas de ce fait d'évaluer les limites souhaitables à fixer à un accès normal. L'approche actuelle continue de favoriser les plans de sauvetage à grande échelle pour les pays jugés présenter des risques systémiques, tandis que d'autres pays se heurteraient à des limites en matière d'accès et seraient encouragés à se placer en situation de défaut de paiement afin d'impliquer leurs prêteurs privés dans le règlement de leurs difficultés financières.

* * *

Ce ne sont pas les seuls changements qui doivent être apportés aux mandats et aux politiques des institutions de Bretton Woods. Au cours des deux dernières décennies, le refus des pays avancés de laisser le FMI s'occuper de questions monétaires et financières litigieuses touchant directement leurs propres intérêts a vidé de toute signification réelle la surveillance par le Fonds des politiques des plus importants acteurs du système mondial. Il y a par contre eu intensification de la surveillance exercée sur les pays en développement, désormais élargie à des questions concernant le secteur financier, conformément au diagnostic selon lequel les principales carences se trouvent dans les pays débiteurs.

Une conséquence en a été la multiplication des conditionnalités associée aux prêts accordés par le FMI à des pays confrontés à une crise réelle ou potentielle, ce qui a suscité de sérieuses inquiétudes quant à l'affaiblissement de la responsabilité souveraine, même si l'efficacité de la surveillance du FMI est de plus sujette à caution. Ces inquiétudes se sont

amplifiées à la suite de la crise est-asiatique, des conditionnalités excessives ayant conduit des gouvernements à prendre des mesures qui ont aggravé cette crise. D'où les appels lancés, y compris au sein même du Comité monétaire et financier international, en faveur d'une rationalisation et d'un recentrage de la surveillance conformément aux compétences fondamentales du Fonds en matière de politique macroéconomique et de réformes correspondantes. Toutefois, les récentes difficultés financières de la Turquie et de l'Argentine témoignent de la réticence à rompre avec la pratique consistant à assortir d'un large éventail de recommandations de politique générale tout plan d'emprunt négocié avec le FMI.

Dans la mesure où les fluctuations des taux de change et des politiques monétaires dans les principaux pays industrialisés sont un catalyseur de crises ailleurs dans l'économie mondiale, une priorité du processus de réforme doit être de renforcer les mécanismes de surveillance afin de parvenir à un minimum de cohérence entre les politiques macroéconomiques de ces pays. Compte tenu de l'asymétrie des pratiques en vigueur, une possibilité serait de lier les procédures de surveillance à un mécanisme analogue à celui qui est utilisé pour le règlement des différends en matière de commerce international, où les désaccords sur l'impact des politiques macroéconomiques et financières pourraient être examinés et des solutions recherchées.

Des propositions de réforme plus radicales se sont appuyées sur le consensus selon lequel le Fonds devrait fournir des liquidités internationales non seulement aux pays confrontés à des difficultés de compte courant, mais aussi aux pays confrontés à des problèmes tenant au compte de capital. D'après la Commission Meltzer, le moment est venu de faire du Fonds un prêteur international de dernier recours pour tout pays remplissant une série de conditions *ex ante* de solvabilité. Cette proposition présente deux grands inconvénients. D'une part, elle risque d'entraîner l'application de plans de financement beaucoup plus vastes que les actuels programmes de prêt de crise, avec des problèmes connexes de risque moral pour les prêteurs et aucune incitation pour une intervention du secteur privé. D'autre part, un changement radical de la politique de prêt du FMI en faveur d'un financement à court terme du compte de capital aboutirait à interdire aux pays en développement jugés peu importants d'un point de vue systémique tout accès au financement multilatéral. Ces propositions font trop confiance aux forces du marché pour à la fois résoudre les crises financières et assurer le financement du développement.

L'un des objectifs initiaux du FMI était de fournir un financement à court terme aux pays confrontés à des problèmes de compte courant dus à des chocs et à des perturbations temporaires, afin de garantir un processus d'ajustement ordonné. L'expérience ne cesse de montrer que les marchés financiers sont souvent incapables de répondre à de tels besoins, dans la mesure où ils ont tendance à être procycliques. Étant donné l'instabilité croissante de l'environnement commercial et financier extérieur des pays en développement, une réforme effective des institutions de Bretton Woods devrait viser à améliorer, et non pas à éliminer, le financement contracyclique et le financement d'urgence des transactions commerciales et autres transactions courantes.

* * *

La conception de mécanismes globaux raisonnablement efficaces pour parvenir à la stabilité monétaire et financière pose assurément un certain nombre de difficultés conceptuelles et techniques, dont les systèmes nationaux fournissent une illustration familière. S'ajoutent, au niveau international, des problèmes politiques liés à la recherche d'un juste équilibre entre discipline multilatérale et souveraineté nationale. De fait, les contraintes et les antagonismes politiques semblent être la principale raison pour laquelle la communauté internationale n'a pu véritablement progresser dans la mise en place de mécanismes globaux efficaces pour la prévention et la gestion des crises financières. En particulier, le processus a été orienté dans le sens des intérêts des principaux pays créanciers, qui exercent une influence prépondérante au sein des institutions financières multilatérales, ainsi que d'organes créés plus récemment dans le but explicite de réformer l'architecture financière internationale. C'est

ainsi que nombre de questions d'une importance cruciale pour les pays en développement ont été exclues du programme de discussion des réformes.

Pour que les réformes des actuelles structures financières soient crédibles, il faut qu'elles fassent place à une beaucoup plus grande influence collective des pays en développement et qu'elles soient empreintes d'un véritable esprit de coopération entre tous les pays. Cela exigera une refonte du programme de discussion des réformes, ainsi qu'un examen minutieux de la représentation au sein des actuelles institutions financières multilatérales et de leurs pratiques en matière de prise de décisions.

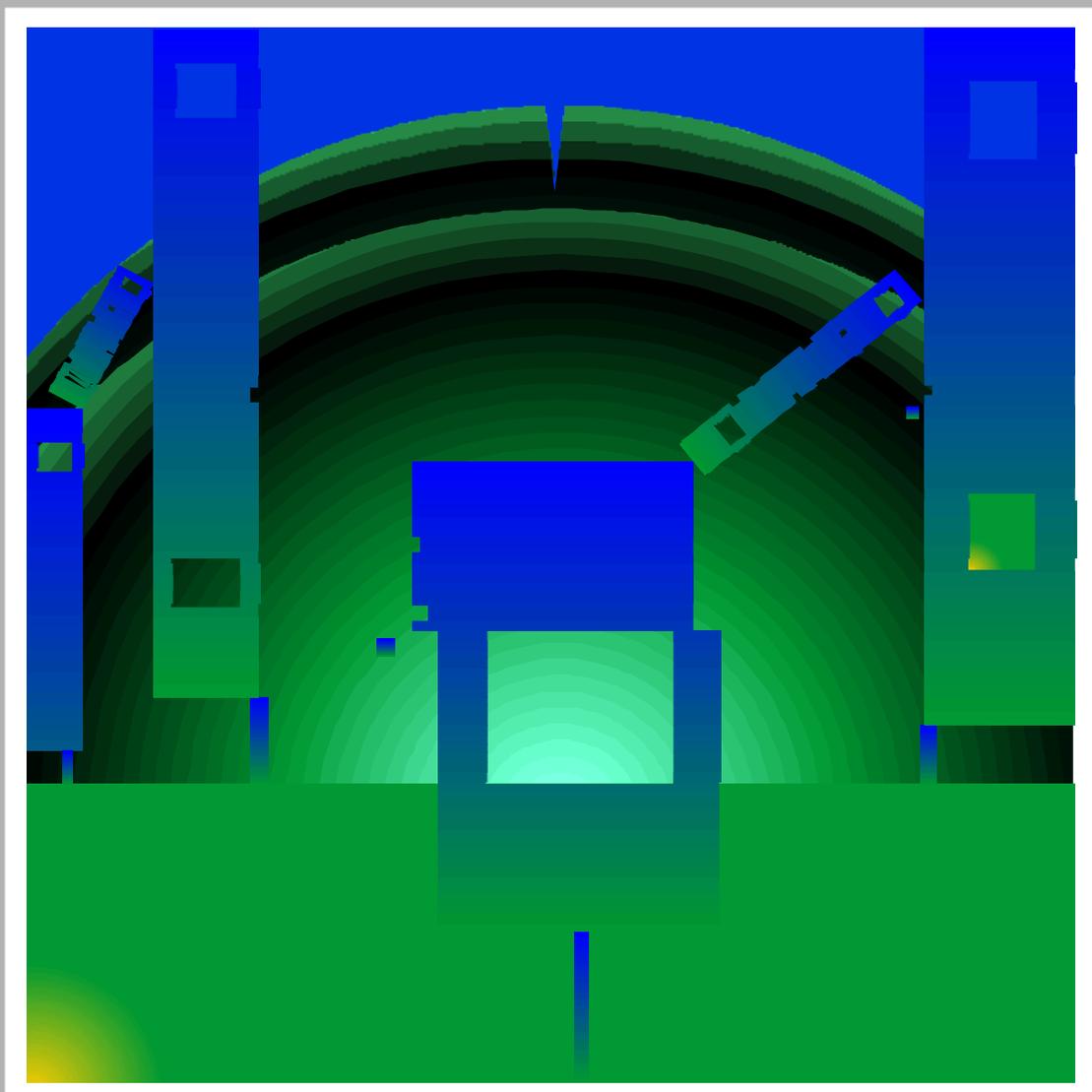
Mais il est aussi important que les pays en développement eux-mêmes parviennent à un consensus sur la façon dont ils veulent voir évoluer le processus de réforme. Si ce consensus fait encore défaut sur plusieurs aspects, il existe néanmoins de nombreux objectifs communs, dont : un traitement plus équilibré et plus symétrique des débiteurs et des créanciers concernant les normes, les codes, la transparence et la réglementation; une plus grande stabilité des taux de change; une surveillance plus symétrique; une conditionnalité moins envahissante; et surtout, des institutions et des processus multilatéraux plus démocratiques et plus participatifs. Une réforme effective du système monétaire et financier international dépendra en dernière analyse de la volonté des pays en développement d'organiser leurs efforts autour de tels objectifs communs, et de l'acceptation par les pays développés de la nécessité de prendre en compte ces objectifs pour édifier un système plus intégré de gouvernance économique mondiale.

En l'absence d'arrangements collectifs pour un système financier international stable, les pays en développement devraient éviter de prendre des engagements restreignant leur autonomie d'action en matière de lutte contre l'instabilité financière. La mise en place d'arrangements régionaux en tant que mécanismes de défense collective contre les imperfections et l'instabilité systémiques suscite aujourd'hui un intérêt croissant, et les monnaies régionales sont de plus en plus considérées comme des options viables par rapport à la dollarisation. L'expérience européenne a également été montrée comme un modèle d'arrangements régionaux - fourchettes de fluctuation monétaire intrarégionale, mécanismes d'intervention, régimes des mouvements de capitaux, mécanismes de soutien en matière de paiements, mécanismes régionaux de prêteur en dernier recours, notamment. De tels arrangements entre pays en développement nécessitent probablement la participation d'un grand pays à monnaie de réserve désireux et capable de jouer un rôle clef en la matière. À cet égard, des initiatives récemment prises en Asie, associant des pays en développement et le Japon, pourraient constituer une importante étape dans la voie d'une intégration monétaire régionale plus étroite.



Le Secrétaire général de la CNUCED
Rubens Ricupero

TENDANCES ET PERSPECTIVES MONDIALES



L'ÉCONOMIE MONDIALE: RÉSULTATS ET PERSPECTIVES

A. Perspectives globales

Les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont assombries vers la fin de 2000. Après une période d'expansion sans précédent, le taux de croissance des Etats-Unis a baissé aux troisième et quatrième trimestres, notamment en raison d'une série de majorations des taux d'intérêt, de la chute des cours boursiers et de la hausse du prix du pétrole. La contraction des investissements au quatrième trimestre a entraîné une quasi-stagnation au début de 2001, ce qui a suscité la crainte qu'un atterrissage plus brutal que prévu n'entraîne une récession de l'ensemble de l'économie mondiale. Le fait que le ralentissement de la croissance et ses effets possibles aient surpris de nombreux observateurs confirme une fois de plus que les décideurs de toutes les régions du monde sont mal préparés à répondre aux problèmes que cause l'intégration de l'économie mondiale¹.

En raison de cette intégration, les chocs de l'économie réelle et du marché financier se répercutent beaucoup plus vite d'une région à l'autre, d'un pays à l'autre et d'un secteur à l'autre. A cause des interactions entre l'économie réelle et les marchés financiers, ces chocs ont des effets inattendus. Dans un premier temps, on pensait que la crise financière d'Asie allait entraîner une récession mondiale; au contraire, elle a stimulé l'économie des Etats-Unis, prolongeant sa croissance, ce qui a facilité un redressement rapide de l'Asie grâce à une augmentation des exportations (*Rapport sur le commerce et le développement, 1999 et 2000*). En revanche, elle a pesé sur les prix des produits primaires et du pétrole, ce qui a contribué à limiter l'inflation aux Etats-Unis, mais a provoqué des

difficultés de balance des paiements et des difficultés budgétaires dans plusieurs pays en développement. Ces difficultés ont fini par déclencher une nouvelle série de chocs financiers, qui a commencé par la suspension du paiement des intérêts sur les obligations de la Fédération de Russie, entraînant une fuite généralisée vers la liquidité qui a même menacé le marché financier des Etats-Unis à la fin de l'été de 1998. La réduction des taux d'intérêt opérée par la Réserve fédérale aux Etats-Unis en réponse à cette menace, suivie par d'importantes injections de liquidités visant à faciliter le passage à l'an 2000 des systèmes informatiques et l'introduction de l'euro, a raffermi la confiance, notamment aux Etats-Unis, et entraîné une accélération de la croissance mondiale en 1999 et au début de 2000.

Toutefois, le redressement de l'économie mondiale a aussi aggravé certains déséquilibres intérieurs et internationaux, de la même façon que lors de périodes précédentes d'instabilité financière et de perturbations majeures de la conjoncture. Selon le *Rapport sur le commerce et le développement 2000*, il était inévitable et imminent que l'expansion de l'économie des Etats-Unis prenne fin. Le durcissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale, qui a commencé au milieu de 1999 et s'est achevé en mai 2000 lorsque le taux au jour le jour a atteint 6,5%, n'a pas eu des effets aussi rapides que prévu sur les dépenses des entreprises et des ménages, mais ces effets sont devenus manifestes au dernier trimestre de 2000. Le ralentissement de l'économie devrait entraîner une réduction du déficit des opérations courantes des Etats-Unis, actuellement supérieur à 4% du PIB, ce qui contribuera à corriger

un des grands déséquilibres de l'économie mondiale, mais si l'expansion ne s'accélère pas dans le reste du monde il entraînera un fléchissement sensible de la demande globale.

De nombreux observateurs s'attendent à ce que le ralentissement soit de courte durée, même si aujourd'hui on prévoit qu'il sera plus marqué qu'on ne le pensait il y a quelques mois; selon ces observateurs, lorsque les cours des actions, les excédents de capacité et les stocks reviendront à un niveau normal, l'économie des Etats-Unis devrait retrouver un rythme de croissance dynamique, grâce notamment à la diffusion et au développement des nouvelles technologies des télécommunications et de l'information. Si tel est le cas, la croissance de l'économie mondiale ne devrait guère être affectée par ce qui sera tout au plus une brève récession, qui aura pris fin au deuxième semestre de 2001.

Toutefois, pour analyser le ralentissement de l'économie des Etats-Unis il ne suffit pas de se référer aux cycles précédents, lorsqu'on mettait fin aux périodes de surchauffe en resserrant la politique monétaire pour contenir les pressions sur les prix et les salaires et en durcissant la politique budgétaire pour maîtriser la dette publique. Les analystes qui contestent la théorie selon laquelle les nouvelles technologies de l'information et des télécommunications ont provoqué un saut structurel du potentiel de production de l'économie et une modification profonde de son comportement cyclique font observer que l'endettement des entreprises et des ménages a beaucoup augmenté, que le taux d'épargne a diminué et que le déficit budgétaire a laissé place à un excédent considérable (Godley, 2000). Si le secteur privé décidait de se désendetter et si le taux d'épargne revenait au niveau habituel, il en résulterait une contraction de la demande qui pourrait provoquer une récession durable, car elle serait largement supérieure à la relance budgétaire qu'on peut attendre des réductions d'impôts prévues². S'ils ont raison, aucune région du monde ne peut espérer échapper aux effets d'une récession aux Etats-Unis.

Il faut donc se demander si une nouvelle région pourra devenir la locomotive de l'économie mondiale et compenser l'effacement au moins temporaire des Etats-Unis. Contrairement à ce qui s'est passé avec la crise d'Asie, la présente récession ne devrait pas se traduire par une stimulation notable de l'expansion du reste de l'économie mondiale. Le début de reprise observé au Japon, qui dépend d'une augmentation des exportations et des bénéfices des entreprises induisant une relance de l'investissement, risque de ne pas résister à un fléchissement de l'économie des Etats-Unis. De plus, au Japon le taux de croissance

était déjà négatif au troisième trimestre de 2000, alors qu'il avait été assez satisfaisant durant le premier semestre. Enfin, comme les taux d'intérêt sont proches de zéro et que le déficit public est considérable, les autorités japonaises n'ont qu'une marge de manœuvre très limitée, sauf à recourir à une dévaluation massive. C'est pourquoi la plupart des observateurs comptent sur l'UE pour soutenir la croissance de l'économie mondiale et compenser le déclin de la demande d'importation des Etats-Unis.

En 2000, le taux de croissance de l'UE a dépassé le seuil des 3% pour la première fois depuis une décennie (tableau 1.1) et l'on considère généralement qu'il sera supérieur à celui des Etats-Unis en 2001, étant donné que les exportations de l'UE vers les Etats-Unis ne représentent même pas 3% de sa production. Toutefois, bien que les pays de l'UE aient réussi à réduire leur déficit budgétaire, à préserver l'excédent de leurs opérations courantes et à maîtriser l'inflation, l'accélération de la croissance observée l'année

dernière a été due à la vigueur de l'exportation, qui explique la moitié de la progression de la production, même dans les grands pays comme l'Allemagne. Comme la contribution des exportations nettes devrait diminuer en 2001, il faudrait une expansion durable de la demande privée intérieure pour que les objectifs de croissance pourtant modestes formulés au Sommet de Lisbonne puissent être atteints. Jusqu'à présent, et en dépit de la légère stimulation résultant des réformes budgétaires réalisées par plusieurs pays, les autorités ne semblent pas du tout disposées à essayer d'obtenir le type de croissance tirée par la demande intérieure qu'on a observé aux Etats-Unis ces dernières années. Au contraire, alors même que la situation macroéconomique globale donne à penser que l'Europe devrait enfin être prête à éprouver les limites de son taux de croissance potentiel, comme l'ont fait les Etats-Unis dans la deuxième moitié des années 90, la Banque centrale européenne (BCE) continue d'affirmer que le taux de croissance potentiel de la zone euro (c'est-à-dire le taux qui peut être obtenu sans accélération de l'inflation) reste toujours compris entre 2 et 2,5%³, ce qui laisse entendre qu'elle ne voit aucune possibilité d'assouplir sa politique monétaire dans l'immédiat.

Cette réticence à agir de façon concertée pour accélérer la croissance est préoccupante car, selon toute probabilité, l'Europe sera plus touchée par le ralentissement de l'économie des Etats-Unis que ne l'affirment les autorités en arguant que les relations commerciales entre l'Europe et les Etats-Unis sont très limitées. Les exportations de la zone euro vers le reste du monde représentent encore plus de 15% de sa production, ce qui est une proportion beaucoup

Contrairement à ce qui s'est passé avec la crise d'Asie, la présente récession ne devrait pas se traduire par une stimulation notable de l'expansion du reste de l'économie mondiale.

Tableau 1.1

PRODUCTION MONDIALE, 1990-2000						
<i>(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)</i>						
<i>Région/pays</i>	<i>1990-1995^a</i>	<i>1995-2000^a</i>	<i>1990-2000^a</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000^b</i>
Ensemble du monde	2,0	3,1	2,6	1,9	2,7	4,0
Pays développés à économie de marché	1,8	2,9	2,3	2,1	2,6	3,5
<i>dont :</i>						
Etats-Unis	2,4	4,3	3,4	4,4	4,2	5,1
Japon	1,4	1,1	1,3	-2,5	0,2	1,3
Union européenne	1,5	2,5	2,0	2,7	2,4	3,3
<i>dont :</i>						
Zone euro	1,6	2,4	2,0	2,8	2,4	3,4
Allemagne	2,0	1,8	1,9	2,1	1,6	3,1
France	1,0	2,4	1,7	3,2	2,9	3,1
Italie	1,3	1,7	1,5	1,5	1,4	2,9
Royaume-Uni	1,6	2,8	2,2	2,6	2,2	3,1
Pays en transition	-6,9	1,9	-2,6	-0,6	2,3	5,6
Pays en développement	5,0	4,3	4,6	1,5	3,3	5,5
<i>dont :</i>						
Afrique	1,5	3,6	2,5	3,2	2,9	3,5
Amérique latine	3,6	2,9	3,3	1,9	0,1	3,7
Asie	6,2	5,0	5,6	1,1	4,9	6,6
<i>dont :</i>						
Chine	12,0	8,3	10,1	7,8	7,1	8,0
Autres	4,9	4,1	4,5	-0,8	4,2	6,2
Pour mémoire :						
Pays en développement, hormis la Chine	4,1	3,7	3,9	0,5	2,7	5,1

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, sur la base de données exprimées en dollars de 1995.

a Moyenne annuelle.

b Estimations.

plus élevée qu'aux Etats-Unis ou au Japon, et comme l'année dernière certains des principaux pays d'Europe ont été très tributaires de l'exportation, il y a lieu de penser qu'un fléchissement de l'économie mondiale pourrait encore les affecter durement. De plus, en raison de l'intégration de la production à l'échelle mondiale, la rentabilité et les projets d'investissement des entreprises peuvent être très rapidement perturbés par une variation de la conjoncture dans un pays où elles ont de nombreuses filiales. Cela vaut en particulier pour les entreprises européennes de haute technologie qui ont fait des acquisitions considérables aux Etats-Unis ces dernières années. Les répercussions de la réduction des bénéfices des filiales américaines sur les marchés boursiers européens pourraient être accentuées par

une baisse du dollar, auquel cas il serait encore plus difficile aux pays européens de compenser le déclin de leurs exportations vers les Etats-Unis par une augmentation des dépenses d'investissement intérieur.

En conséquence, sauf réorientation résolue de la politique économique, il est peu probable que le taux de croissance de l'UE atteigne 3% en 2001 et il pourrait bien être en fait nettement moins élevé. De plus, comme la propension à importer de l'UE est assez faible, il faudrait que son taux de croissance soit plus élevé que celui enregistré aux Etats-Unis ces dernières années pour qu'elle puisse générer un déficit extérieur similaire à celui des Etats-Unis et acheter les produits que les économies en voie de rétablissement d'Asie et d'Amérique latine ont le plus grand besoin d'exporter.

Il est d'autant plus difficile d'améliorer la coordination des principales économies mondiales que la façon dont les taux de change réagiront pour s'adapter aux déséquilibres actuels est très incertaine. La vigueur du dollar ces dernières années a été due au fait que le taux de croissance et le niveau des bénéfices aux Etats-Unis étaient relativement élevés, à l'importance des flux de capitaux attirés par la révolution des technologies de l'information et de la communication, à un écart de taux d'intérêt positif et à la prime de liquidités dont les actifs libellés en dollars ont joui après la crise mondiale qui a été provoquée par le moratoire de la Russie en 1998. Si le taux de croissance de l'économie des Etats-Unis diminue assez pour inciter la Réserve fédérale à continuer d'assouplir sa politique monétaire, cela éliminerait deux des facteurs qui ont soutenu le cours du dollar. De plus, le grand mouvement d'acquisition d'entreprises des Etats-Unis qu'on a observé durant la période de forte hausse des cours des actions des sociétés de haute technologie⁴ paraît s'épuiser, car les entreprises européennes préfèrent désormais consolider leurs activités existantes plutôt que d'acquérir de nouvelles entreprises dans un marché de plus en plus incertain⁵. Toutefois, l'impact de cette évolution sur le dollar n'est pas certain, car une partie des fusions et acquisitions se font par échange d'actions et ne nécessitent donc pas d'achat de dollars⁶.

Quoi qu'il en soit, vu qu'on s'attend généralement à un ralentissement de la croissance, à une baisse des taux d'intérêt et à une diminution de la rentabilité des entreprises de haute technologie aux Etats-Unis, la prime de liquidité dont jouissent les actifs des Etats-Unis reste le principal soutien du dollar. L'expérience récente nous a appris que ce soutien n'est pas très fiable. Le risque d'une forte baisse du dollar des Etats-Unis, induite par un ralentissement des achats d'actifs libellés dans cette monnaie, et d'une perturbation généralisée des marchés financiers dépend sans doute en grande partie de la façon dont les déséquilibres mondiaux seront corrigés et notamment de l'évolution du déficit des opérations courantes des Etats-Unis. Des mesures brutales visant à rétablir l'équilibre, s'ajoutant à un fléchissement de la dépense privée à l'échelle mondiale, pourraient provoquer une récession généralisée.

Une dépréciation soudaine du dollar aggraverait la fragilité du marché financier international, mais par contre un déclin modéré serait bon pour la croissance de l'économie mondiale. Dans le cas de l'Europe, les avantages d'un raffermissement de l'euro, qui permettrait une baisse des taux d'intérêt,

seraient probablement supérieurs aux inconvénients résultant de la baisse de compétitivité et de la diminution des bénéfices des entreprises européennes ayant des filiales aux Etats-Unis. De plus, ils rendraient la croissance moins tributaire de la demande extérieure et encourageraient l'Europe à jouer un rôle plus actif dans le soutien de l'économie mondiale.

Le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis aura probablement des effets négatifs sur les pays en développement, surtout s'il n'est pas compensé par une accélération de la croissance dans les autres pays de l'OCDE, même si le déclin du dollar reste modéré. Son impact sur les différents pays et régions dépendra de l'importance relative de leurs liens commerciaux et financiers avec les Etats-Unis. En Asie, où la hausse des exportations nettes a permis de financer le redressement après la crise, une baisse du dollar, s'ajoutant à une récession aux Etats-Unis, entraînerait une contraction rapide de l'excédent des opérations courantes et pourrait compromettre

la restructuration des banques et des entreprises⁷. Les liens avec des entreprises américaines sont particulièrement forts dans les industries de haute technologie, telles que les semi-conducteurs, les micro-ordinateurs et les équipements de télécommunications, dans lesquelles le déclin du chiffre d'affaires et les difficultés de financement de la production entraînent directement une réduction des importations de composantes provenant d'Asie. Une chute brutale du dollar pourrait entraîner une dépréciation des monnaies d'Asie et, s'ajoutant à la baisse du prix des semi-conducteurs, provoquer une détérioration supplémentaire des termes de l'échange et une contraction de la demande dans plusieurs pays. De ce fait, il pourrait être difficile de préserver la stabilité des taux de change entre les monnaies des petits pays d'Asie et celle de la Chine. Le redressement de l'économie japonaise, qui a été favorisé par une hausse des exportations vers l'Asie, serait aussi compromis en cas de baisse du dollar ou de dépréciation des monnaies d'Asie par rapport au dollar. Les entreprises japonaises seraient en outre pénalisées par le fait que leurs filiales au Mexique sont très tributaires de l'exportation et que leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices souffriraient aussi d'une dépréciation du dollar par rapport au peso ou du peso par rapport au yen.

En revanche, la dépréciation du dollar et la baisse des taux d'intérêt pourraient aider de nombreux pays d'Amérique latine qui ont rattaché leur monnaie, directement ou indirectement, au dollar. Sauf dans le cas du Mexique et de quelques petits pays des Caraïbes, les pays d'Amérique latine

Une dépréciation soudaine du dollar aggraverait la fragilité du marché financier international, mais par contre un déclin modéré serait bon pour la croissance de l'économie mondiale.

dépendent moins de l'exportation vers les Etats-Unis que les pays d'Asie, tandis que leurs liens financiers sont plus forts. Le Brésil et surtout l'Argentine pourraient être favorisés par une baisse du dollar et des taux d'intérêt aux Etats-Unis, en raison des effets que cela aurait sur leurs finances publiques et leur balance des services. Comme les grands pays d'Amérique latine ont encore une importante dette extérieure, la baisse des taux d'intérêt internationaux

leur apporterait des avantages supérieurs aux inconvénients liés au recul des exportations. Toutefois, même dans ces pays, il est probable que les courants d'échange se contracteront. En outre, si le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis entraîne une plus grande aversion pour le risque, et donc une augmentation des primes de rendement sur les emprunts des pays émergents, l'effet global sur la région pourrait être très négatif.

B. Les pays développés

1. Le refroidissement de l'économie des Etats-Unis

La récente expansion de l'économie des Etats-Unis a été favorisée par l'expansion de la demande intérieure et par un processus de destruction créatrice qui a entraîné une augmentation des investissements dans les nouvelles technologies et des gains de productivité. Grâce à plusieurs événements internationaux, l'inflation est restée modérée, malgré le fait que le taux de croissance atteignait environ 5,5% et que le taux de chômage était inférieur à 4%. La hausse du prix du pétrole en 2000 a fait monter le taux d'inflation (indice des prix à la consommation) à près de 4% durant les trois premiers trimestres de 2000, mais, pour le reste, les pressions inflationnistes restent faibles.

Toutefois, comme le taux de croissance enregistré ces dernières années a dépassé la plupart des estimations, la Réserve fédérale a majoré le taux de l'argent au jour le jour pour le porter jusqu'à 6,5% au milieu de 2000⁸. Le dynamisme de l'économie a apparemment résisté au durcissement de la politique monétaire jusqu'au milieu de 2000, mais le fléchissement des troisième et quatrième trimestres de 2000 a été beaucoup plus prononcé que prévu et l'économie a stagné durant le premier trimestre de 2001, ce qui donne à penser que le risque de récession est loin d'être négligeable. Rétrospectivement, on peut dire que la dernière majoration de 50 points de base du taux au jour le jour n'était pas nécessaire, de même que peut-être la majoration précédente qui a porté ce taux de 5,75 à 6%, compte tenu du fait que la politique monétaire n'agit qu'avec retard. En réponse à la chute des cours boursiers et à un net recul des indicateurs de confiance des consommateurs, la Réserve fédérale a

réduit le taux de 50 points de base à deux reprises en janvier 2001.

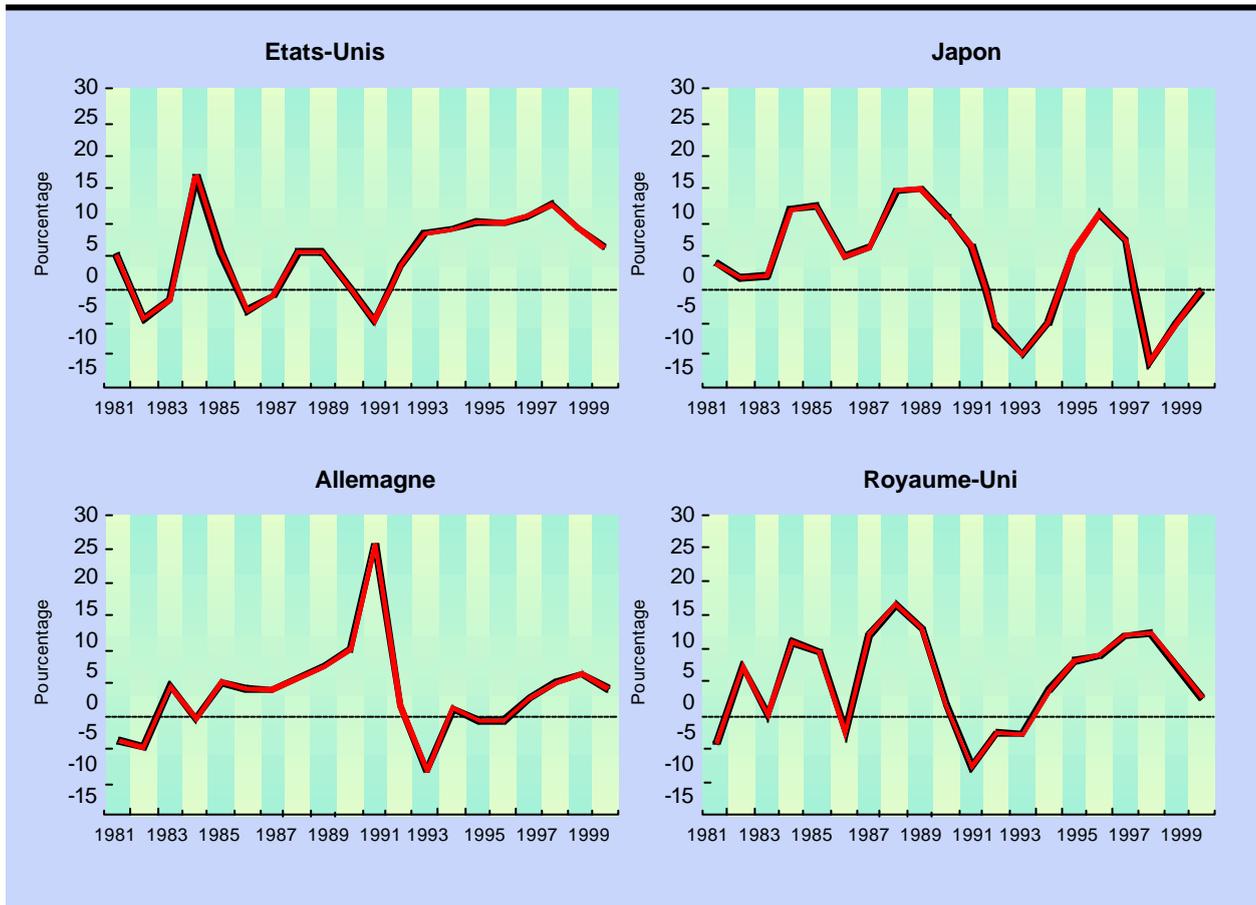
Le fait que le ralentissement de la croissance a été plus prononcé que prévu s'explique par deux facteurs qui se renforcent mutuellement : le déclin des dépenses d'équipement informatique et la forte baisse de la confiance des consommateurs, qui a entraîné une réduction de la dépense des ménages.

Un des traits les plus frappants de la dernière période d'expansion aux Etats-Unis a été la croissance soutenue de l'investissement intérieur fixe, qui a duré beaucoup plus longtemps que dans les autres grands pays industriels et que dans les précédents cycles d'expansion aux Etats-Unis eux-mêmes (graphique 1.1). Au deuxième semestre de 2000, les investissements fixes bruts des entreprises dépassaient 18% du PIB (graphique 1.2) et leurs investissements dans les équipements informatiques et les logiciels dépassaient 10% du PIB. Les investissements dans les technologies de l'information et de la communication expliquent environ le quart de la croissance réelle du PIB au cours des six dernières années⁹. Une grande partie de ces investissements ont pris la forme de création de nouvelles entreprises qui avaient besoin de bâtiments, d'équipements et de toutes sortes de services traditionnels tels que le conseil juridique et la publicité. Une proportion considérable de ces nouveaux investissements a été financée par des fonds de capital-risque qui avaient l'intention d'introduire en bourse les entreprises ainsi créées. Les introductions en bourse ont permis de lever près de 60 milliards de dollars en 1999 et autant en 2000 (mais pour l'essentiel durant le premier semestre) (NVCA, 2001). Les entreprises introduites en bourse étaient portées par la bulle spéculative du marché du NASDAQ, dont l'indice a tellement monté que les coefficients de capitalisation des bénéfices ont

Graphique 1.1

LES CYCLES D'INVESTISSEMENT DANS LES GRANDS PAYS INDUSTRIELS, 1981-2000

(Formation brute de capital fixe réelle des entreprises, pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)



Source : OCDE, *Perspectives économiques*, diverses parutions.

dépassé 100, ce qui rendait la levée de fonds extrêmement facile.

Il est aujourd'hui évident que bon nombre de ces nouvelles entreprises n'auraient jamais pu être créées sans les facilités de financement résultant de la forte expansion du capital-risque et de la spéculation boursière. Il est aussi évident que, de ce fait, les capacités créées dans ce secteur ont été beaucoup plus importantes que si les entreprises avaient été financées de façon traditionnelle, par des prêts bancaires ou des bénéfices réinvestis. Une brutale vague de pessimisme concernant la rentabilité future de ces entreprises a entraîné un effondrement du cours de leurs actions durant le premier trimestre de 2000. L'indice NASDAQ, qui compte une grande proportion de sociétés liées aux technologies de l'information et de la communication, a terminé l'année en baisse de près de 40%. On estime que, pour les titres émis en 1999 et 2000, la perte de capitalisation boursière atteint près de 300 milliards de dollars, et les introductions en bourse ont presque

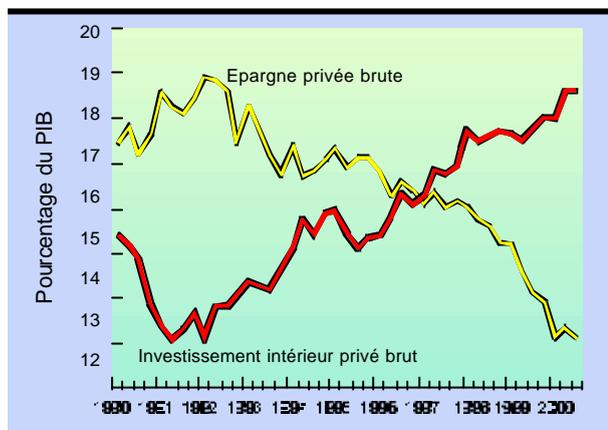
totallement cessé à la fin de 2000 et au début de 2001. En conséquence, durant le deuxième semestre de 2000, les crédits dont ces entreprises avaient besoin pour couvrir leur déficit de trésorerie se sont taris et bon nombre d'entre elles ont dû fermer ou ont fait faillite. Les dépenses d'équipement et dépenses connexes ont brutalement chuté et, au quatrième trimestre, l'investissement fixe des entreprises dans les équipements informatiques et les logiciels a diminué de 4,7% en rythme annualisé.

Ce phénomène ressemble fort à celui qu'on a observé en Asie¹⁰, caractérisé par une grande abondance de crédits bon marché et un optimisme excessif concernant l'augmentation des bénéfices futurs, qui ont suscité des investissements impossibles à rentabiliser. En Asie, la surchauffe a été suivie d'une crise boursière et d'une récession et aujourd'hui on peut s'attendre à une évolution similaire aux États-Unis. Le déclin des cours boursiers a réduit la richesse des ménages et freiné la dépense des consommateurs, qui ont par ailleurs subi

Graphique 1.2

ETATS-UNIS : EPARGNE ET INVESTISSEMENTS PRIVÉS, 1999-2000

(Pourcentage du PIB)



Source : Département du commerce des Etats-Unis, Bureau de l'analyse économique.

déjà le contre-coup de la hausse du prix de l'énergie. En particulier, la déréglementation et la libéralisation des marchés de l'électricité et du gaz naturel, qui dans certains Etats a entraîné un quintuplement du coût de l'énergie dès que la température hivernale est retombée à la normale, ont entraîné une hausse brutale du coût du chauffage pour de nombreux ménages. Il est probable que la confiance et les dépenses des consommateurs reculeront encore lorsque les effets des licenciements dus aux restructurations d'entreprises et au déstockage se répercuteront dans l'économie¹¹. Le taux de croissance des dépenses de consommation est tombé de 4,5% (rythme annualisé) au troisième trimestre à 2,9% au quatrième trimestre.

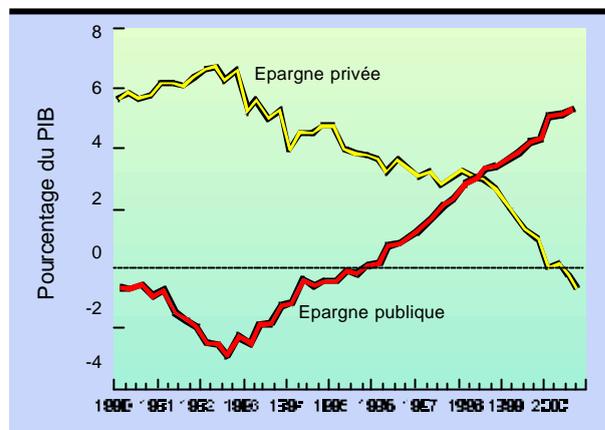
Deux scénarios de base sont possibles pour l'économie des Etats-Unis : une contraction conjoncturelle normale qui entraînera un ajustement rapide des capacités de production et du niveau des stocks, c'est-à-dire un ralentissement de la croissance sur deux ou trois trimestres suivi d'un prompt rétablissement, ou une période durable de désinvestissement, se traduisant par une récession similaire à celle qu'ont subie le Japon et l'Europe au début des années 90.

Au début de 2001, certains indices donnaient à penser que le rétablissement pourrait être rapide : le cours du pétrole était retombé à 20-25 dollars le baril, le gonflement des stocks paraissait enrayé, les cours boursiers semblaient se stabiliser et la balance commerciale avait commencé à se redresser. En outre, le dollar avait perdu plus de 10% de sa valeur par rapport à l'euro et les perspectives d'une augmentation des bénéfices exprimés en dollars ont soutenu les actions des entreprises ayant d'importantes activités internationales. La Réserve

Graphique 1.3

ETATS-UNIS : EPARGNE DES PARTICULIERS ET ÉPARGNE PUBLIQUE, 1990-2000

(Pourcentage du PIB)



Source : Département du commerce des Etats-Unis, Bureau de l'analyse économique.

fédérale a réduit les taux d'intérêt sans hésitation et annoncé que désormais elle considérerait que la principale menace n'était plus l'inflation mais la récession.

Malgré ces éléments positifs, on ne peut pas exclure le risque d'une récession durable, car les dernières années de la période d'expansion ont été dues à une augmentation sans précédent de l'endettement du secteur privé, contre-partie d'un excédent public lui aussi sans précédent (graphique 1.3). Depuis 1997, les dépenses privées sont supérieures aux revenus disponibles, alors que l'inverse avait été vrai sans interruption depuis 1952; au troisième trimestre de 2000, le déficit de financement du secteur privé atteignait 8% du PIB, le taux d'épargne des particuliers était devenu négatif et la dette des ménages représentait 110% du revenu annuel disponible. Ainsi, alors que l'Etat s'appête à éponger sa dette, le secteur privé a accumulé une dette sans précédent par rapport à sa capacité de remboursement. Au moment même où les nouvelles entreprises des communications et de l'informatique ont besoin d'emprunter pour survivre, les ménages ont aussi besoin d'emprunter s'ils veulent continuer de consommer autant. Un ralentissement de la hausse des revenus associé à une récession obligerait les ménages à accroître leurs emprunts alors que leur capacité de rembourser la dette qu'ils ont déjà diminuée.

Le fait que l'expansion a été d'une durée sans précédent devrait inciter à la plus grande prudence dans l'évaluation du ralentissement actuel. Certes, le surinvestissement observé aux Etats-Unis ressemble à certains égards à celui qui s'est produit en Asie au début des années 90, mais les effets contradictoires d'une politique macroéconomique expansionniste et

de facteurs structurels qui auraient plutôt tendance à provoquer une contraction amènent à envisager un avenir plus incertain que les deux scénarios évoqués plus haut (encadré 1.1). L'économie des Etats-Unis est dans une position beaucoup plus solide que par le passé, qui lui permet de prendre des mesures budgétaires et monétaires afin d'éviter une récession durable, mais il est peu probable qu'elle retrouvera le rythme de croissance de la dernière décennie et presque certain qu'elle ne retrouvera pas le taux de croissance de près de 5% obtenu après la crise asiatique.

2. L'Union européenne

En 2000, l'Union européenne a enregistré un de ses meilleurs résultats depuis la récession de 1990-1991 (tableau 1.1). Le taux de croissance a enfin dépassé les 3% et le taux de chômage est tombé en dessous de 10%. Les écarts de croissance entre les grands et les petits pays, qui avaient rendu difficile l'application d'une politique monétaire uniforme, se sont rétrécis. Le taux de croissance a été égal ou supérieur à 3% en France et en Allemagne et supérieur à 4% en Espagne. Parmi les petits pays, l'Irlande a continué de distancer le reste de la région, enregistrant un taux de croissance exceptionnel de 11%. L'investissement et la dépense des consommateurs sont les moteurs de la reprise et, par conséquent, la zone euro paraît suivre les traces des Etats-Unis. L'écart de croissance d'environ 1,75 point de pourcentage entre les Etats-Unis et la zone euro enregistré au cours des trois dernières années s'est inversé dans le deuxième trimestre de 2000.

Le fait que l'Europe n'a pas réussi à obtenir une croissance forte et durable après 1991 est dû en partie à l'influence de la politique monétaire des Etats-Unis sur les taux d'intérêt européens, résultant de l'intégration des marchés financiers. De plus, pour établir sa crédibilité, la BCE a majoré les taux d'intérêt lorsque la Réserve fédérale le faisait, que cela soit ou non justifié par l'évolution de la croissance et de l'emploi en Europe. En raison de la rigueur budgétaire nécessaire pour respecter les objectifs de convergence fixés par le Pacte pour la stabilité et la croissance, seule l'exportation pouvait être une source de forte expansion de la demande. La demande d'exportation a été très soutenue à partir de 1999 en raison de la dépréciation de l'euro, qui s'est poursuivie sans relâche jusqu'au troisième trimestre de 2000, moment auquel une intervention conjointe

des banques centrales du G-7 semble y avoir mis un terme. Le taux de croissance paraît avoir culminé au milieu de 2000, c'est-à-dire à peu près en même temps qu'aux Etats-Unis. En France, l'expansion est restée vigoureuse grâce à la fermeté de la demande intérieure et le taux de chômage a continué de diminuer, mais en Allemagne il y a eu un fléchissement beaucoup plus prononcé que prévu au troisième trimestre de 2000 et, d'après la plupart des indicateurs avancés, l'économie de la zone euro devrait enregistrer des résultats médiocres en 2001¹². La contraction des exportations nettes devrait freiner la croissance et la grande question est de savoir si l'Europe pourra continuer d'obtenir des résultats aussi bons que l'année dernière malgré le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis.

Le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis aura des effets sur les autres pays, et pas seulement par le biais du commerce international. En 1998, les ventes de filiales d'entreprises allemandes et britanniques aux Etats-Unis représentaient environ cinq fois leurs exportations vers ce pays, et la proportion est d'environ deux fois et demie dans le cas des petits pays d'Europe tels que les Pays-Bas. La

L'Europe semble bien placée pour garder le dynamisme de l'année dernière et soutenir la demande mondiale face au ralentissement de l'économie des Etats-Unis. A cet effet, il faut que les principaux pays de la région cessent de trop compter sur l'exportation pour stimuler leur croissance.

baisse de leur chiffre d'affaires réduira les bénéfices, si bien qu'il sera peut-être plus difficile de conduire les restructurations nécessaires et d'introduire les méthodes d'organisation et de production avancées requises pour soutenir la concurrence des entreprises américaines. L'intégration de l'économie des Etats-Unis et de celle de l'Union européenne ne dépend pas seulement de la proportion des échanges commerciaux entre ces deux blocs. D'après des estimations récentes, l'élasticité

de la croissance de la zone euro par rapport à celle des Etats-Unis atteindrait 0,4¹³. Cela signifierait que la récente baisse du taux de croissance des Etats-Unis, qui représente plus de 3 points de pourcentage par rapport à la moyenne des cinq dernières années, pourrait entraîner une baisse d'environ 1,5 point de pourcentage du taux de croissance européen, ce qui le ferait tomber à moins de 2%, sans parler d'un éventuel impact additionnel en cas de raffermissement de l'euro.

Néanmoins, l'Europe semble mieux placée que jamais pour devenir plus indépendante de la conjoncture des Etats-Unis. Comme les entreprises européennes ne sont pas aussi endettées que celles des Etats-Unis, l'investissement devrait être moins pénalisé par la pénurie de liquidités et le renchérissement du financement sous forme d'émission d'obligations ou d'actions, de même que par les difficultés du secteur des technologies de

Encadré 1.1

ANALYSE DU FLÉCHISSEMENT DE LA CROISSANCE AUX ETATS-UNIS

De nombreux observateurs s'attendent à ce que l'économie des Etats-Unis passe par une brève période de récession de type keynésien, liée au surinvestissement et à l'accumulation de stocks, qui serait suivie d'un redressement assez rapide. Cela dépendra beaucoup d'un ajustement judicieux de la politique budgétaire et monétaire. Toutefois, plusieurs facteurs donnent à penser que le fléchissement actuel est d'une nature très différente.

L'expansion rapide et durable des investissements des entreprises a joué un rôle important dans la période de croissance sans précédent qu'ont connue les Etats-Unis, mais le plus frappant a été l'augmentation des investissements informatiques, qui ont progressé en moyenne de près de 50% par an entre 1995 et 2000. L'investissement total dans les logiciels et les équipements de traitement de l'information a augmenté moins vite, d'environ 25% par an. Ces investissements représentaient moins de 10% du PIB en 2000, mais c'est à eux qu'est imputable près du tiers de l'augmentation de la production enregistrée entre 1995 et 1999.

Cette expansion exceptionnellement rapide de l'investissement a été due essentiellement à la création de nouvelles entreprises qui visaient à exploiter une vague d'innovations technologiques dans les domaines de l'informatique et des télécommunications. La multiplication des fonds de capital-risque et la spéculation boursière ont permis de financer de nouvelles entreprises n'ayant aucun bénéfice et seulement des perspectives très incertaines¹. La forte hausse du cours des actions introduites en bourse a réduit le coût du financement. Les fonds de capital-risque ont donc pu récupérer leur mise et financer de nouvelles entreprises. Tant que le marché boursier restait optimiste, des entreprises de haute technologie n'ayant aucune chance de devenir rentables ont pu continuer d'obtenir des financements peu coûteux pour couvrir leurs pertes. Toutefois, l'existence de ces entreprises représente un excédent de capacités qui ne peut pas être absorbé même par l'augmentation de la demande liée à une surchauffe conjoncturelle. En cas de fléchissement de la croissance, la faillite est presque inévitable.

Ce processus semble désormais engagé. Il a commencé avec l'effondrement de l'indice NASDAQ au premier trimestre de 2000, lorsque les investisseurs ont commencé à faire une distinction entre les nouvelles entreprises qui faisaient des progrès et avaient de bonnes perspectives de rentabilité et celles qui étaient tenues sous perfusion, sans que le cours élevé de leurs actions soit justifié par l'espoir de bénéfices futurs. On peut considérer que la baisse du marché a finalement joué son rôle en éliminant les nombreuses entreprises de la "nouvelle économie" qui ne seront pas viables à long terme. Par conséquent, les excédents de capacités existants dans ce secteur de l'économie pourraient être très différents de ceux qu'on a observés dans des industries comme la sidérurgie ou l'automobile à l'occasion des récessions typiques de l'après-guerre.

Toutefois, même les entreprises de haute technologie qui ont réussi et font des bénéfices risquent de ne pas être épargnées par ce processus d'élagage. Beaucoup d'entre elles ont acheté de jeunes entreprises. D'autres ont créé leurs propres fonds de capital-risque pour investir dans des start-up ou en ont financé en leur offrant des prix réduits et des crédits fournisseurs. Certaines ont accepté des bons de souscription d'actions en guise de paiement. Par conséquent, un brutal déclin des cours des actions, des problèmes de trésorerie ou la faillite des entreprises les plus fragiles auront des effets négatifs sur la rentabilité des entreprises les plus prospères.

Les établissements bancaires classiques ont pour la plupart évité de financer de nouvelles entreprises de haute technologie, mais la part des crédits aux entreprises dans les portefeuilles bancaires a augmenté dans la deuxième moitié des années 90. Cette expansion a été due en grande partie à l'octroi de crédits à terme ou de lignes de crédit pour appuyer des émissions de billets de trésorerie ou à la prise ferme d'émissions d'obligations, en faveur d'entreprises dites traditionnelles ayant une bonne note de crédit. Toutefois, la survie de ces entreprises est menacée par le processus de destruction

créative qui se produit lorsque les entreprises de haute technologie qui ont réussi adoptent des méthodes nouvelles et plus rentables. La rentabilité des entreprises traditionnelles souffrira du fléchissement global de l'activité, qui pourrait aussi créer des problèmes pour les banques qui leur ont beaucoup prêté. Les récents accès de faiblesse du marché des obligations à haut rendement et les difficultés qu'ont rencontrées de nombreuses entreprises traditionnelles voulant émettre des billets de trésorerie donnent à penser que c'est bien ce qui se passe (Silverman et Hill, 2001).

Comme la situation économique actuelle des Etats-Unis est sans précédent, il faut l'évaluer avec la plus grande prudence. Toutefois, il y a de bonnes raisons de penser que le cycle actuel représente plutôt l'interruption d'une vague d'innovation du type de celles décrites par Schumpeter qu'un simple problème keynésien d'insuffisance de la demande globale². S'il en est bien ainsi, on a peut-être tort de trop faire confiance aux moyens qu'offre la politique monétaire et budgétaire pour abrégier la récession. Seule une vague de faillites, d'ampleur difficile à déterminer, pourra éliminer les excédents de capacités qui existent dans une grande partie du secteur des technologies de l'information et de la communication et permettre de recommencer à investir dans des entreprises plus prometteuses. La durée de la contraction dépendra du temps qu'il faudra pour éliminer les entreprises non viables, de l'ampleur des difficultés financières que connaîtront les entreprises bénéficiaires des autres secteurs de l'économie et de l'effet d'une éventuelle stimulation macroéconomique sur le reste de l'activité.

Les considérations ci-dessus ne signifient pas qu'il serait inopportun de prendre des mesures de stimulation monétaire et budgétaire. Elles signifient simplement que ces mesures risquent d'être beaucoup moins efficaces que par le passé car elles ne peuvent guère contribuer à recréer l'afflux d'investissements et de liquidités qui a permis toute cette effervescence récente dans le secteur des nouvelles technologies. De nombreux observateurs comptent sur un assouplissement rapide de la politique monétaire pour améliorer la situation, mais cette amélioration risque de tarder beaucoup à moins que les établissements financiers, les fonds de capital-risque et les ménages ne soient prêts à recommencer à soutenir sans réserve des nouvelles entreprises qui ne font aucun bénéfice et n'ont que des perspectives extrêmement incertaines, ce qui est justement l'origine première du problème.

¹ Les fonds de capital-risque s'attendent généralement à ce que 10% des entreprises qu'ils financent réussissent.

² Certains aspects de la situation actuelle ressemblent à ce qui est décrit par von Hayek, lequel a soutenu que si le coût du capital était trop bas, on serait amené à investir dans des technologies beaucoup trop capitalistiques; le retour ultérieur à un coût de financement plus normal montrerait bien l'impossibilité de rentabiliser ces investissements et l'excédent de capacités ainsi créé devrait être éliminé par une brutale récession et de nombreuses faillites. Toutefois, même si de nombreuses entreprises ont investi beaucoup sans obtenir le chiffre d'affaires attendu, et si le ratio capital/production a peut-être augmenté, le problème n'est pas dû à une trop forte intensité de capital, mais au fait que des conditions de financement trop généreuses ont permis de réaliser des projets non rentables.

l'information et des communications. En outre, comme les actions représentent une plus petite proportion du patrimoine des particuliers, les dépenses de consommation devraient moins subir le contre-coup de la baisse des cours boursiers mondiaux. De plus, la situation macroéconomique est dans l'ensemble favorable. La convergence nécessaire dans la région a été obtenue et le lancement de l'euro a été un succès; sa faiblesse initiale était due à des facteurs plus conjoncturels que

structurels. La baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis donnera à la BCE une plus grande marge de manœuvre et la situation budgétaire est saine; les réformes budgétaires conduites dans les principaux pays d'Europe (Italie, France et Allemagne) devraient injecter entre 35 et 50 milliards d'euros dans l'économie en 2001, ce qui pourrait entraîner un surcroît de croissance d'un point de pourcentage du PIB. Le reflux du prix du pétrole devrait aussi avoir une plus grande incidence positive sur l'Europe,

puisque celle-ci importe davantage de pétrole que les Etats-Unis, et cet effet sera renforcé par le raffermissement de l'euro, ce qui devrait accroître encore le pouvoir d'achat des ménages et réduire les coûts des entreprises européennes.

Pour ces différentes raisons, l'Europe semble bien placée pour garder le dynamisme de l'année dernière et soutenir la demande mondiale face au ralentissement de l'économie des Etats-Unis. Une expansion rapide de la demande intérieure en Europe est aussi nécessaire pour résorber le chômage qui reste élevé. A cet effet, il faut que les principaux pays de la région cessent de trop compter sur l'exportation pour stimuler leur croissance¹⁴. Cela dépendra en grande partie du degré auquel les gouvernements seront capables et désireux d'employer les instruments de politique économique discrétionnaires pour anticiper sur la dégradation de la situation au lieu de se contenter de réagir à posteriori.

Les modifications structurelles apportées à la politique budgétaire devraient soutenir les revenus réels et compenser en partie l'impact de la hausse du coût de l'énergie et du chauffage. Toutefois, la confiance des consommateurs européens ne semble pas s'améliorer et l'augmentation des rémunérations réelles, qui a culminé à quelque 3% en 1999, n'a atteint que 2,5% à la fin de 2000. Les accords salariaux actuellement en vigueur dans certains des grands pays ont été négociés à une époque où la conjoncture était moins favorable et ne seront pas renégociés avant la fin de 2001. Par exemple, les accords très modérés conclus en Allemagne en 2000 sont valables pour un an encore. Là où les hausses de salaires ont été liées à un taux d'inflation anticipé, qui a été dépassé à cause de la hausse du pétrole et de la faiblesse de l'euro, il se pourrait que les revenus réels augmentent un peu.

L'appréciation de l'euro vers la fin de 2000 a eu des effets équivalant à un durcissement de la politique monétaire et les taux d'intérêt réels¹⁵ ont atteint un niveau élevé, passant d'environ 2% en 1999 à quelque 3,75% au début de 2001. Avec la baisse du prix du pétrole, le redressement de l'euro et le ralentissement de l'expansion de la masse monétaire, qui se rapproche des objectifs de la BCE, il devrait être possible d'assouplir considérablement la politique monétaire pour accompagner une relance budgétaire. Toutefois, les déclarations récentes des membres de la BCE montrent que celle-ci continuera de se fixer pour objectif unique de préserver la stabilité interne des prix. Cela est plutôt contradictoire avec l'esprit des discussions préparatoires en vue de la création de l'UEM, durant lesquelles la plupart des pays européens se sont mis d'accord sur le fait que la politique monétaire pouvait être employée pour compenser des chocs externes, tels qu'une hausse du prix du pétrole ou une chute de la demande mondiale. Si l'on n'agit pas pour atténuer les effets de chocs de ce genre, cela risque de

provoquer des déséquilibres globaux entraînant des mouvements violents des taux de change, comme ceux (entre le dollar et le yen) qui ont contribué à déclencher la crise asiatique.

Le Royaume-Uni, qui ne fait pas partie de l'UEM, a régulièrement obtenu une croissance plus forte que celle de la zone euro depuis la récession de 1990-1991 et a été un des premiers pays à sortir de la récession. Toutefois, en 2000 son taux de croissance était légèrement inférieur à la moyenne de celui de la zone euro et il semble avoir culminé vers le milieu de l'année. La production industrielle était en forte baisse durant le dernier trimestre de 2000 et la conjoncture semble devoir suivre celle des Etats-Unis, à moins que des considérations électorales ou autres n'amènent les autorités à prendre des mesures de relance.

3. Le Japon

Au Japon, la croissance, qui dépend beaucoup des exportations, s'est accélérée durant la première moitié de 2000, ce qui a entraîné une hausse des bénéfices, des investissements, de la production industrielle et de la production globale, laissant espérer une reprise durable. Cet optimisme a été renforcé lorsque la Banque centrale a porté le taux d'intérêt à 0,25% en août, puisqu'elle avait affirmé qu'elle ne prendrait pas une telle mesure tant que les signes de menaces déflationnistes ne se seraient pas dissipés. Toutefois, le taux de croissance est tombé à -2,4% (en rythme annualisé) au troisième trimestre, et le taux de chômage est remonté au niveau record de 4,8% en novembre, malgré une forte création d'emplois. La production et la consommation privée du deuxième semestre ont aussi été décevantes et, comme en outre les exportations ont décliné, les stocks ont commencé à se gonfler. En conséquence, le gouvernement a revu à la baisse ses estimations de croissance pour l'exercice budgétaire qui prenait fin en mars 2001, sa nouvelle estimation étant inférieure à 0,5% en prix courants¹⁶. Les données définitives concernant le quatrième trimestre pourraient bien faire état d'un nouveau recul de la production, signe d'une nouvelle récession.

Le fléchissement de la demande aux Etats-Unis et dans les pays en développement d'Asie a entraîné un sérieux ralentissement de la reprise tirée par l'exportation au Japon, mais il est encore trop tôt pour dire quels ont été ses effets sur les bénéfices et les investissements des entreprises¹⁷. Les commandes de machines émanant de secteurs autres que les secteurs exportateurs et les industries des télécommunications et de l'information ont commencé à augmenter durant le deuxième semestre de 1999 et cela devrait se répercuter sur les chiffres de la production à partir du début de 2000¹⁸. Ce n'est

que dans la mesure où elle suffira à compenser le déclin des exportations et de la production des industries de l'information et de la communication, dû au ralentissement de la croissance aux Etats-Unis, que cette expansion pourra empêcher une nouvelle récession.

Depuis plusieurs années, le gouvernement emploie l'arme de la relance budgétaire pour stimuler l'économie. Toutefois, il a été obligé de devenir de plus en plus prudent à cet égard en raison de l'alourdissement de la dette publique. En réponse aux signes de ralentissement apparus au deuxième semestre de 2000, les autorités ont présenté en novembre un nouveau collectif budgétaire proposant d'accroître les dépenses publiques de 4 800 milliards de yen, mais, ce chiffre est trompeur, car la loi limite l'émission de nouvelles obligations du Trésor à 2 000 milliards de yen, le solde devant provenir du report de l'excédent budgétaire (c'est-à-dire des dépenses inscrites au budget qui n'ont pas été engagées) de 1 500 milliards de yen de l'exercice 1999 et d'une hausse estimative de 1 200 milliards de yen des recettes fiscales. La relance résultant du budget proposé pour l'exercice qui commence en avril 2001 est à nouveau très modeste et, selon toute probabilité, les autorités devront adopter un autre collectif budgétaire en milieu d'année.

Les collectivités locales doivent réduire leurs dépenses pour assainir leurs finances. Par conséquent, comme la contribution de l'exportation devrait être modeste, la poursuite de la reprise dépendra essentiellement de la demande intérieure privée. L'investissement montre des signes d'accélération, mais cela implique que les entreprises s'attendent à une hausse de la demande de consommation, ce qui suppose que les salaires augmentent au moins aussi vite que la productivité.

L'orientation future de la politique monétaire reste très incertaine. Beaucoup d'observateurs craignent qu'un retour à une politique de taux d'intérêt nuls ne retarde encore les mesures de restructuration des entreprises qui doivent être prises d'urgence pour rétablir la rentabilité. Toutefois, le taux de croissance négatif enregistré au troisième trimestre donne à craindre qu'on se retrouve dans la même situation que les années précédentes, la reprise

s'épuisant au bout de quelques mois¹⁹. Le fait que le taux de chômage continue d'augmenter alors même que l'emploi augmente lui aussi montre que les travailleurs découragés recommencent à chercher du travail et que l'économie pourrait croître, sans risque d'accélération de l'inflation, à un rythme sensiblement plus élevé que son potentiel à long terme, lequel est estimé à 1%.

Il est difficile d'évaluer l'impact de la politique monétaire car les prix ont diminué presque tout au long des années 90, si bien que les taux d'intérêt réels sont positifs même lorsque les taux d'intérêt nominaux sont proches de zéro.

De plus, en raison de la fragilité des bilans des établissements financiers, il est difficile de déterminer le montant réel des liquidités injectées dans l'économie. Ces dernières années, les banques ont amélioré leur rentabilité et renforcé leurs fonds propres, mais cela ne s'est pas encore traduit par une augmentation du crédit bancaire ou des cours boursiers. L'actif des banques commerciales qui opèrent sur le marché intérieur continue de diminuer d'environ 4% par an et les enquêtes Tankan faites durant l'année n'indiquent aucune modification de l'attitude des banques, qui restent très réticentes à prêter.

Le durcissement de la politique monétaire depuis août 2000 a été accentué par l'appréciation du yen. Les cours boursiers ont plafonné en avril 2000 et, après la baisse de l'indice NASDAQ aux Etats-Unis, ils ont brutalement chuté en avril et mai. Toutefois, au lieu de se stabiliser comme ils l'ont fait aux Etats-Unis, ils ont continué de baisser, le recul étant particulièrement prononcé au milieu de décembre lorsqu'il est devenu évident que le rythme de croissance diminuait. Cela a ravivé les spéculations au sujet des difficultés du secteur bancaire et suscité la proposition de créer un fonds de placement public pour soutenir les prix des actions. Si la récente augmentation de l'investissement est conjoncturelle, due principalement au redressement de l'économie de l'Asie et à la poursuite de l'expansion de celle des Etats-Unis, et ne résulte pas de facteurs microéconomiques et d'une expansion de l'investissement dans les secteurs non exportateurs, elle risque de ne pas résister au fléchissement prévu de la demande mondiale.

Au Japon, le taux de croissance négatif enregistré au troisième trimestre donne à craindre qu'on se retrouve dans la même situation que les années précédentes, la reprise s'épuisant au bout de quelques mois.

C. Pays en développement

1. Amérique latine

Dans tous les pays d'Amérique latine, la situation économique s'est améliorée en 2000 (tableau 1.2). Dans certains cas, la reprise a été très soutenue, si bien que le taux de croissance de l'ensemble de la région a atteint près de 4%, ce qui est le niveau le plus élevé enregistré depuis la crise asiatique. Toutefois, les écarts entre les différents pays observés en 1999 ont persisté en 2000. L'économie du Mexique et des pays d'Amérique centrale et des Caraïbes ayant des liens commerciaux étroits avec les Etats-Unis a continué d'enregistrer de meilleurs résultats que celle des pays qui sont plus tributaires des exportations de produits primaires et du commerce intrarégional.

Le taux de croissance a beaucoup augmenté dans les deux principaux pays de la région, le Brésil et le Mexique. Grâce à la hausse du prix du pétrole, à la poursuite de l'expansion aux Etats-Unis et à la vigueur de la demande intérieure, le taux de croissance de l'économie mexicaine a atteint 7%, ce qui ne s'était pas vu depuis de nombreuses années, et au Brésil une politique de relance monétaire agressive a permis à la fois d'accélérer la croissance de la production (4%) et de réduire le déficit budgétaire. En dépit de la reprise, les effets de la dévaluation du début de 1999 sur les prix sont restés modérés, mais le redressement de la balance des opérations courantes a été moins rapide que prévu. Au Chili aussi, il y a eu une forte reprise (le taux de croissance a atteint près de 6%) après la récession de 1999.

En Argentine et en Uruguay, l'économie a poursuivi sa contraction pour la deuxième année consécutive, mais à un rythme plus lent. En Argentine, l'ajustement aux chocs extérieurs de 1998-1999 par la déflation s'est poursuivi, ce qui a entraîné une certaine amélioration de compétitivité et

un excédent commercial. Toutefois, comme le solde de la balance des services s'est détérioré en raison de la hausse considérable des frais financiers, l'important déficit des opérations courantes n'a que légèrement diminué. Les marchés financiers internationaux, dont la contribution est indispensable pour financer le déficit, ont suivi de près les efforts faits par le gouvernement pour maîtriser la dette publique et les hausses de salaires et de prix dans des proportions suffisantes pour rétablir la compétitivité et assurer la viabilité du compte courant (voir chapitre II, encadré 2.1).

Pour 2001, les perspectives de la plupart des pays dépendront essentiellement de la réorientation de la politique monétaire et budgétaire associée au ralentissement de l'économie des Etats-Unis. Pour l'ensemble de la région, on s'attend à un fléchissement de la croissance en raison de la faiblesse des exportations, même si une dépréciation du dollar contribuerait à accroître la compétitivité des pays dont la monnaie est liée au dollar.

Dans l'ensemble, l'environnement extérieur des pays d'Amérique latine a été favorable, car la remontée des prix de certains produits primaires, amorcée au deuxième semestre de 1999, s'est confirmée en 2000. En particulier, la hausse du prix du pétrole a aidé plusieurs pays, notamment le Venezuela, où le taux de croissance du PIB a atteint 3% en 2000, après une contraction de plus de 7% en 1999. Toutefois, d'autres pays, en particulier le Chili, le Paraguay et l'Uruguay, ont été très pénalisés par cette hausse.

Les prix des métaux (cuivre, aluminium, minerai de fer, nickel, étain et zinc) ainsi que ceux de quelques autres produits comme le coton, la farine de poisson, la pâte de bois, le soja et la laine, se sont aussi redressés. En revanche, les prix des produits alimentaires et des boissons, particulièrement le cacao, le café et le sucre, ont continué de décliner. Néanmoins, les termes de l'échange de l'ensemble de la région se sont améliorés. Comme, en outre, à cause d'une demande intérieure relativement faible la progression des importations a été nettement inférieure à celle des exportations, le déficit des opérations courantes de la région s'est légèrement réduit. Les flux d'IED ont diminué en 2000 et le total des entrées nettes de capitaux est resté nettement moins élevé que dans la période 1996-1998.

Tableau 1.2

CROISSANCE DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT, PAR RÉGION, 1990-2000

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)

Région/pays	1990-1995 ^a	1995-2000 ^a	1990-2000 ^a	1998	1999	2000 ^b
Amérique latine	3,6	2,9	3,3	1,9	0,1	3,7
<i>dont :</i>						
Argentine	5,8	2,7	4,2	3,9	-3,2	-0,5
Bolivie	4,1	3,2	3,7	4,7	0,6	2,0
Brésil	3,1	2,2	2,7	-0,1	0,8	4,0
Chili	8,7	4,5	6,6	3,4	-1,1	5,7
Colombie	4,7	0,9	2,7	0,5	-4,5	3,0
Equateur	3,4	0,1	1,8	0,4	-7,3	2,6
Mexique	1,5	5,5	3,5	4,8	3,7	7,0
Pérou	5,5	3,4	4,5	0,3	3,8	3,9
Uruguay	3,7	2,1	2,9	4,6	-3,2	-1,0
Venezuela	3,4	0,3	1,9	-0,1	-7,2	3,2
Afrique	1,5	3,6	2,5	3,2	2,9	3,5
<i>dont :</i>						
Algérie	0,1	3,5	1,8	5,1	3,3	4,3
Cameroun	-1,9	4,8	1,4	5,1	4,4	4,2
Côte d'Ivoire	1,9	4,6	3,2	4,5	2,8	2,2
Egypte	3,4	5,2	4,3	5,6	6,0	3,9
Ghana	4,3	4,4	4,3	4,7	4,4	4,0
Kenya	1,6	2,3	1,9	2,1	1,5	1,6
Mozambique	3,3	8,7	5,9	12,0	8,8	4,5
Nigéria	2,4	3,2	2,8	1,9	1,1	3,5
Afrique du Sud	0,8	2,2	1,5	0,6	1,2	2,7
Ouganda	7,0	6,2	6,6	5,5	7,8	5,0
Asie	6,1	5,0	5,6	1,1	4,9	6,6
Nouvelles économies industrielles	6,9	5,0	6,0	-2,6	7,6	8,6
Hong-Kong, Chine	5,3	3,5	4,4	-5,1	3,1	10,4
République de Corée	7,4	4,8	6,1	-6,7	10,7	9,3
Singapour	8,6	6,3	7,4	0,4	5,4	10,1
Province chinoise de Taiwan	6,4	5,8	6,1	4,7	5,7	6,0
ANASE-4	7,0	1,6	4,3	-9,4	2,8	5,3
Indonésie	2,2	3,4	2,8	-0,6	3,2	3,5
Malaisie	7,1	0,7	3,9	-13,0	0,3	5,2
Philippines	8,7	4,6	6,6	-7,4	5,4	8,7
Thaïlande	8,6	0,3	4,3	-10,2	4,2	4,2
ANASE-4 plus République de Corée	7,2	3,2	5,2	-8,2	6,5	7,3
Asie du Sud	4,5	5,5	5,0	5,6	5,7	5,5
Bangladesh	4,4	5,1	4,7	5,1	4,4	5,5
Inde	4,5	6,1	5,3	6,3	6,4	5,7
Népal	5,2	4,1	4,6	2,3	2,3	5,5
Pakistan	4,8	3,2	4,0	2,6	2,7	4,7
Sri Lanka	5,4	4,8	5,1	4,7	4,2	5,0
Asie occidentale	1,3	3,4	2,4	3,3	-0,5	4,3
Chine	12,0	8,3	10,1	7,8	7,1	8,0

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, sur la base de données exprimées en dollars de 1995.

^a Moyenne annuelle.^b Estimations.

Pour 2001, les perspectives de la plupart des pays dépendront essentiellement de la réorientation de la politique monétaire et budgétaire associée au ralentissement de l'économie des Etats-Unis. Pour l'ensemble de la région, on s'attend à un fléchissement de la croissance en raison de la faiblesse des exportations, même si une dépréciation du dollar contribuerait à accroître la compétitivité des pays dont la monnaie est liée au dollar. La réduction de la demande d'importation des Etats-Unis gênera surtout le Mexique et n'aura probablement que des effets limités au Brésil, au Chili et au Pérou. Ces deux derniers pays en particulier continueront de bénéficier de la hausse des prix des métaux communs et d'une croissance relativement dynamique en Asie, qui est un important débouché pour leurs exportations. Les perspectives sont particulièrement incertaines dans le cas de l'Equateur, où l'hyperinflation reste un problème majeur, ainsi qu'au Venezuela et en Colombie. Dans certains pays, notamment l'Argentine et le Brésil, le déficit budgétaire est toujours inquiétant, alors que dans d'autres pays qui ont subi des crises financières durant les années 80 et 90, le système bancaire reste fragile.

Les contraintes financières en Amérique latine restent considérables. La région est toujours tributaire des capitaux étrangers et en 2000 le transfert net de ressources a de nouveau été négatif. La baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis entraîne une réduction du coût des nouveaux emprunts et, au bout d'un certain temps, de celui des dettes anciennes, sauf si elle est compensée par une hausse des primes de risque. En revanche, les difficultés financières peuvent s'aggraver si le ralentissement de l'économie des Etats-Unis se répercute sur l'expansion du commerce mondial. Comme un nombre croissant de pays ont opté pour la dollarisation, la région dépendra de plus en plus de la politique monétaire des Etats-Unis.

2. Asie

Pour l'ensemble des pays en développement d'Asie hormis la Chine, la croissance s'est encore accélérée en 2000 (6,2% d'augmentation du PIB), alors que le redressement s'était déjà amorcé en 1999 après une contraction de près de 1% en 1998 (tableau 1.1). Toutefois, la situation est très contrastée selon les sous-régions et les pays (tableau 1.2).

En Asie occidentale, après une légère baisse en 1999, le taux de croissance a dépassé 4% en 2000. Echaudés par la volatilité du prix du pétrole, les pays producteurs de pétrole de la région ont dans un premier temps dépensé avec prudence leurs nouvelles recettes pétrolières, préférant reconstituer leurs

réserves de change et accroître leurs avoirs à l'étranger. Toutefois, comme le prix du pétrole est resté élevé en raison de la vigueur de la demande mondiale et du faible niveau des stocks (voir chapitre II, section C), ils se sont mis à accroître leurs dépenses d'infrastructure, d'éducation et de santé. La hausse des recettes pétrolières a réduit les besoins d'emprunt et les arriérés intérieurs. En même temps, l'assainissement de la situation budgétaire et de la balance extérieure, le retour de la confiance et le dynamisme de la demande intérieure ont considérablement stimulé l'activité économique, ce qui a accéléré la croissance globale des pays exportateurs de pétrole de la région. En revanche, les termes de l'échange de nombreux pays importateurs de pétrole se sont détériorés.

L'économie de la Turquie s'est bien rétablie après les graves dommages causés par le tremblement de terre de 1999 et les répercussions de la crise russe. Toutefois, son programme de stabilisation fondé sur le maintien d'un taux de change fixe a commencé à rencontrer des difficultés à la fin de 2000 et l'on commence à douter de la durabilité de sa croissance (voir chapitre II, encadré 2.2).

Les perspectives de l'Asie occidentale pour 2001 sont dans l'ensemble bonnes. Grâce à la hausse des recettes pétrolières, la croissance devrait continuer de s'accélérer au Koweït, en Oman, en Arabie saoudite, aux Emirats arabes unis et au Yémen, ainsi que, dans une moindre mesure, en République islamique d'Iran, où il faut compter avec le remboursement de la dette extérieure et l'augmentation des importations de produits alimentaires rendue nécessaire par la sécheresse. Le Qatar sera en outre favorisé par l'augmentation de sa production et de ses exportations de gaz. Dans plusieurs pays, la sécheresse annulera une partie des gains résultant de la hausse du prix du pétrole. Sur le plus long terme, dans la plupart des pays de la sous-région, la croissance restera limitée en raison de l'insuffisance de l'investissement. De plus, à moins de diversifier considérablement leur économie, ces pays resteront exposés à des brutales variations des termes de l'échange. Nombre d'entre eux cherchent à accroître l'efficacité du secteur public, à privatiser des entreprises d'Etat et à déréglementer l'activité économique, afin d'encourager le secteur privé et de promouvoir l'investissement national et étranger.

En Asie du Sud, la conjoncture globale est très influencée par la situation de l'Inde. Malgré les effets persistants de la crise financière d'Asie sur les exportations, et ceux plus récents de la forte hausse du prix du pétrole, le taux de croissance de l'ensemble de la région est resté au même niveau que les deux années précédentes. Celui de l'Inde, qui avait été très élevé ces dernières années, a un peu diminué. La sécheresse qui a frappé le nord du pays a eu moins d'effet sur la production agricole qu'on ne le craignait et, malgré les inondations subies par

l'Etat d'Andhra Pradesh fin août et début septembre, qui ont réduit la récolte de riz, l'Inde a un important excédent céréalier. La croissance a été soutenue par le dynamisme de l'industrie et l'augmentation rapide de la demande extérieure de services informatiques. Afin de promouvoir les exportations de services, les autorités ont adopté des lois pour aider le secteur informatique et développer les infrastructures de commerce électronique.

Au Sri Lanka, la croissance est restée soutenue en 2000, grâce à la vigueur des exportations, en particulier de vêtements. La hausse du prix du thé et du caoutchouc a aussi contribué à faire beaucoup augmenter les recettes d'exportation. Au Bangladesh également, l'exportation a été le principal moteur de la croissance, dont le taux a dépassé 5%. Au Pakistan, la croissance s'est accélérée, mais sans rattraper les autres pays de la région; le secteur extérieur reste fragile, les réserves déjà maigres ont continué de décliner et la monnaie a été attaquée après la dépréciation d'autres monnaies de la sous-région.

Les perspectives à court terme de la sous-région sont mitigées. En Inde, la croissance devrait rester assez soutenue, malgré un certain fléchissement de la demande mondiale, en raison de l'importance considérable du secteur agricole, qui devrait être favorisé par la libération des prix et du commerce intérieur des produits agricoles. Les industries manufacturières à vocation exportatrice devraient aussi être aidées par l'assouplissement du régime de l'IED dans les zones économiques spéciales, et l'expansion du secteur informatique devrait soutenir le développement des services. Le Sri Lanka continuera de bénéficier d'une forte demande de ses deux principaux produits d'exportation, les vêtements et le thé; au Pakistan par contre, il est probable que les difficultés financières freineront la croissance. Tous les pays d'Asie du Sud et en particulier les plus petits sont très tributaires de l'importation de produits énergétiques et de l'exportation de produits agricoles. La dégradation des termes de l'échange due aux variations récentes des prix des produits primaires pourrait peser quelque peu sur la croissance et de nouvelles réformes structurelles dans l'agriculture et l'industrie seront peut-être nécessaires pour accroître la compétitivité.

En Asie de l'Est, le rétablissement de la plupart des grands pays s'est confirmée. Les cinq pays qui avaient été les plus touchés par la crise financière (les quatre grands de l'ANASE – Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande – et la République de Corée) ont enregistré en 2000 un taux de croissance moyen de plus de 7%, contre 6,5% en 1999. En dépit de l'importante dépréciation des monnaies et de la rapidité du redressement, les taux d'inflation sont restés bas. En Malaisie et en Thaïlande il y a un risque de déflation (qui est déjà une réalité en Chine et à Hong-Kong (Chine)).

La croissance a été attisée non seulement par la vigueur des exportations, mais aussi par le bas niveau des taux d'intérêt et par des politiques monétaires expansionnistes. Les sorties de capitaux ont continué car les banques ont réduit leurs portefeuilles d'actifs extérieurs, mais elles n'ont pas annulé l'excédent des opérations courantes, ce qui donne à penser que la dépréciation généralisée des monnaies a été le fruit d'une politique délibérée. Le commerce intra-asiatique s'est nettement redressé et augmente aujourd'hui plus vite que le commerce de la région avec les Etats-Unis ou avec l'UE. Dans plusieurs pays d'Asie de l'Est, les principaux facteurs de reprise ne sont plus l'ajustement des stocks et les dépenses publiques, mais des facteurs plus durables, à savoir l'investissement des entreprises et la consommation privée. Toutefois, l'augmentation du volume des exportations et des prix à l'exportation a été en partie compensée par la hausse du cours du pétrole en 2000.

Parmi les quatre grands pays de l'ANASE, la Malaisie est celui qui a enregistré les meilleurs résultats, son taux de croissance étant monté jusqu'à 8,7%. Toutefois, en fin d'année l'expansion de la demande intérieure s'est sensiblement ralentie et les ventes de produits manufacturés augmentaient nettement plus vite que la production, ce qui indique un déclin des stocks. Les prix à la production sont en baisse et en décembre 2000 le taux annuel d'inflation dépassait à peine 1%. En Thaïlande, les exportations ont progressé de 20% en 2000, et ont apporté une contribution plus forte à la croissance que les années précédentes, durant lesquelles le principal moteur de l'économie avait été la consommation intérieure. En dépit de la hausse du prix du pétrole, le taux d'inflation est quasi-nul; le taux d'utilisation des capacités reste inférieur à 60% et il y a toujours un excédent de main-d'œuvre. Comme en Thaïlande, aux Philippines le rétablissement a été assez lent. Au début de 2001, le déficit budgétaire était considérable et le peso a été attaqué malgré un très fort excédent des opérations courantes. En Indonésie, la croissance a été assez vive pour la première fois depuis la crise financière, mais la demande intérieure, qui joue un rôle de plus en plus important dans les autres pays de l'ANASE, reste faible.

En République de Corée, où le taux d'augmentation des revenus par habitant a retrouvé le niveau d'avant la crise, la croissance a un peu fléchi en 2000, mais est restée supérieure à 9%. L'activité économique est toujours stimulée par les exportations, en particulier d'ordinateurs, et la production manufacturière a beaucoup augmenté, notamment dans le cas des semi-conducteurs. Une deuxième année consécutive de forte croissance a ramené les investisseurs étrangers et le taux de change, après avoir diminué en moyenne de 10%, est remonté en fin d'année. L'inflation a commencé à s'accroître, en partie à cause de la hausse du prix du

pétrole, car le pétrole importé couvre environ la moitié des besoins en énergie. Cela a incité la Banque de Corée à majorer son taux au jour le jour en octobre, pour la deuxième fois en 2000. Les prix à la consommation ont baissé en octobre et novembre, si bien que la hausse annuelle de l'indice des prix n'a guère dépassé les 2%.

A Hong-Kong (Chine), l'économie s'est nettement redressée grâce notamment à la reprise du tourisme, et à Singapour la croissance s'est encore accélérée en 2000. Toutefois, dans tous les nouveaux pays industriels, les exportations ont commencé à fléchir en fin d'année. Par exemple, à Singapour, les exportations de produits électroniques étaient en baisse de 11% en décembre 2000 par rapport à décembre 1999 et les exportations de semi-conducteurs en baisse de quelque 17%. Les exportations vers tous les grands marchés sauf la Chine et le Japon ont décliné. A Hong-Kong (Chine), la consommation est restée faible, malgré la baisse des taux d'intérêt réels et du taux de chômage et la stabilisation du marché immobilier, et dans la Province chinoise de Taiwan le redressement de la demande intérieure observé au premier trimestre de 2000 n'a pas duré.

En Chine, l'activité a continué de s'accélérer en 2000, si bien que le taux de croissance de la production a dépassé d'un point de pourcentage celui de l'année précédente, et la pression déflationniste due à la faiblesse de la demande intérieure ces dernières années a disparu. Des mesures de relance, la vigueur des exportations et le progrès des réformes structurelles ont entraîné une expansion rapide de la construction et de l'industrie, qui a largement compensé la médiocrité des résultats de l'agriculture. En outre, les exportations ont été stimulées par la dépréciation du renminbi en termes réels et l'allègement de la taxe à l'exportation. Les engagements d'investissement étranger direct ont aussi beaucoup augmenté, alors qu'ils avaient décliné pendant près de quatre ans. Toutefois, comme la Chine est de plus en plus tributaire du marché des Etats-Unis, il est probable que le fléchissement de la croissance dans ce pays freinera l'expansion des exportations en 2001. De plus, les exportations et les importations de la Chine pourraient être affectées par la perspective de son accession imminente à l'OMC et les incidences qu'elle aura sur le taux de change; les autorités envisagent déjà d'élargir la fourchette de fluctuation du renminbi. Bien que la croissance des exportations risque de fléchir en 2001, l'économie devrait être stimulée par la politique budgétaire et monétaire actuelle. En particulier, on peut s'attendre à une augmentation des investissements d'infrastructure, notamment dans l'ouest du pays.

*Les perspectives 2001 de
nombreux pays en développement
d'Asie de l'Est dépendent
beaucoup de la conjoncture dans
les industries de haute technologie
aux Etats-Unis.*

Les perspectives 2001 de nombreux pays en développement d'Asie de l'Est dépendent beaucoup de la conjoncture dans les industries de haute technologie aux Etats-Unis. L'économie de cette sous-région est très tributaire de la demande extérieure de produits électroniques et serait donc durement touchée par une baisse de cette demande. Le taux d'augmentation des commandes de produits électroniques émanant des Etats-Unis avait déjà diminué de moitié en octobre 2000. On s'attend à une poursuite du déclin car les stocks aux Etats-Unis continuent de gonfler, et dès le début de 2001 on observait des signes de baisse des prix des semi-conducteurs. De plus, la restructuration des établissements financiers et des entreprises non financières qui se poursuit continue de peser sur la croissance. Il est probable que le taux de croissance des nouveaux pays industriels diminuera en 2001, et Singapour et la Province chinoise de Taiwan en particulier seront affectés par le fléchissement de la demande de produits électroniques. En République de Corée, le ralentissement de la croissance sera dû en partie aux problèmes persistants des grands *chaebols* et aux difficultés que cela va probablement créer dans le secteur bancaire.

En Malaisie, le taux de croissance pourrait diminuer considérablement en 2001 à cause de la baisse des exportations de produits électroniques. Cela pourrait contraindre les autorités à revoir leur politique de maintien d'une parité de change fixe, mais une éventuelle baisse du cours du dollar réduirait la nécessité d'une dévaluation. Pour éviter la déflation et la décélération généralement attendues, il faudra une politique de relance monétaire et budgétaire agressive. Les perspectives de la Thaïlande sont aussi assombries par la probabilité d'un fléchissement de la croissance des exportations en 2001, et la lenteur de la restructuration de la dette et la fragilité du secteur bancaire sont une source d'inquiétude supplémentaire. Toutefois, comme les autorités monétaires ont une grande marge de réduction des taux d'intérêt et que le budget devrait être nettement expansionniste, la Thaïlande est mieux placée que les autres pays de la sous-région pour résister à la décélération de l'économie des Etats-Unis. Les chocs extérieurs restent très menaçants pour l'Indonésie et les Philippines. En outre, dans ces deux pays, la situation budgétaire est inquiétante et il reste beaucoup à faire en matière de restructuration des établissements financiers et des autres entreprises. Leurs perspectives sont donc très incertaines.

3. Afrique

Plus encore que dans les autres régions, en Afrique les perspectives de croissance et de développement dépendent considérablement de facteurs externes. Dans les pays exportateurs de pétrole, l'activité a été stimulée par la hausse du prix du baril, qui a entraîné une amélioration sensible du solde budgétaire et de la balance des paiements. En revanche, les pays importateurs de pétrole ont été durement touchés par cette hausse et par les difficultés de financement extérieur. Les pays d'Afrique subsaharienne en particulier ont continué de subir à des degrés divers les séquelles de la crise de 1997-1999, car les prix de plusieurs de leurs principaux produits d'exportation (autres que les hydrocarbures) sont restés déprimés.

Le taux de croissance de l'Afrique est passé de 2,9% en 1999 à 3,5% en 2000 (tableau 1.2). C'est moins que ce qu'on a enregistré dans les autres régions en développement et à peine plus que le taux de croissance démographique. Avant même la confirmation du ralentissement aux Etats-Unis, on avait revu à la baisse les prévisions de croissance de l'Afrique en raison de la dégradation de la conjoncture dans certains des principaux pays de la région, de mauvaises conditions climatiques et de troubles civils et politiques.

La conjoncture des différentes sous-régions de l'Afrique en 2000 a été très variable²⁰. En Afrique centrale, en Afrique de l'Est et en Afrique de l'Ouest, le taux de croissance a été proche de la moyenne du continent, tandis qu'il a été plus élevé en Afrique du Nord et moins élevé en Afrique australe. La croissance du Botswana, du Mozambique, de l'Ouganda et des pays de la zone CFA a été supérieure à la moyenne, tandis qu'en Angola, en République démocratique du Congo, en Ethiopie, en Sierra Leone et au Zimbabwe elle a été nettement inférieure.

En Afrique du Nord, l'Algérie et la Jamahiriya arabe libyenne ont été favorisées par la hausse des recettes pétrolières qui a fortement stimulé la croissance. Toutefois, en Algérie cela a été en partie compensé par de mauvaises conditions climatiques et en particulier par l'insuffisance des pluies, qui a aussi beaucoup affecté le Maroc et la Tunisie. Au Maroc, la production a décliné en 1999 et on estime qu'elle a augmenté de 0,7% en 2000, malgré une chute de 17% de la production agricole, qui représente environ 40% de la production totale. La production agricole a aussi chuté de 15% en Tunisie, ce qui a fait tomber le taux de croissance à 4,2% en 2000, contre 6,2% en 1999. Si les conditions climatiques s'améliorent, la croissance pourrait s'accélérer dans ces deux pays en 2001. En Egypte, le taux de croissance est tombé à moins de 4% en 2000 en raison du durcissement de la

politique monétaire dû à la nécessité de maîtriser l'inflation. L'expansion rapide du crédit intérieur ces dernières années et la hausse du taux de change effectif réel due au maintien d'une parité fixe par rapport au dollar ont exercé des pressions croissantes sur le compte extérieur et entraîné un déclin sensible des réserves internationales.

En Afrique australe, la croissance a été freinée en 2000 par la fragilité persistante de l'économie de l'Afrique du Sud. Dans la plupart des pays de la sous-région, le taux de croissance est resté élevé, mais dans ce qui demeure la principale économie de l'Afrique subsaharienne, la conjoncture est toujours maussade. Le taux de croissance est monté à 2,6% en 2000, grâce à l'amélioration de la compétitivité et à l'expansion du commerce et de la production mondiaux, mais la dépréciation du rand, la hausse des prix alimentaires due aux inondations qui ont touché une partie du pays et la hausse du prix du pétrole ont intensifié les pressions inflationnistes. Au Zimbabwe, la crise économique a continué de s'aggraver et l'on estime que la production a reculé d'environ 6% en 2000. Au Mozambique, qui a bénéficié d'une aide internationale généreuse et rapide pour mettre en œuvre son grand plan de reconstruction, on estime que la production a augmenté de plus de 4% (contre 8,8% en 1999), en dépit des gros dégâts causés par des inondations au début de l'année.

En Afrique de l'Est, le taux de croissance est resté décevant, ce qui est dû en partie à des carences de la formulation et de l'exécution des politiques et en partie à diverses infortunes. L'activité économique a été affectée en République démocratique du Congo par la guerre et en Erythrée et en Ethiopie par la sécheresse et la guerre. En revanche, la République-Unie de Tanzanie a résisté à l'impact du fléchissement du prix de ses principaux produits d'exportation (café et coton), mais il y a eu des pénuries de produits alimentaires à cause de la sécheresse. Le Kenya, qui est un des pays d'Afrique qui a enregistré les moins bons résultats ces dernières années, a lui aussi été durement touché par la sécheresse et la baisse des prix à l'exportation, mais la réouverture des lignes de crédit du FMI pourrait rétablir la confiance et permettre une reprise de l'aide extérieure. L'Ouganda, gros producteur de café, a continué d'obtenir une croissance d'environ 5%, en dépit d'une nouvelle baisse du cours de ce produit.

En Afrique de l'Ouest, le Nigéria a été très favorisé par la hausse du prix du pétrole, et son taux de croissance a augmenté de plus de deux points de pourcentage (3,5%). Le gouvernement a pris des mesures pour rétablir la stabilité macroéconomique et améliorer ses relations avec ses créanciers. Le Ghana a continué d'enregistrer une croissance supérieure à 4%, comme chaque année depuis 1995. Les pays d'Afrique centrale et d'Afrique de l'Ouest membres de la zone CFA (voir aussi chapitre V, encadré 5.2) sont parmi ceux qui ont obtenu les meilleurs résultats

ces dernières années. Comme leur monnaie est liée à l'euro, la faiblesse de l'euro par rapport au dollar a permis à certains d'entre eux d'accroître leur compétitivité. Toutefois, en Côte d'Ivoire on estime que le déclin amorcé en 1998 s'est poursuivi, en raison de la faiblesse du cours du cacao et d'un ralentissement sensible des décaissements d'aide extérieure. Globalement, l'expansion de la zone CFA est restée assez vigoureuse et on s'attend à ce qu'elle s'accélère en 2001.

Le taux de croissance de l'ensemble de l'Afrique devrait augmenter un peu en 2001, grâce à une amélioration de la conjoncture en Afrique du Sud. Il devrait rester particulièrement élevé au Cameroun, au Ghana, au Mozambique, en Ouganda et en République-Unie de Tanzanie, pays qui commencent à cueillir les fruits des réformes macroéconomiques et structurelles qu'ils ont entreprises. Cette amélioration suppose que les termes de l'échange des exportateurs de produits primaires se stabiliseront ou s'amélioreront un peu grâce à la baisse du prix du pétrole. Les pays les plus pauvres d'Afrique devraient bénéficier d'une

La plupart des pays d'Afrique restent très vulnérables en cas de baisse du prix des produits primaires et leur croissance est toujours entravée par l'insuffisance des infrastructures.

réduction bilatérale de la dette accordée par certains pays industriels et de la décision prise par l'UE d'ouvrir largement son marché aux exportations des PMA. De plus, quelque 80% de l'allègement de la dette prévu dans le cadre de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) concernent des pays d'Afrique subsaharienne. A ce jour, neuf pays africains (Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Mali, Mauritanie, Mozambique, Ouganda, République-Unie de Tanzanie et Sénégal) ont répondu aux conditions requises pour obtenir cet allègement et plusieurs autres pays devraient atteindre le point d'achèvement dans un proche avenir²¹. Toutefois, ces mesures internationales n'auront pas d'effet immédiat et de nombreux pays d'Afrique subsaharienne continueront de souffrir du surendettement. En outre, la plupart des pays d'Afrique restent très vulnérables en cas de baisse du prix des produits primaires et leur croissance est toujours entravée par l'insuffisance des infrastructures de transport et de communication et de l'aide publique au développement.

D. Pays en transition

La situation économique des pays en transition s'est beaucoup améliorée en 2000 (tableau 1.1) et leur taux de croissance moyen a atteint un niveau sans précédent depuis 1989. Dans la plupart de ces pays, la demande intérieure a continué d'augmenter, mais le principal moteur a été l'exportation. Toutefois, il est trop tôt pour dire si cette expansion sera durable dans tous les cas et si le processus de rattrapage a vraiment commencé. Le rétablissement observé en 2000 suivait une très mauvaise période et la détérioration de la conjoncture mondiale risque de se répercuter sur la demande d'exportation. Les problèmes immédiats que les autorités devront régler sont différents selon les pays : dans certains il faut accélérer la mise en place de l'économie de marché, tandis que dans d'autres il faut corriger les déséquilibres macroéconomiques ou faire face à des chocs négatifs.

Après la crise financière dévastatrice de 1998, la Fédération de Russie est un des pays qui a enregistré les plus forts taux de croissance en 2000, soit 7,6% (tableau 1.3). En raison de l'étroitesse de leurs liens avec l'économie russe, la plupart des autres pays de

la CEI ont aussi obtenu une croissance très satisfaisante en 2000, avec un taux supérieur à 10% au Kazakhstan et au Turkménistan. La dépréciation du rouble et des autres monnaies des pays de la CEI a stimulé l'exportation et le remplacement des importations, ce qui a eu des effets positifs sur la production industrielle. Il semble donc que les entreprises de ces pays sont en fait beaucoup plus souples et capables de répondre aux signaux du marché qu'on ne le pense en général, même si leur restructuration n'est pas encore achevée.

En Europe centrale, la République tchèque, la Hongrie et la Slovaquie ont enregistré pour les neuf premiers mois de 2000 une croissance supérieure aux prévisions. La Hongrie est le pays qui a obtenu les meilleurs résultats (6%). La production industrielle a beaucoup augmenté en République tchèque et en Slovaquie. La Pologne, qui avait enregistré un taux de croissance nettement plus élevé en 1999, a donné des signes de fléchissement durant l'année. En Roumanie, la croissance a été positive mais on ne peut pas encore vraiment affirmer que ce pays est sur la voie d'une expansion durable, et en Bulgarie

Tableau 1.3

PAYS EN TRANSITION : QUELQUES INDICATEURS ÉCONOMIQUES, 1998-2000

Région/pays	PIB			Prix à la consommation			Solde des opérations courantes (pourcentage du PIB)		
	Variation par rapport à l'année précédente ^a (pourcentage)								
	1998	1999	2000 ^b	1998	1999	2000 ^c	1998	1999	2000 ^d
Europe centrale et orientale									
<i>dont :</i>									
Bulgarie	3,5	2,4	4,5	0,9	6,2	11,0	-0,5	-5,5	-8,1
Croatie	2,5	-0,4	2,8	5,6	4,6	7,3	-7,0	-7,5	-7,7
République tchèque	4,1	1,9	1,6	5,5	14,2	15,4	-9,7	-5,5	-1,6
Hongrie	3,8	4,9	4,8	6,6	8,1	9,9	-0,8	-3,9	-2,7
Pologne	4,9	4,5	6,0	10,4	11,3	9,2	-4,9	-4,3	-3,6
Roumanie	4,8	4,1	4,2 ^e	8,5	9,9	10,6	-4,3	-7,4	-7,4
Slovaquie	-2,2	-0,8	2,7	6,7	2,5	4,2	-2,4	-1,9	-3,0
Slovénie	-5,4	-3,2	1,5	40,7	54,9	41,0	-7,2	-3,8	-2,9
Pays baltes									
<i>dont :</i>									
Estonie	4,7	-1,1	5,5	6,8	3,9	3,0	-9,2	-5,7	-5,5
Lettonie	3,9	0,1	4,5 ^f	2,8	3,3	2,6	-10,7	-10,3	-5,6
Lituanie	5,1	-4,2	2,1	2,4	0,3	1,3	-12,1	-11,2	-4,2
CEI									
<i>dont :</i>									
Bélarus	8,4	3,4	2,5 ^g	181,6	251,3	190,7	-7,6	-2,4	-3,3
Fédération de Russie	-4,9	3,2	7,6 ^e	84,5	36,6	20,2	0,4	13,7	22,2
Ukraine	-1,9	-0,4	6,0 ^e	20,0	19,2	30,3	-3,2	2,8	1,5

Source : ECE (2000, tableaux 1.2.1 et 1.2.2) et mises à jour ultérieures.

^a Pour les prix à la consommation, de décembre à décembre sauf indication contraire.

^b Prévision officielle en octobre, sauf indication contraire.

^c Juin 1999 à juin 2000.

^d Janvier-juin.

^e Estimations préliminaires.

^f 4 à 5%.

^g 2 à 3%.

l'expansion de la production s'est poursuivie pour la troisième année consécutive. Les pays baltes se sont rapidement redressés après la récession de 1999, mais leur taux de croissance a fléchi durant la deuxième moitié de 2000.

Les exportations de l'ensemble des pays en transition d'Europe vers le reste du monde ont augmenté d'un tiers. Les pays de la CEI ont été avantagés par l'expansion et la hausse du prix des exportations de produits primaires, tandis que les pays d'Europe centrale et orientale et les pays baltes ont accru leurs exportations de produits manufacturés. Dans tous ces pays, les importations ont aussi progressé, mais généralement moins que les exportations, ce qui a entraîné une amélioration

notable de la balance courante. Les termes de l'échange se sont beaucoup améliorés dans une poignée de pays de la CEI qui sont exportateurs de produits primaires, tandis qu'ils se sont nettement détériorés dans les pays qui sont importateurs nets de produits primaires, c'est-à-dire tous les pays d'Europe centrale et orientale, les pays baltes et plusieurs pays de la CEI.

L'accélération de la croissance dans la plupart des pays en transition s'est accompagnée d'une intensification des pressions inflationnistes. Malgré des gains de productivité importants et le fait que la reprise a été tirée par l'exportation, les prix à la consommation ont dans l'ensemble augmenté plus vite que prévu, principalement à cause de l'envol du

prix du pétrole. Le retour de l'inflation a incité certains pays à durcir leur politique monétaire. La hausse du prix de l'énergie menace la compétitivité des exportations, car l'intensité énergétique de la production des pays en transition reste relativement élevée. Jusqu'à présent, cet effet négatif a été plus que compensé par les gains de productivité, mais si ceux-ci diminuent tandis que les salaires nominaux sont revalorisés sur la base de l'inflation passée, les exportations pourraient en pâtir.

La situation budgétaire a été meilleure que prévu dans la plupart des pays en transition, en raison non seulement de la vigueur de la reprise mais aussi de la forte augmentation de recettes très sensibles au niveau des prix tels que les droits de douane et les droits d'accise. Dans la plupart des pays, la reprise n'a pas entraîné d'augmentation sensible de l'emploi, ce qui donne à penser que les entreprises avaient encore pas mal de main-d'œuvre excédentaire et que le processus de restructuration de

l'économie se poursuit. En fait, dans plusieurs pays le taux de chômage est resté élevé et a même augmenté.

Les facteurs qui ont stimulé la croissance en 1999 et 2000 n'agissent plus en 2001. L'expansion du commerce mondial se ralentit, les effets stimulants de la dépréciation des monnaies consécutive à la crise russe s'estompent et les prix des produits primaires ont recommencé à baisser. Il faudra donc que la demande intérieure prenne le relais. Cela sera d'autant plus difficile que l'inflation était en hausse en 2000. Plusieurs pays en transition sont résolus à mettre en œuvre les mesures requises pour l'association avec l'UE, voire l'accession à l'UE, ce qui pourrait les obliger en particulier à appliquer une politique monétaire très restrictive pour maîtriser l'inflation. Malheureusement, cela risque d'aggraver le chômage, qui est déjà très élevé en Europe du Sud-Est où le taux de chômage dépasse 20% de la population active dans plusieurs pays.

Les facteurs qui ont stimulé la croissance en 1999 et 2000 n'agissent plus en 2001.

Notes

1. A la fin de septembre 2000, le Fonds monétaire international (FMI) a révisé à la hausse ses estimations de croissance, considérant que l'expansion de l'économie mondiale avait continué de s'accélérer, et a projeté une augmentation de la production mondiale de 4,7% en 2000, soit 0,5 point de pourcentage de plus que dans les *Perspectives de l'économie mondiale* de mai. Selon ses projections, la croissance devrait s'accélérer dans toutes les grandes régions du monde, grâce à la vigueur durable de l'économie des Etats-Unis, à une forte reprise en Europe, à la consolidation du redressement de l'Asie et à un rebond des pays émergents d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Europe (FMI, 2000 : 1).
2. Les réductions d'impôts proposées par le nouveau Gouvernement des Etats-Unis n'ont pas pour objectif principal de stabiliser à court terme la demande intérieure. Il se peut donc qu'elles ne soient pas annulées même si la situation macroéconomique le demandait. Si les optimistes ont raison, elles produiront leurs effets juste au moment où l'économie aura retrouvé un rythme de croissance élevé, ce qui forcera la Réserve fédérale à durcir brutalement sa politique monétaire. Ce manque de cohérence entre la politique monétaire et la politique budgétaire soulève des préoccupations familières au reste du monde et notamment aux pays en développement. De plus, dans la mesure où l'accroissement des revenus disponibles résultant des réductions d'impôts est consacré à la consommation plutôt qu'à l'épargne, ces réductions entraîneraient une baisse de l'épargne nationale totale, ce qui aggraverait le déséquilibre extérieur.
3. Discours prononcé par Ernst Welteke, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE et Président de la Bundesbank, à l'Université de Hohenheim le 23 janvier 2001, repris dans *Market News International*. Cette réticence découle de l'idée que, compte tenu de tous les éléments disponibles, on ne peut pas encore conclure que le taux de croissance potentiel de la productivité ait augmenté de façon décisive (W. Duisenberg, Conférence de presse de la BCE, 14 décembre 2000).
4. En 1999, les entreprises étrangères ont dépensé 283 milliards de dollars pour acheter ou créer des entreprises aux Etats-Unis, contre seulement 215 milliards de dollars en 1998 et 70 milliards de dollars en 1997 (Zeile, 2000 : 141). Sur les 425,5 milliards de dollars d'investissements réalisés par l'Europe à l'étranger en 1999, 235 milliards de dollars l'ont été aux Etats-Unis (CNUCED, 2000, tableaux B1 et B2 de l'annexe; Zeile, 2000, tableau 16).
5. Comme les bénéficiaires non rapatriés de filiales d'entreprises étrangères sont comptabilisés comme des flux d'IED aux Etats-Unis, un déclin du chiffre d'affaires dans ce pays réduirait le montant des flux d'IED enregistrés et pourrait conduire les sociétés mères à rapatrier davantage de bénéficiaires, ce qui accroîtrait la pression à la baisse sur le dollar.

6. Depuis 1997, la proportion de fusions et acquisitions transfrontières financées par échange d'actions a considérablement augmenté. Pour l'ensemble des pays en développement, elle n'était que de 10% en 1997, mais est montée à 31% en 1998 et a atteint 40% en 1999. Dans le cas des Etats-Unis, on estime que la moitié environ des achats d'entreprises par des sociétés étrangères ont été financés par échange d'actions et qu'une grande partie des autres acquisitions ont été financées par des emprunts en dollars. Par conséquent, la forte expansion des achats d'entreprises américaines par des entreprises européennes après 1997 pourrait avoir eu un impact direct beaucoup moins important sur le marché des changes qu'on ne le pense en général. Néanmoins, ces opérations ont peut-être eu des effets de portefeuille indirects, car les échanges d'actions accroissent la proportion d'actifs libellés en devises étrangères dans le portefeuille des investisseurs des Etats-Unis. Si ceux-ci décident de vendre leurs actions étrangères, de rapatrier le produit de cette vente et de l'investir en titres libellés en dollars, cela entraîne une augmentation de la demande de dollars similaire à ce qui résulterait d'un achat direct de titres par des investisseurs étrangers.
7. L'économie de cette région est très tributaire de la croissance de l'économie des Etats-Unis: les exportations vers les Etats-Unis représentent plus de 20% du PIB en Malaisie, à Singapour et à Hong-Kong (Chine), plus de 10% aux Philippines et dans la Province chinoise de Taiwan, et 7% en République de Corée.
8. En raison des gains de productivité et de l'absence de réaction des prix ou des salaires aux tensions du marché du travail, la Réserve fédérale paraît considérer désormais que le taux de croissance naturel de l'économie des Etats-Unis est supérieur au taux de 2,0 à 2,5% généralement considéré comme un maximum dans la première moitié de la décennie, mais ne s'est pas explicitement donné un objectif précis. D'après le dernier *Economic Report of the President*, le taux de croissance potentiel est estimé à 3,8%.
9. Les investissements dans les technologies de l'information et de la communication englobent toutes les dépenses des entreprises consacrées à l'achat d'ordinateurs et de périphériques, de logiciels, d'équipements de communication, d'instruments, de matériel de reprographie et de machines de bureau. Les trois premières catégories représentent 88% du total et les logiciels à eux seuls représentent 43% du total. Les dépenses consacrées aux équipements de communication ne représentent que la moitié des achats de logiciels.
10. Comme la surchauffe de l'investissement aux Etats-Unis a été due principalement à des entreprises cherchant à exploiter de nouveaux progrès techniques pour créer de nouveaux marchés, elle diffère de celles observées à la fin des années 80 au Japon et au début des années 90 en République de Corée, car dans ces deux cas les investissements visaient essentiellement à accroître les capacités de production dans les industries existantes ou correspondaient à l'arrivée de nouveaux concurrents dans des activités déjà établies.
11. En fin d'année, l'indice du Conference Board était d'environ 11% moins élevé que le maximum qu'il avait atteint en mai 2000, et l'indice de l'Université du Michigan avait diminué d'environ 12% par rapport à son maximum de janvier 2000. Le déclin de ces deux indices a été particulièrement notable car jusqu'alors ils avaient été à un niveau très élevé pendant une période prolongée. L'indice de l'Université du Michigan a encore brutalement chuté entre décembre 2000 et janvier 2001.
12. Les indicateurs de confiance dans les principaux pays de l'UE sont en déclin depuis le début du troisième trimestre. En Allemagne, l'indicateur IFO diminue depuis octobre 2000 et l'indicateur de confiance globale des entreprises dans l'industrie était déjà en baisse depuis mai 2000; en France, l'indicateur de l'INSEE, qui avait culminé à 40 en juillet 2000, est tombé à 17 en janvier 2001. En Italie, l'indicateur de l'ISAE est tombé de 40 en janvier 2000 à 18 en novembre 2000 et il a continué de baisser en décembre 2000.
13. Voir Credit Suisse/First Boston, *Euro Area Weekly*, 12 janvier 2001.
14. Dans la deuxième moitié des années 90, la contribution de la demande intérieure au dynamisme de la croissance semble avoir été plus grande dans certains petits pays d'Europe que dans les plus grands.
15. Taux d'intérêt nominaux moins taux d'inflation de base.
16. Toutefois, vu la persistance d'une certaine déflation, le taux de croissance réel est légèrement plus élevé.
17. L'Asie absorbe plus de 40% des exportations japonaises et les Etats-Unis plus de 25%. La part de l'UE est inférieure à 20% et les exportations vers l'UE sont probablement plus sensibles aux variations des taux de change. En conséquence, elles devraient augmenter si le cours de l'euro par rapport au yen remonte.
18. L'enquête Tankan publiée en décembre a révisé à la baisse les bénéfices du deuxième semestre et les excédents de capacités ont augmenté.
19. La Banque centrale paraît considérer que, dans la mesure où la hausse des taux d'intérêt force les entreprises à se restructurer, elle entraînera, par le biais des gains de productivité, une baisse des prix et une déflation. Toutefois, selon une étude qu'elle a publiée (6 octobre 1999 : 56, encadré E), les données ne permettent pas de conclure que l'innovation technique accroisse le nombre d'industries qui font des bénéfices tout en baissant leurs prix encore davantage au Japon.
20. Les définitions des sous-régions employées dans la présente section sont celles de la Commission économique pour l'Afrique des Nations Unies : 1) *Afrique centrale* (Cameroun, Congo, Gabon, Guinée équatoriale, République centrafricaine, Sao Tomé-et-Principe, Tchad); 2) *Afrique de l'Est* (Burundi, Comores, Djibouti, Erythrée, Ethiopie, Kenya,

Madagascar, Ouganda, République démocratique du Congo, République-Unie de Tanzanie, Rwanda, Seychelles, Somalie); 3) *Afrique du Nord* (Algérie, Egypte, Jamahiriya arabe libyenne, Maroc, Mauritanie, Soudan et Tunisie); 4) *Afrique australe* (Afrique du Sud, Angola, Botswana, Lesotho, Malawi, Maurice, Mozambique, Namibie, Swaziland, Zambie et Zimbabwe); et 5) *Afrique de l'Ouest* (Bénin, Burkina Faso, Cap-Vert, Côte d'Ivoire, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau,

Libéria, Mali, Niger, Nigéria, Sénégal, Sierra Leone et Togo). La production de l'Afrique du Nord représente environ 40% du total de la production africaine et celle de l'Afrique australe 35%; celle de l'Afrique de l'Ouest représente 14%, celle de l'Afrique de l'Est 7% et celle de l'Afrique centrale 4%.

20. Ethiopie, Gambie, Guinée, Guinée-Bissau, Madagascar, Malawi, Niger, Rwanda, Sao Tomé-et-Principe, Tchad et Zambie.

COMMERCE ET FINANCES INTERNATIONAUX

A. Evolution récente du commerce international

En 1998 et 1999 (tableau 2.1), après la crise financière asiatique, le commerce mondial est passé par une période de faible croissance qui a pris fin en 2000. D'après les estimations disponibles au début de 2001, en 2000 le commerce international a progressé environ deux fois plus vite qu'en 1999, et nettement plus vite que la production mondiale (tableau 2.2)¹. La vigueur de l'économie des Etats-Unis, l'accélération de l'activité dans l'UE et au Japon, un redressement plus solide que prévu de l'Amérique latine et des pays en transition et la poursuite de la croissance en Asie ont contribué à stimuler les échanges. La longue période d'expansion de l'économie des Etats-Unis a laissé son empreinte sur la structure du commerce mondial. En 1999, l'économie des Etats-Unis absorbait 18,5% des importations mondiales en valeur, ce qui était sans précédent, et en 2000 cette proportion était encore plus grande (voir OMC, 2000, tableaux III.1 et III.2). En 2001, la progression du commerce mondial devrait être plus modérée en raison du fléchissement de la croissance de la production industrielle et de la stabilisation du prix du pétrole.

En 2000, le volume du commerce a augmenté dans toutes les grandes régions, mais en particulier dans les pays en développement et, selon certaines estimations, dans les pays en transition (tableau 2.2). Pour l'ensemble des pays en développement, on estime que le volume des importations a progressé de plus de 11% en 2000, contre moins de 6% en 1999, tandis qu'il avait diminué en 1998. Les importations de l'Amérique latine et des pays en transition avaient diminué en 1999 mais on estime qu'elles ont augmenté de plus de 10% en 2000. En Asie, les importations ont continué de croître, parfois encore plus rapidement qu'en 1999. La croissance du volume des importations s'est nettement accélérée à

Hong-Kong (Chine) et dans la Province chinoise de Taiwan, mais s'est ralentie à Singapour et en République de Corée. Parmi les quatre grands pays de l'ANASE, le volume des importations a progressé plus vite en 2000 qu'en 1999 dans le cas de l'Indonésie et des Philippines, mais moins vite dans le cas de la Malaisie et de la Thaïlande. En Chine, le volume des importations a continué d'augmenter à un rythme très soutenu en 2000, la progression dépassant même les 26% enregistrés l'année précédente. Dans le cas de l'Afrique, qui a été moins affectée par la récente instabilité des marchés mondiaux, les importations ont progressé, mais plus lentement que dans les autres régions en développement.

L'expansion des importations s'est aussi accélérée dans les pays développés en 2000, mais pour la première fois depuis 1997 elle a été moins rapide que dans les pays en développement. Comme l'année précédente, les importations des Etats-Unis ont crû plus vite que celles des autres pays développés, et selon certaines estimations elles auraient progressé de plus de 14% en 2000. Le fait que les Etats-Unis ont continué d'acheter beaucoup au reste du monde a contribué à soutenir le commerce international en 2000. Toutefois, la demande d'importations s'est aussi beaucoup améliorée dans quelques-uns des principaux pays de l'UE, en dépit de la faiblesse de l'euro; on estime que l'expansion des importations globales de la zone euro a dépassé 10% en 2000. Au Japon, le volume des importations s'est également accru à un rythme accéléré en 2000, sans toutefois atteindre celui enregistré aux Etats-Unis ou en Europe, ce qui est dû en partie à un rebond des investissements, et notamment des achats d'équipements informatiques et de télécommunications.

Tableau 2.1

**EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS DES PRINCIPAUX GROUPES ÉCONOMIQUES
ET RÉGIONS, 1997-1999**

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)

<i>Région/groupe économique</i>	<i>Valeur des exportations</i>			<i>Volume des exportations</i>		
	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
Ensemble du monde	3,5	-1,6	3,5	10,7	5,0	4,8
Pays développés à économie de marché	2,0	0,8	1,7	10,0	4,6	4,3
<i>dont :</i>						
Japon	2,4	-7,8	8,1	11,8	-1,3	2,1
États-Unis	10,2	-0,9	1,9	11,9	2,3	4,3
Union européenne	-0,5	4,0	-1,0	9,4	6,3	3,7
Pays en transition	4,2	-4,7	-0,6	10,4	5,1	-1,7
Pays en développement	7,0	-6,9	8,7	12,5	5,6	7,1
<i>dont :</i>						
Afrique	2,0	-15,9	8,7	6,7	-1,8	3,8
Amérique latine	10,6	-1,3	6,4	11,7	7,6	7,5
Moyen-Orient	4,7	-22,5	23,6	12,6	6,9	-3,0
Asie	7,2	-4,5	7,5	13,6	5,3	10,1
<i>dont :</i>						
Nouvelles économies industrielles ^a	3,5	-7,5	5,3	11,6	3,8	7,0
ANASE-4 ^b	5,1	-4,0	10,7	12,2	10,7	13,1
Chine	21,1	0,4	6,3	20,6	3,5	15,5
<i>Pour mémoire :</i>						
ANASE-4 plus République de Corée	5,0	-3,5	10,2	18,0	13,7	12,6
<i>Région/groupe économique</i>	<i>Valeur des importations</i>			<i>Volume des importations</i>		
	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
Ensemble du monde	3,5	-0,9	4,0	9,9	4,3	6,0
Pays développés à économie de marché	2,3	3,1	4,9	9,4	7,7	7,0
<i>dont :</i>						
Japon	-3,0	-17,2	11,0	1,7	-5,3	9,5
Etats-Unis	9,4	5,0	12,2	12,1	11,7	11,3
Union européenne	-0,3	5,9	0,8	8,9	8,3	4,2
Pays en transition	6,5	-1,8	-11,6	13,7	4,7	-8,8
Pays en développement	6,1	-10,2	4,2	10,5	-3,8	5,6
<i>dont :</i>						
Afrique	5,7	1,2	0,0	10,0	5,2	-2,0
Amérique latine	18,2	5,0	-3,0	21,4	8,6	-1,0
Moyen-Orient	8,1	-3,2	2,6	10,8	-3,8	1,7
Asie	2,2	-18,5	8,9	7,3	-10,6	12,1
<i>dont :</i>						
Nouvelles économies industrielles ^a	3,4	-19,5	7,3	7,4	-10,0	8,2
ANASE-4 ^b	-2,4	-27,9	7,3	4,9	-23,1	9,2
Chine	2,4	-1,3	18,2	5,4	2,5	25,7
<i>Pour mémoire :</i>						
ANASE-4 plus République de Corée	-3,0	-30,9	15,0	3,5	-22,2	16,4

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, sur la base de statistiques de l'OMC.

^a Hong-Kong (Chine), République de Corée, Singapour et Province chinoise de Taiwan.

^b Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

Tableau 2.2

**EXPORTATIONS ET IMPORTATIONS DES DIFFÉRENTS GROUPES ÉCONOMIQUES
ET RÉGIONS, 2000 : ESTIMATIONS DE DIVERSES ORGANISATIONS**

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)

Région/groupe économique	Valeur des exportations		Volume des exportations		
	FMI	ONU	FMI	OCDE	ONU
Ensemble du monde	9,9	.	10,4 ^a	13,3 ^a	10,6
Pays développés à économie de marché	.	.	10,2 ^b	12,9	10,2
<i>dont :</i>					
Japon	.	.	9,7 ^c	12,5	8,6
États-Unis	.	.	8,8 ^c	12,6	10,6 ^d
Union européenne	.	.	9,5 ^c	12,6	10,8 ^e
Pays en transition	.	28,4 ^f	.	.	8,3 (15,8 ^f)
Pays en développement	20,4	.	10,3	.	11,9
<i>dont :</i>					
Afrique	25,6	.	6,6	.	4,7
Amérique latine	17,9	20,5 ^g	10,8	.	6,4 (4,2 ^g)
Asie	14,0	.	10,9	.	.
<i>dont :</i>					
Asie de l'Est et du Sud	.	.	.	.	13,5
Chine	.	.	.	.	21,6
Région/groupe économique	Valeur des importations		Volume des importations		
	FMI	ONU	FMI	OCDE	ONU
Ensemble du monde	.	.	10,4 ^a	13,3 ^a	10,8
Pays développés à économie de marché	.	.	10,4 ^b	12,7	8,8
<i>dont :</i>					
Japon	.	.	6,8 ^c	11,5	6,4
États-Unis	.	.	13,0 ^c	14,5	13,1 ^d
Union européenne	.	.	8,7 ^c	11,0	6,8 ^e
Pays en transition	.	13,2 ^f	.	.	11,8 (17,0 ^f)
Pays en développement	15,1	.	11,2	.	15,7
<i>dont :</i>					
Afrique	9,0	.	6,2	.	7,1
Amérique latine	13,9	17,5 ^g	14,4	.	9,2 (12,3 ^g)
Asie	17,3	.	13,2	.	.
<i>dont :</i>					
Asie de l'Est et du Sud	.	.	.	.	15,1
Chine	.	.	.	.	45,3

Source : FMI (2000a); OCDE (2000a); ONU/DAES-CNUCED (2001).

^a Moyenne des pourcentages de variation annuelle des exportations et des importations mondiales.

^b Y compris les nouvelles économies industrielles.

^c Y compris les services.

^d Amérique du Nord.

^e Europe occidentale.

^f CEE (janvier à septembre).

^g CEPALC.

La forte expansion de la demande mondiale d'importations en 2000 a eu comme contre-partie des résultats également très satisfaisants du côté des exportations². Le volume des exportations s'est redressé de façon particulièrement prononcée au Moyen-Orient et dans les pays en transition. Dans le cas de ces derniers, cela s'explique en partie par le renforcement des relations avec l'Europe occidentale (en particulier l'Allemagne), où le taux de croissance de l'économie a augmenté en 2000. La forte expansion du volume des exportations de la Fédération de Russie a aussi été due à la vigueur de la demande de produits exportés par ce pays, en particulier le pétrole et les métaux. L'expansion accélérée des exportations vers d'autres régions a continué d'aider le redressement de l'Asie et d'une partie de l'Amérique latine, grâce notamment à la dévaluation de leur monnaie. Dans le cas de l'Asie, la reprise du commerce intrarégional a aussi joué un rôle et elle a en particulier facilité la forte croissance des exportations de la Chine³. De même, la croissance du volume des exportations du Mexique est due en grande partie à l'étréitesse des liens de ce pays avec les Etats-Unis. Font exception à cette évolution générale les pays, essentiellement d'Afrique et d'Amérique latine, qui exportent surtout un petit nombre de produits primaires autres que le pétrole. Les problèmes de ces pays ont été aggravés par la stagnation ou le déclin du cours international de ces produits.

On constate également une accélération de la croissance du volume des exportations en 2000 dans

les pays développés, notamment ceux de la zone euro, qui ont été avantagés par la faiblesse de leur monnaie. Les exportations de certains des plus grands pays d'Europe, tels que l'Allemagne et la France, ont progressé de plus de 10%. La croissance des exportations a aussi aidé à revitaliser l'économie japonaise en 2000.

Les déséquilibres commerciaux entre les grandes régions économiques qui s'étaient accumulés ces dernières années en raison d'un important écart de croissance entre les Etats-Unis et les autres pays développés et de la vigueur du dollar se sont encore aggravés en 2000. Le déficit commercial des Etats-Unis a atteint un niveau record, proche de 4% du PIB⁴, tandis que l'excédent commercial global du Japon et de l'Union européenne n'a guère diminué en dépit d'une hausse considérable de la facture pétrolière. Les pays en développement et plusieurs pays en transition exportateurs de pétrole, notamment la Fédération de Russie, ont amélioré leur excédent commercial.

Pour 2001, on s'attend à ce que l'expansion de la demande mondiale soit moins forte qu'en 2000 en raison du ralentissement de l'économie des Etats-Unis et de certains autres pays qui ont enregistré d'excellents résultats ces dernières années. Le volume des flux de capitaux privés limitera probablement l'accroissement de la capacité d'importation de plusieurs pays en développement, en particulier ceux d'Amérique latine.

B. Le marché des produits primaires autres que le pétrole

En 2000, les cours des produits primaires autres que le pétrole se sont légèrement redressés après avoir beaucoup baissé en 1998 et 1999. Le niveau global des prix de ces produits a augmenté de près de 2%, alors qu'il n'avait cessé de décliner pendant cinq ans (tableau 2.3), mais il est resté bien inférieur au niveau qu'il avait atteint en 1996 et 1997. L'accélération de la croissance dans toutes les grandes régions a entraîné une augmentation de la demande d'un grand nombre de produits primaires, ce qui s'est traduit par une baisse des stocks et une hausse des prix dans certains cas, mais n'a pas suffi à compenser la chute brutale du cours de produits importants comme le café, le cacao et le riz. Les effets négatifs de la faiblesse persistante des prix de

certaines produits primaires non pétroliers d'une part et de la hausse du prix du pétrole de l'autre ont causé de graves problèmes de balance des paiements et une perte de bien-être dans les pays en développement importateurs de pétrole qui sont très tributaires de la production et de l'exportation d'une gamme étroite de produits primaires.

L'amélioration globale des prix cache des divergences importantes entre les différentes catégories de produits. Les effets à long terme du déclin de la demande enregistré en 1998 et 1999 ont laissé sur les bras des producteurs et des exportateurs de plusieurs produits, notamment le café, le cacao, le riz et les bois tropicaux, des stocks très excessifs qu'il faudra sensiblement réduire avant que les prix

Tableau 2.3

COURS MONDIAUX DES PRODUITS PRIMAIRES, 1996-2000

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)

<i>Produits</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
Ensemble des produits ^a	-4,2	0,0	-13,0	-14,2	1,9
Produits alimentaires et boissons tropicales	2,1	2,8	-14,3	-18,3	1,0
<i>Boissons tropicales</i>	-15,2	33,3	-17,3	-20,9	-13,2
Café	-19,1	54,7	-28,5	-23,2	-16,2
Cacao	1,2	11,2	3,7	-32,1	-22,2
Thé ^b	...	35,1	4,3	-7,0	6,8
<i>Produits alimentaires</i>	6,8	-3,5	-13,8	-18,1	5,9
Sucre	-9,9	-4,9	-21,2	-30,0	30,5
Viande de bœuf	-6,4	4,0	-7,0	6,1	5,7
Maïs	25,0	-25,3	-13,4	-5,5	-1,0
Blé	16,2	-22,6	-19,9	-10,9	3,5
Riz	5,0	-10,7	1,3	-18,6	-18,1
Bananes	7,5	4,3	-3,1	-9,9	-2,3
Graines oléagineuses et huiles végétales	-4,2	-0,9	7,1	-23,3	-22,8
Matières premières agricoles	-9,9	-10,3	-10,8	-10,3	-1,0
Cuir et peaux	-23,7	-19,8	-22,7	-27,6	73,8
Coton	-14,8	-8,9	-8,3	-22,9	3,5
Tabac	15,6	15,6	-5,5	-7,0	-3,4
Caoutchouc	-11,9	-28,3	-29,8	-12,6	7,9
Grumes de bois tropicaux	-20,1	-5,5	-1,2	-7,2	-4,3
Minéraux, minerais et métaux	-12,1	0,0	-16,0	-1,8	12,0
Aluminium	-16,6	6,2	-15,1	0,3	13,8
Phosphate	8,6	7,9	2,4	4,6	0,2
Minerai de fer	6,0	1,1	2,8	-9,2	2,6
Étain	-0,8	-8,4	-1,9	-2,5	0,6
Cuivre	-21,8	-0,8	-27,3	-4,9	15,3
Nickel	-8,8	-7,6	-33,2	29,8	43,7
Minerai de tungstène	-17,9	-9,3	-6,4	-9,3	12,1
Plomb	22,7	-19,4	-15,3	-5,0	-9,7
Zinc	-0,6	28,4	-22,2	5,1	4,8

Source : CNUCED, Monthly Commodity Price Bulletin, diverses parutions.

^a Hormis le pétrole brut..^b Nouvelle série commençant en 1996.

puissent se redresser. Dans le cas de quelques produits, en particulier le nickel et le zinc, le déstockage amorcé à la fin de 1999 s'est poursuivi tout au long de 2000 en raison d'une forte demande. En revanche, pour ce qui est des produits agricoles, les variations du niveau des stocks ont été contrastées.

Les prix des minerais, minéraux et métaux ont progressé de 12% en 2000 par rapport au niveau le plus bas atteint en 1999, ce qui s'explique essentiellement par la hausse du prix du nickel, du cuivre, de l'aluminium et du tungstène. Néanmoins, sauf dans le cas du nickel, les prix des métaux n'ont pas retrouvé le niveau moyen de 1996-1997. Le rebond des prix des métaux communs et de certaines

autres matières premières industrielles s'explique par la vigueur de la demande et la réduction de la production et des stocks. Le cours de l'aluminium, qui avait commencé à remonter en 1999 après une forte baisse en 1998 et au début de 1999, a progressé de 14% en 2000 en dépit de l'importance des stocks et de l'augmentation de la production. Le prix du cuivre a augmenté de plus de 15% grâce à la vigueur de la demande qui a permis de réduire les importants stocks accumulés en 1997-1999. Le prix du nickel a augmenté de 44% après avoir déjà augmenté de 30% en 1999, ce qui s'explique essentiellement par la demande induite par une forte croissance de la production d'acier. Comme la demande a été supérieure à l'offre, les stocks de nickel ont beaucoup

diminué et sont tombés à un niveau que l'on n'avait pas vu depuis de nombreuses années. Les cours du minerai de fer et du zinc ont légèrement augmenté et ceux de l'étain et du phosphate ont stagné. Pour la quatrième année consécutive, le cours du plomb a continué de baisser en raison de l'importance des stocks et de la faiblesse de la demande.

En ce qui concerne les produits agricoles, les variations de cours ont été importantes, ce qui est dû à une modification du rapport entre l'offre et la demande et à des variations des stocks. Les cours de plusieurs produits agricoles majeurs sont restés bas en raison de l'augmentation de la production et de l'excédent des stocks. Dans le cas de produits tels que le café, le cacao et le riz, la production n'a pas diminué, ce qui a entraîné un nouveau gonflement des stocks et continué de faire pression sur les prix. Le prix du café a encore beaucoup baissé en 2000, après avoir chuté au total de 45% durant les deux années précédentes, ce qui est dû aussi en partie à l'atonie de la demande, particulièrement en Europe et aux Etats-Unis. La forte augmentation de la récolte de café du Vietnam, qui est devenu le deuxième exportateur mondial après le Brésil, a aussi contribué à cette évolution négative du prix. En ce qui concerne le cacao, malgré l'augmentation de la demande, les

prix sont tombés à un niveau sans précédent en 2000 en raison d'une offre très excédentaire qui a entraîné un nouvel accroissement des stocks. Dans le cas du thé, la hausse de 7% a compensé la baisse de 1999 et s'explique avant tout par la réduction de l'offre, notamment celle du Kenya et de l'Inde.

En 2000, les prix des produits alimentaires ont progressé (de 6%), pour la première fois depuis 1996, grâce à un net redressement du prix du sucre, qui a augmenté plus que prévu en raison d'un important déstockage. Le prix du blé est un peu remonté, tout en restant bien inférieur au niveau de 1996, et le prix du riz a chuté d'environ 18%. En raison de l'excédent des capacités de production des grands pays exportateurs, le prix du riz est déprimé depuis plusieurs années. Les cours des graines oléagineuses et des huiles végétales ont perdu 23% en 2000, après une baisse du même ordre de grandeur en 1999.

En 2001, les variations des prix des produits primaires autres que le pétrole resteront contrastées. Globalement, on peut s'attendre à ce que les prix restent faibles pour la plupart des produits et les perspectives à court terme sont assombries par les incertitudes qui entourent la conjoncture aux Etats-Unis et l'impact qu'aurait un ralentissement de la croissance de ce pays sur le reste du monde.

C. Evolution récente et tendances sur le marché pétrolier

1. Prix, offre et demande

En moyenne annuelle, le prix du pétrole brut a augmenté de 58% pour atteindre 27,6 dollars le baril en 2000, ce qui est le niveau le plus élevé enregistré depuis 1985, et la moyenne mensuelle a culminé à 31,5 dollars le baril en septembre 2000⁵. Tout au long de 1998 et au début de 1999, le cours du pétrole n'avait cessé de baisser et il était tombé jusqu'à environ 10 dollars le baril, ce qui est imputable en grande partie à la crise économique d'Asie, qui avait entraîné une contraction de la demande mondiale de pétrole⁶. Pour enrayer cette baisse des prix, les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et quelques exportateurs de pétrole non membres de l'OPEP (Mexique, Norvège, Oman et Fédération de Russie) ont réduit globalement leur production de plus de 2 millions de barils par jour (bpj) en avril 1999. Comme cette baisse de l'offre a

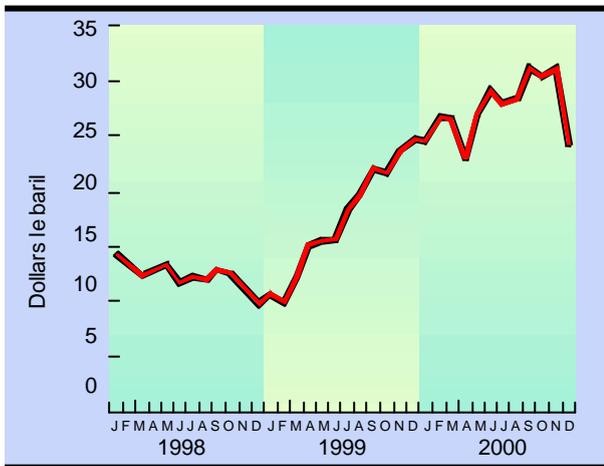
coïncidé avec une reprise de la demande due au redressement de l'économie en Asie de l'Est et à la poursuite d'une forte expansion aux Etats-Unis, il y a eu un important déstockage et le cours du pétrole a triplé entre février 1999 et février 2000.

Lorsque la hausse des prix a commencé à affecter de nombreux pays importateurs de pétrole, l'OPEP a accru le plafond de la production de 1,7 million de bpj en avril 2000 et a adopté officiellement un mécanisme visant à maintenir le prix du baril entre 22 et 28 dollars (voir *Rapport sur le commerce et le développement 2000*, chap. III, sect. C). En conséquence, lorsque ce prix a dépassé les 28 dollars, l'OPEP a revu à la hausse le plafond de production en juillet, puis à nouveau en octobre, le majorant au total de 3,2 millions de bpj. Le cours a atteint des sommets en septembre et à nouveau en novembre 2000, les négociants continuant d'être

préoccupés par la baisse des stocks, notamment aux Etats-Unis. Toutefois, en décembre 2000 il a brutalement chuté et est retombé au niveau où il était huit mois auparavant. Soudain, la crainte d'une envolée du prix du pétrole a fait place à la perspective d'un effondrement. Pour éviter que le cours tombe en dessous du bas de la fourchette, en dépit du fléchissement de la demande, particulièrement aux Etats-Unis, l'OPEP a réduit les quotas de production de ses membres, au prorata, de 1,5 million de bpsj au total à compter de février 2001.

Graphique 2.1

MOYENNE MENSUELLE DU PRIX AU COMPTANT DU PÉTROLE BRUT DE L'OPEP, 1998-2000
(Dollars le baril)



Source : OPEP, Monthly Oil Market Report, diverses parutions.

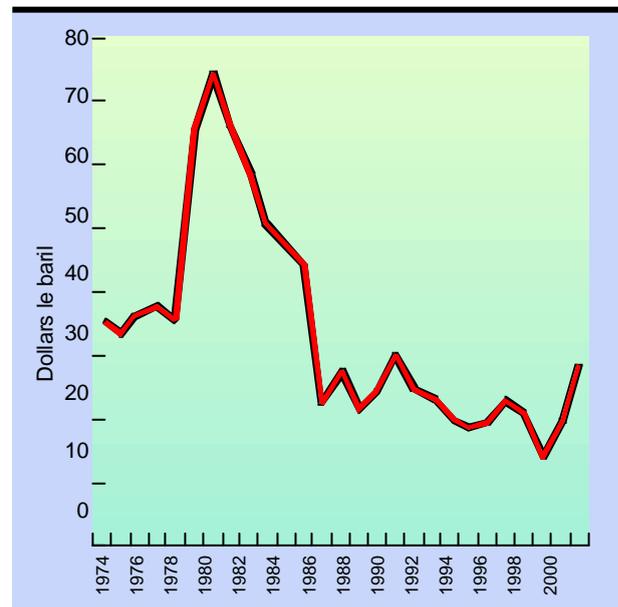
2. Les effets de la hausse du prix du pétrole

On considère en général que la hausse du prix du pétrole déprime l'activité économique mondiale. L'effet négatif de cette hausse sur les revenus réels serait similaire à celui d'un impôt sur le revenu réel des ménages et des entreprises des pays importateurs, ce qui réduirait la demande globale. Toutefois, ce point de vue ne tient compte que des effets négatifs sur les consommateurs occidentaux et ignore les effets positifs sur les producteurs de pétrole. Toute hausse du prix qui n'est pas totalement compensée par une baisse des quantités échangées entraîne une redistribution de revenus des consommateurs au profit des producteurs. Il est probable que cette redistribution modifie la structure de la demande de marchandises sur le marché mondial mais elle ne réduit pas nécessairement le niveau global de la demande et de l'activité.

Quoi qu'il en soit, même l'effet direct de la récente hausse sur les pays industriels importateurs de pétrole a été nettement moins grave qu'en 1973 et 1979-1980, pour diverses raisons. L'activité économique des pays industriels demande beaucoup moins de pétrole qu'il y a vingt ou trente ans et, en dépit de la hausse brutale du prix nominal, le prix réel du pétrole reste relativement bas, puisqu'en 2000 il atteignait en moyenne le tiers environ du prix de 1980 et restait inférieur de 20% à celui de 1974 (graphique 2.2). On voit donc que l'importance du commerce international de pétrole a beaucoup diminué ces deux dernières décennies, de même que l'impact d'une hausse du prix du pétrole sur l'inflation dans les pays industriels. Depuis février 1999, malgré le fait que le cours du pétrole brut a presque triplé, les prix finaux dans la plupart des pays industriels n'ont augmenté que de quelque 30%, ce qui s'est traduit par une hausse de l'indice des prix à la consommation de l'ordre de 0,5 point de pourcentage en 1999 et en 2000 (OCDE, 2000a, tableaux I.8 et I.9).

Graphique 2.2

PRIX RÉELS DU PÉTROLE, 1974-2000
(Dollars le baril)^a



Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, sur la base de données fournies par BP Amoco, *Statistical Review of World Energy 2000*, et Département du travail des Etats-Unis (www.stls.frb.org/fred/data/cpi).

^a Prix en dollars courants ajustés sur la base de l'indice des prix à la consommation des Etats-Unis, l'année de base étant 2000.

Néanmoins, la hausse du prix du pétrole en 2000 a déclenché un vaste débat dans les grands pays consommateurs au sujet du cours du pétrole, de la

Tableau 2.4

PAYS DU G-7 : PRIX MOYENS À LA POMPE DE L'ESSENCE^a ET PRODUIT DES TAXES SUR LES PRODUITS PÉTROLIERS^b

	<i>Prix</i>	<i>Taxe</i>	<i>Taxes</i>	<i>Produit des taxes sur les produits pétroliers, 1999</i>
	<i>(dollars par litre)</i>			
Royaume-Uni	1,15	0,85	73,7	59,6
Japon	1,02	0,55	53,6	79,0
Italie	0,96	0,61	63,4	47,9
France	0,94	0,64	68,0	53,2
Allemagne	0,90	0,61	67,4	58,2
Canada	0,49	0,42	40,8	14,8
Etats-Unis	0,41	0,10	24,8	95,7

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Agence internationale de l'énergie, *Monthly Market Report*, 11 décembre 2000.

^a Prix moyens constatés en novembre 2000.

^b 1999.

fiscalité pétrolière et de la sécurité de l'approvisionnement. Le Gouvernement des Etats-Unis a décidé de mettre sur le marché une partie de ses réserves stratégiques, en principe réservées aux situations d'urgence. Les gouvernements de certains pays européens ont indemnisé divers groupes de pression en réponse à la rébellion des consommateurs devant le niveau élevé des prix à la pompe. Les pays exportateurs de pétrole et en particulier les membres de l'OPEP ont souvent été accusés d'être à l'origine du niveau prétendument excessif du prix de l'essence et du fioul. Toutefois, le prix à la consommation de ces produits a augmenté même lorsque le cours du pétrole brut diminuait, principalement en raison de l'impact de la fiscalité dans les pays industriels et en particulier ceux d'Europe (tableau 2.4). Ainsi, dans l'UE, les taxes sur l'essence représentent en moyenne 68% du prix final, le solde étant réparti à parts égales entre la marge des raffineurs et des distributeurs et les recettes des pays exportateurs. En 1999, la recette des taxes sur les produits pétroliers dans les pays du G-7 a atteint près de 358 milliards de dollars, ce qui représente près du double des recettes que les pays membres de l'OPEP tirent de leurs exportations de pétrole.

Pour les pays développés, la hausse du prix en 1999 et en 2000 a entraîné une majoration de la facture pétrolière inférieure à 0,5% du PIB, mais elle a aussi stimulé les exportations vers les pays exportateurs de pétrole. Les pays en développement importateurs de pétrole, vu la structure de leurs exportations, sont dans l'ensemble beaucoup moins bien placés pour tirer parti d'un éventuel surcroît de la demande des exportateurs de pétrole. En outre, comme l'intensité énergétique de la production est plus grande dans les pays en développement que dans les pays développés, l'impact global de la hausse du

prix du pétrole depuis 1999 y a été beaucoup plus prononcé.

En fait, pour de nombreux pays en développement l'impact de cette hausse a été plus fort que dans les années 70 et au début des années 80, car en raison de leur industrialisation, ils sont devenus plus dépendants du pétrole; de plus, leur parc automobile s'est considérablement accru. Ils emploient donc de plus en plus de pétrole et ils en consomment presque deux fois plus que les pays développés par unité de production. D'après une estimation récente, la dégradation des termes de l'échange due à la récente hausse des cours du pétrole représentait entre 1,4 et 2,0% du PIB dans les pays d'Asie du Sud-Est, environ 1% en Inde et en Afrique du Sud et 0,5% au Brésil (OCDE, 2000a : 15).

La facture pétrolière des pays en développement importateurs de pétrole a augmenté de quelque 21 milliards de dollars en 1999 et de 43 milliards de dollars en 2000 (tableau 2.5). Comme en général les importations de produits pétroliers représentent une grande proportion de leurs importations totales, la balance de leurs opérations courantes s'est considérablement dégradée, la détérioration dépassant 1% du PIB pour la seule année 2000. Cela aura probablement des répercussions sévères sur la croissance et le niveau de vie dans bon nombre de ces pays. Dans le cas des pays importateurs de pétrole d'Afrique, dont beaucoup sont des PMA, la hausse de la facture pétrolière sur ces deux dernières années a atteint quelque 6 milliards de dollars, soit 2% de leur PIB. Vu leurs difficultés de financement extérieur et l'impossibilité de compenser ce phénomène par une expansion des exportations, bon nombre d'entre eux ont dû réduire leurs importations d'autres marchandises.

Tableau 2.5

**FACTURE PÉTROLIÈRE DES PAYS
IMPORTATEURS DE PÉTROLE, 1998-2000**
(En milliards de dollars)

<i>Pays/région</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
États-Unis	47,3	67,2	106,3
Japon	23,5	34,0	53,6
Europe occidentale	45,2	63,3	99,5
Europe centrale	5,0	7,2	11,4
Pays en développement	52,1	72,8	116,1
Afrique	5,0	7,0	11,0
Asie	41,6	58,3	91,6
Amérique latine	5,5	8,5	13,5

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED.

En revanche, la hausse du prix du pétrole a soulagé les difficultés de balance de paiement et de finances publiques d'une grande partie des pays en développement exportateurs de pétrole dont les termes de l'échange s'étaient beaucoup détériorés en 1998. Les recettes pétrolières des membres de l'OPEP ont doublé de 1998 à 2000 et ont atteint un niveau sans précédent depuis 1981.

3. Perspectives

L'évolution future du prix du pétrole dépendra en grande partie de la stratégie de production de l'OPEP. En dehors du Koweït, de l'Arabie saoudite et des Emirats arabes unis, dont la capacité de production inutilisée est estimée à quelque 3 à 4 millions de bps au total, tous les autres pays membres produisent à pleine capacité. La principale incertitude concerne les exportations pétrolières de l'Iraq. Pour ce qui est de la demande, le rythme de la croissance et la politique énergétique des grands pays industriels auront une influence déterminante. Au cours des

12 prochains mois, on s'attend à une baisse de la demande mondiale de pétrole, dont l'ampleur dépendra du fléchissement de la croissance aux États-Unis et de ses répercussions sur l'activité économique mondiale. Les stocks de pétrole ont augmenté mais sont encore relativement bas, si bien que le marché devrait rester instable et les prix très volatils. Quoi qu'il en soit, sauf grave perturbation de l'offre, le prix moyen du pétrole en 2001 pourrait tomber en dessous de 20 dollars le baril.

A moyen et à long terme, le prix du pétrole sera en grande partie déterminé par la mise en valeur de nouveaux gisements et des énergies de rechange. Les pays membres de l'OPEP fournissent 40% de l'offre mondiale de pétrole et possèdent environ 78% des réserves prouvées du monde. La plupart de leurs gisements peuvent être mis en valeur et exploités pour un prix relativement faible et dans des délais assez brefs.

En général, les investissements de prospection et de production augmentent lorsque les prix montent, mais l'essentiel des nouvelles capacités de production ne seront pas opérationnelles avant la fin de 2001. En particulier, les compagnies pétrolières internationales et différents producteurs indépendants ont investi pour prospecter et mettre en valeur de nouveaux gisements qui devraient entraîner une augmentation sensible de l'offre des pays non membres de l'OPEP. On s'attend à une hausse de la production de la Fédération de Russie et des pays producteurs d'Asie centrale, ainsi que de plusieurs pays d'Afrique, d'Amérique latine et du Moyen-Orient. De plus, les progrès techniques ont fait baisser de près de moitié le coût de la prospection et de la production depuis une dizaine d'années et permettent aux compagnies pétrolières d'explorer de nouvelles zones difficiles, notamment en mer, plus efficacement que jamais. D'autre part, la hausse récente a suscité un renouveau d'intérêt pour les économies d'énergie, les énergies de rechange et les nouvelles technologies telles que les moteurs hybrides et les piles à combustible, si bien que le pétrole, tout en restant une source d'énergie majeure, pourrait perdre de son importance dans l'activité économique mondiale.

D. Marché des changes et évolution de certains indicateurs financiers dans les pays émergents

Dans leur analyse de l'évolution du marché financier international au début de 2000, les auteurs du *Rapport sur le commerce et le développement 2000* ont souligné que tout pronostic était extrêmement incertain. En effet, la deuxième moitié de l'année a été marquée par des crises et il a fallu lancer des programmes d'aide financière en faveur de l'Argentine (encadré 2.1) et de la Turquie (encadré 2.2). De plus, les variations de certains indicateurs financiers, tels que la prime de rendement sur les obligations internationales de certains pays en développement, peuvent être considérés comme des signaux d'alerte. Toutefois, dans les autres pays émergents, la situation monétaire a dans l'ensemble évolué de façon plus progressive et il n'y a généralement pas eu d'attaque spéculative (sauf durant de brèves périodes de troubles politiques dans quelques pays). Un des grands événements de l'année a été la brutale chute des cours boursiers.

En Asie, il n'y a pas eu beaucoup de modifications majeures depuis le début de 2000 en matière de politique de taux de change ou de contrôle des changes, mais en Amérique latine plusieurs pays ont opté pour la dollarisation intégrale. Par conséquent, les pays en développement et en transition continuent d'avoir des régimes de change très divers, allant de la dollarisation (Equateur et El Salvador) à un régime de flottement plus ou moins libre, en passant par des systèmes de parité fixe (Argentine et Hong-Kong (Chine)). Plusieurs pays ont adopté un régime de flottement depuis 1997, se réservant dans certains cas la possibilité d'intervenir, notamment pour préserver un certain ordre ou éviter une appréciation ou une dépréciation brutale de leur monnaie⁷. Le Venezuela a conservé une fourchette de fluctuation de 7,5% de part et d'autre d'un taux central ajustable pour le taux de change au comptant contre le dollar. La Malaisie a préservé une parité fixe du ringgit par rapport au dollar depuis septembre 1998. En Indonésie, depuis janvier 2001, pour réduire la volatilité de la rupiah et compte tenu du risque de nouvelle déstabilisation d'un secteur financier encore fragile, le gouvernement a pris diverses mesures de contrôle visant certaines transactions en capital avec des non-résidents (personnes morales et physiques étrangères et entités indonésiennes résidant à l'étranger), c'est-à-dire un plafonnement des

opérations sur produits dérivés et des restrictions concernant les emprunts, les prêts et les investissements, qui pourraient avoir une influence sur le taux de change.

L'Equateur a opté pour la dollarisation en mars 2000 et El Salvador en janvier 2001. En Equateur, le dollar a cours légal, mais la monnaie nationale (intégralement adossée sur des réserves de dollars) reste en circulation pour les petites transactions. Un des grands objectifs de cette stratégie est de faire tomber les taux d'intérêt à un niveau proche de ceux des Etats-Unis. Toutefois, ce processus risque d'être entravé par le risque de crédit et le risque politique découlant des variations de prix associées aux modifications du taux retenu pour l'échange de dollars contre la monnaie nationale et aux perturbations de la production et de l'emploi. Les taux d'intérêt à court terme ont déjà beaucoup baissé mais sur les instruments à long terme ils restent nettement supérieurs à ceux des Etats-Unis.

L'évolution des indices boursiers des pays émergents s'est brutalement inversée en 2000 (graphique 2.3). Après avoir monté de plus de 50% dans toutes les grandes régions en 1999, ces indices ont chuté, surtout en Asie. Cette baisse était due en partie à l'augmentation des incertitudes économiques et à la dégradation des perspectives macroéconomiques, mais elle traduit aussi un renforcement de la corrélation entre les marchés boursiers des pays émergents et ceux des grands pays développés. Par exemple, la corrélation quotidienne entre les indices des marchés émergents et l'indice du NASDAQ a beaucoup augmenté (voir IIF, 2001; Mathieson, Schinasi et al., 2000, encadré 3.3). Ce phénomène s'explique en partie par le fait que les entreprises du secteur des technologies, des médias et des télécommunications ont de plus en plus d'importance sur les marchés boursiers des pays émergents : entre la fin de 1995 et la fin de 2000, la part de ces entreprises dans la composition des indices boursiers est passée de 18 à 32% en Amérique latine et de moins de 15% à plus de 23% en Asie⁸. La corrélation est aussi due probablement au fait que les investisseurs internationaux ont de plus en plus tendance à assimiler les marchés boursiers émergents aux segments les plus spéculatifs des marchés boursiers des pays développés.

ARGENTINE – CHOCS EXTÉRIEURS, AJUSTEMENT ET CRISE

Malgré les efforts considérables faits par le nouveau gouvernement pour mettre en œuvre un programme économique annoncé en décembre 1999 et appuyé par un accord de confirmation du FMI, les résultats enregistrés par l'économie argentine en 2000 ont été décevants et le pays n'a pas réussi à sortir de la récession provoquée par les retombées de la défaillance de la Russie.

Depuis l'adoption, en 1991, de la loi sur la convertibilité, le peso argentin se négocie à parité avec le dollar des Etats-Unis dans le cadre d'un système de caisse d'émission. Cela empêche évidemment d'employer le taux de change ou la politique monétaire pour compenser l'appréciation du dollar ou la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, si bien que la seule possibilité d'ajustement consiste à engager un processus de déflation visant à accroître la compétitivité. Cet ajustement a compromis la réalisation des objectifs de politique économique de plusieurs manières. D'une part, la déflation a entraîné une baisse d'environ 10% du taux de change effectif réel en 2000 (si l'on se fonde sur les coûts unitaires de travail). Comme par ailleurs les prix des produits énergétiques (qui représentent plus de 10% des exportations de marchandises de l'Argentine) ont augmenté et que la récession a freiné la croissance des importations, le déficit commercial enregistré en 1999 a laissé la place à un excédent notable en 2000. En revanche, le rendement de l'impôt a beaucoup diminué et le déficit budgétaire ne s'est pas réduit. De plus, le taux de chômage qui, avant la récession de 1998 était tombé en dessous de 13%, a recommencé à augmenter et a dépassé les 14%. Les besoins de financements nets de l'Etat ont diminué en 2000, mais ses besoins d'emprunts extérieurs ont quelque peu augmenté.

L'amélioration de la balance commerciale et le crédit accordé par le FMI n'ont pas empêché une hausse de la prime de risque sur les obligations argentines, qui a beaucoup augmenté en mai et est restée comprise entre 650 et 700 points de base jusqu'en août, les créanciers étant préoccupés par la détérioration du climat social due à une nouvelle récession et par son impact sur les finances publiques. En outre, les effets d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis suscitaient une certaine inquiétude. Néanmoins, le gouvernement a pu mettre en œuvre son plan de financement extérieur : au début de septembre, il avait levé plus de 14,5 milliards de dollars, soit plus de 80% du montant brut des ressources nécessaires pour 2000. Toutefois, la hausse du taux d'intérêt bancaire de base, qui est passé de 9% environ à près de 20% en novembre, a aggravé la décélération de l'activité économique.

En octobre et en novembre, l'instabilité politique a perturbé le marché des capitaux et à la fin novembre la prime de rendement atteignait près de 900 points de base tandis que le montant total des réserves de change a chuté d'environ 3 milliards de dollars¹. Pour éviter une nouvelle ponction sur les réserves, la Banque centrale a décidé de limiter la possibilité pour les banques commerciales d'employer des bons du Trésor comme caution pour leurs opérations de rachat². En outre, l'Argentine a eu recours à l'accord de confirmation conclu avec le FMI.

A la même époque, le gouvernement a lancé un plan économique révisé et a approché le FMI pour accroître le montant de sa ligne de crédit. Dans le programme annoncé en janvier 2001, le Fonds a porté à 13,7 milliards de dollars le plafond de son crédit à l'Argentine, ce qui correspondait à 500% de la quote-part du pays (sur ce total, 3 milliards de dollars environ doivent être fournis par le biais du mécanisme de réserve complémentaire)³. La Banque mondiale et la Banque interaméricaine de développement (BID) ont promis des crédits supplémentaires d'un montant d'environ 4,8 milliards de dollars sur deux ans et l'Espagne a apporté une contribution de 1 milliard de dollars. Les tirages sur ces ressources multilatérales et bilatérales devraient couvrir environ le tiers des besoins de financement brut de l'Etat, estimés à quelque 30 milliards de dollars pour 2001. Le solde sera financé par des accords avec les banques locales pour la reconduction d'obligations venues à échéance et l'émission de nouvelles obligations, ainsi que par les achats d'obligations que devraient faire les caisses de retraite argentines. Enfin, le gouvernement prévoit d'autres appels au marché international des capitaux.

Se fondant sur des accords similaires conclus avec le FMI par la Thaïlande, l'Indonésie et la République de Corée, dans le cadre desquels il a fallu réviser l'objectif de réduction du déficit

budgétaire en raison d'une récession, l'Argentine a prévu, dans sa lettre d'intention, une augmentation du déficit budgétaire qui devrait monter à 2,2% du PIB, afin d'éviter que la contraction des finances publiques n'étouffe la reprise. Ce chiffre tient compte du coût des mesures de relance de l'investissement, de dépenses additionnelles consacrées à des programmes temporaires d'emplois publics et d'autres dépenses sociales visant à atténuer les difficultés économiques des groupes les plus vulnérables. Néanmoins, le déficit primaire de l'Etat fédéral devrait diminuer de 0,5% du PIB entre 2000 et 2001 et l'excédent primaire devrait passer de 1% du PIB en 2000 à 1,7% en 2001. Le déficit global devrait disparaître en 2005 et l'assainissement budgétaire devrait s'étendre aux provinces. Selon le calendrier, le ratio dette publique/PIB devrait diminuer à partir de 2003. Cela implique que les dépenses fédérales autres que les paiements d'intérêts devraient rester au niveau qu'elles atteignaient en 2000 en termes nominaux et que les provinces dont le budget est déficitaire gèlent aussi leurs dépenses. De plus, le FMI a imposé des conditions concernant la réforme de l'administration fiscale, la sécurité sociale, la politique industrielle, la politique de la concurrence, la politique commerciale, le secteur financier et le gouvernement des entreprises.

Après l'adoption du nouveau programme, qui a coïncidé avec une baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et une dépréciation du dollar, les cours des actions se sont redressés et l'Argentine a pu lever de nouveaux fonds sur le marché international⁴. La conjoncture mondiale pourrait l'aider à sortir du cercle vicieux dont elle est prisonnière, puisque la nécessité d'accroître l'excédent extérieur implique une baisse des prix et des salaires, ce qui réduit le produit de l'impôt et empêche d'atteindre l'objectif d'assainissement budgétaire. La baisse des taux d'intérêt devrait permettre de réduire le coût de la dette et donc le déficit budgétaire sans réduire les dépenses et la baisse du cours du dollar devrait stimuler les exportations sans qu'il soit nécessaire de faire diminuer les salaires et les prix.

Néanmoins, comme l'Argentine a une dette de 120 milliards de dollars, ce qui représente 350% de ses recettes d'exportation annuelles, et que le service de la dette absorbe deux tiers des recettes en devises, la situation reste très précaire, en particulier si les investisseurs recommencent à se méfier des marchés émergents.

¹ Réserves de la Banque centrale et dépôts détenus par le système financier à l'étranger.

² Il s'agit d'accords de rachat conclus avec la Banque centrale pour fournir des liquidités au système bancaire étant donné qu'en raison de la loi sur la convertibilité, la Banque centrale ne peut pas escompter les effets des banques commerciales.

³ L'Argentine a reçu environ 3 milliards de dollars immédiatement et trois tirages supplémentaires d'environ 1,3 milliard de dollars chacun étaient programmés pour la fin de l'année 2001, sous réserve d'un processus d'examen permanent. Elle pourra disposer d'environ 4 milliards de dollars en 2002 et 1 milliard de dollars en 2003.

⁴ En février 2001, l'Argentine a émis pour 500 millions d'euros d'obligations à six ans, assorties d'un taux d'intérêt de 10%, ce qui représente une prime de 550 points de base par rapport aux obligations du Trésor de l'Allemagne et de la France. En outre, elle a converti une dette à court terme de 3 milliards de dollars en obligations du Trésor à cinq ans et a lancé une nouvelle obligation internationale à 11 ans, en annonçant une autre pour la fin du premier trimestre.

Dans les pays émergents d'Asie, la situation monétaire a dans l'ensemble peu changé (voir graphique 2.4). Les principales exceptions sont l'Indonésie, où la politique monétaire a été un peu durcie en 2000, et les Philippines où elle a été durcie au dernier trimestre de l'année en partie à cause de l'incertitude politique. Les monnaies de plusieurs pays de la région se sont dépréciées en 2000, dans des proportions négligeables à Singapour et dans la

Province chinoise de Taiwan mais relativement importantes dans d'autres pays (15% en Thaïlande, 24% aux Philippines et 38% en Indonésie). Les variations des taux de change effectifs réels ont été moins prononcées et l'indice du taux de change réel dans la grande majorité des pays émergents d'Asie est toujours moins élevé qu'au début de 1997⁹.

Dans les pays émergents d'Amérique latine, la situation monétaire a été plus contrastée. L'Argentine

a brutalement durci sa politique monétaire pour faire face à la crise financière (voir encadré 2.1). Plusieurs autres pays (Brésil, Chili, Colombie et Mexique) ont adopté des objectifs d'inflation pour orienter leur politique monétaire (JP Morgan, 2000b : 19-22), mais la définition de ces objectifs n'est pas la même dans tous les pays et par conséquent, les liens entre la politique monétaire et le niveau effectif de l'inflation sont différents. Le Brésil et le Chili ont eu tendance à assouplir leur politique monétaire en 2000, la Colombie l'a progressivement durcie puis a adopté une position neutre, et au Mexique les taux d'intérêt à court terme ont fortement fluctué (graphique 2.4). Au Venezuela, les taux d'intérêt ont fluctué dans des marges étroites pendant une grande partie de l'année puis ont diminué et au Pérou également la tendance générale était à un assouplissement, avec toutefois des interruptions, dues notamment à des troubles politiques au troisième trimestre. Dans l'ensemble, les taux de change au comptant des monnaies des pays émergents d'Amérique latine sont restés assez stables, avec une légère dépréciation dans le cas du Brésil et du Chili et une dépréciation plus prononcée dans le cas de la Colombie. Les taux de change effectifs réels ont fluctué davantage, généralement dans le sens d'une appréciation. Depuis 1997, la compétitivité relative telle qu'elle est mesurée par cet

indicateur s'est quelque peu améliorée au Brésil et au Pérou mais a diminué en Argentine, au Chili et au Mexique.

En Turquie, la perte de confiance des créanciers envers un programme de stabilisation fondé sur le maintien d'un taux de change fixe, qui était très tributaire des capitaux étrangers, a provoqué une crise financière au dernier trimestre de 2000 (encadré 2.2). Dans les autres pays émergents, les taux de change et les taux d'intérêt ont été généralement stables (graphique 2.4). La principale exception est l'Afrique du Sud, qui a subi des attaques spéculatives à la fin de 2000, année durant laquelle le rand a perdu plus de 20% de sa valeur. La Hongrie a durci sa politique monétaire à la fin de 2000 et la Pologne l'a assouplie, après une période de resserrement au début de l'année; en République tchèque, les conditions du marché monétaire n'ont pas beaucoup changé. Les monnaies de ces trois pays se sont dépréciées pendant une partie de l'année puis ont regagné du terrain. Leur taux de change effectif réel a monté, de plus de 10% dans le cas de la Pologne. Sur le plus long terme, on observe une tendance à l'appréciation des monnaies de ces pays depuis 1997, toutefois minime dans le cas de la Hongrie.

Encadré 2.2

TURQUIE – STABILISATION ET CRISE

La récente crise turque présente plusieurs caractéristiques communes aux crises subies par des pays émergents qui mettent en œuvre des programmes de stabilisation fondés sur la gestion du taux de change. La plupart de ces programmes emploient le blocage du taux de change pour réduire les anticipations inflationnistes et s'appuient souvent sur les capitaux étrangers attirés par les possibilités d'arbitrage pour financer un déficit extérieur en expansion, ce qui entraîne une appréciation de la monnaie. Cela aggrave la vulnérabilité extérieure et, au bout d'un certain temps, provoque une fuite rapide des capitaux, ce qui entraîne une baisse brutale du taux de change et/ou une hausse des taux d'intérêt. Ces alternances de surchauffe et de crise financière ont permis à certains pays comme le Mexique et le Brésil d'enrayer une inflation chronique, malgré l'effondrement de leur monnaie et l'ajustement extérieur exigé par la crise. Le programme appliqué par la Turquie a connu la même évolution au début, mais les difficultés ont surgi beaucoup plus tôt dans le processus de désinflation, ce qui a obligé les autorités à abandonner la parité et a suscité des doutes quant aux chances de succès du programme. Les difficultés ont été dues en grande partie au fait que le programme avait été lancé dans un environnement caractérisé par des problèmes structurels et de nombreuses causes de fragilité, notamment dans les secteurs des finances publiques et de la banque.

Depuis le milieu des années 80, la Turquie est en proie à une inflation chronique d'un taux annuel moyen de 70%, et en décembre 1999 le gouvernement a décidé de lancer un programme de stabilisation appuyé par un accord de confirmation du FMI, se fixant pour objectif de ramener le taux d'inflation à 25% à la fin de 2000 et à moins de 10% à la fin de 2002. Ce programme a été adopté

après de très mauvais résultats économiques en 1999 : le PNB avait chuté de 6%, ce qui était dû en partie à un séisme dévastateur et en partie aux retombées de la crise russe. En outre, le déficit public était considérable (14% du PNB pour ce qui est du déficit consolidé des comptes publics), principalement en raison de la hausse des paiements d'intérêt sur la dette publique et des pertes enregistrées par les entreprises publiques. Le secteur bancaire était aussi très fragile et ses bénéfices dépendaient beaucoup du rendement élevé des bons du Trésor associé à une forte inflation. Par conséquent, le marché financier était très vulnérable en cas de désinflation et la stratégie adoptée était assez contradictoire puisque l'assainissement budgétaire dépendait beaucoup d'un déclin des taux d'intérêt nominaux et réels, dont le niveau élevé était essentiel pour la viabilité de nombreuses banques. En revanche, le compte extérieur était presque équilibré. La Banque centrale appliquait une politique de taux de change consistant à ajuster périodiquement le taux de référence pour éviter que la livre turque ne s'apprécie trop en termes réels.

Le programme de stabilisation se fondait sur un régime de dévaluation progressive, annoncée à l'avance. L'objectif de taux de change était fixé par rapport au dollar et à l'euro, le dollar étant prépondérant. La contre-valeur du panier de devises en livres devait augmenter de 20% en 2000 (ce qui correspondait à l'objectif d'inflation des prix de gros), et devait être ajustée tous les mois dans des proportions décroissantes. La dévaluation progressive devait être remplacée par un régime de taux de change plus souple à l'intérieur d'une fourchette de fluctuation en juillet 2001. En outre, le programme prévoyait un système très similaire à celui d'une caisse d'émission (c'est-à-dire qu'il excluait la possibilité de créer de la monnaie sans contre-partie en devises) et prévoyait un excédent primaire du budget. Comme la Banque centrale était déterminée à ne pas conduire d'opérations de stérilisation, l'équilibre macroéconomique devait se faire essentiellement par la modification des taux d'intérêt : si les entrées de capitaux ne couvraient pas le déficit des opérations courantes, la Banque centrale retirerait des liquidités, ce qui ferait monter les taux d'intérêt et rétablirait l'équilibre extérieur en attirant davantage de capitaux étrangers d'une part et en freinant la demande intérieure et l'importation d'autre part.

Durant les 11 premiers mois, les objectifs concernant le taux de change nominal, le montant net des avoirs intérieurs et l'excédent primaire du budget public ont été respectés, mais l'inflation a été plus difficile à maîtriser : le taux annuel d'inflation n'était retombé qu'à 40% environ à la fin de 2000, contre 65% en moyenne en 1999. L'appréciation de la livre turque en termes réels qui en résultait a été accentuée par la hausse du dollar par rapport à l'euro. Les taux d'intérêt ont baissé beaucoup plus vite que le taux d'inflation mais sont restés très volatils. Sur une base annualisée, le taux des bons du Trésor à trois mois a atteint en moyenne moins de 40% entre janvier et novembre 2000, contre plus de 100% en 1999. Malgré le durcissement de la politique budgétaire, il y a eu un très net redressement de l'économie et le taux de croissance sur l'ensemble de l'année 2000 a dépassé 6%. Cette bonne conjoncture, s'ajoutant à l'appréciation de la monnaie et à la hausse de la facture pétrolière, a provoqué un doublement du déficit commercial, qui a atteint un montant estimé à 20 milliards de dollars, et a fait monter le déficit des opérations courantes à un niveau sans précédent de 5% du PNB.

En dépit de la forte baisse des taux d'intérêt réels durant l'année, la situation turque offrait des possibilités d'arbitrage très intéressantes aux investisseurs étrangers puisque la dépréciation de la monnaie en termes nominaux était nettement inférieure à l'écart entre les taux d'intérêt turcs et les taux d'intérêt internationaux. C'est pourquoi, jusqu'à la crise qui s'est déclenchée en novembre, les entrées de capitaux privés et les emprunts en devises du Trésor ont été plus que suffisants pour couvrir le déficit croissant des opérations courantes, ce qui a entraîné une augmentation des réserves et de la liquidité intérieure. Ce dernier phénomène, s'ajoutant au fait que l'Etat s'est mis à emprunter davantage sur le marché international que sur le marché intérieur, a contribué à faire baisser les taux d'intérêt et à soutenir la demande globale.

Comme dans la plupart des crises subies par des pays émergents, il est difficile de dire quelle a été la cause exacte de la perte de confiance et de la fuite des capitaux qui ont commencé en novembre 2000. Les facteurs les plus importants sont probablement les suivants : taux d'inflation et déficit commercial mensuel supérieurs aux prévisions en octobre, problèmes politiques suscités par la privatisation, détérioration des relations avec l'UE, situation économique de l'Argentine, divulgation

d'irrégularités dans le système bancaire, et annonce d'une enquête pénale concernant plusieurs banques mises sous la tutelle du Fonds de garantie des dépôts. Il y a peut-être eu aussi des problèmes de liquidités dus à une surenchère entre certaines banques privées. Quoi qu'il en soit, le programme de stabilisation avait déjà rencontré les écueils que rencontrent tous les programmes de ce type qui sont tributaires de mouvements de capitaux spéculatifs. Lorsque la confiance a disparu, les créanciers étrangers ont refusé de renouveler leurs créances sur les banques locales. Les banques ont vendu des livres pour réduire leur position de change en fin d'exercice. La vente massive de livres a provoqué des difficultés pour les banques qui se finançaient en devises et entraîné une crise de liquidités et une forte hausse des taux d'intérêt, en raison de l'épuisement des réserves internationales. Les banques qui avaient d'importantes positions en bons du Trésor financés par des emprunts au jour le jour ont subi de lourdes pertes et ont été amenées à surenchérir pour obtenir des fonds sur le marché interbancaire tout en liquidant massivement les bons du Trésor. En quelques jours, les cours boursiers se sont effondrés et les taux d'intérêt au jour le jour ont dépassé les 100%. La Banque centrale s'est retrouvée face au dilemme habituel en pareille situation : soit défendre la parité de la monnaie, au prix d'une aggravation de la crise financière, soit jouer le rôle de prêteur de dernier recours et sauver le système financier en injectant des liquidités sans tenir compte de ses objectifs. Après une période d'hésitation, elle a commencé à fournir des liquidités aux banques en difficulté, mais cela n'a eu pour effet que d'accélérer l'épuisement des réserves internationales, le bradage de la livre sur le marché des changes s'intensifiant.

Au bout de quelques jours, la Banque centrale est revenue sur sa position antérieure et, de toute évidence après avoir consulté le FMI et obtenu des engagements de sa part, a rétabli le régime de caisse d'émission en fixant un nouveau plafond pour les avoirs intérieurs. Comme elle a cessé d'injecter des liquidités et que les réserves suffisaient encore à couvrir les engagements extérieurs à court terme, la fuite des capitaux s'est arrêtée, mais le taux d'intérêt au jour le jour s'est envolé et a dépassé les 1000%. Au début de décembre, la Banque centrale a conclu un nouvel accord avec le FMI, avec un volet financier d'environ 10,5 milliards de dollars. Le gouvernement a pris de nouveaux engagements, notamment en matière de réduction des dépenses et de majoration des impôts, de démantèlement des mesures de soutien à l'agriculture, de libéralisation du marché des biens et des services essentiels, de restructuration du secteur financier et de privatisation. En outre, il a offert des garanties aux créanciers étrangers ainsi qu'à tous les titulaires de dépôts dans les banques turques pour rétablir la confiance envers le système bancaire.

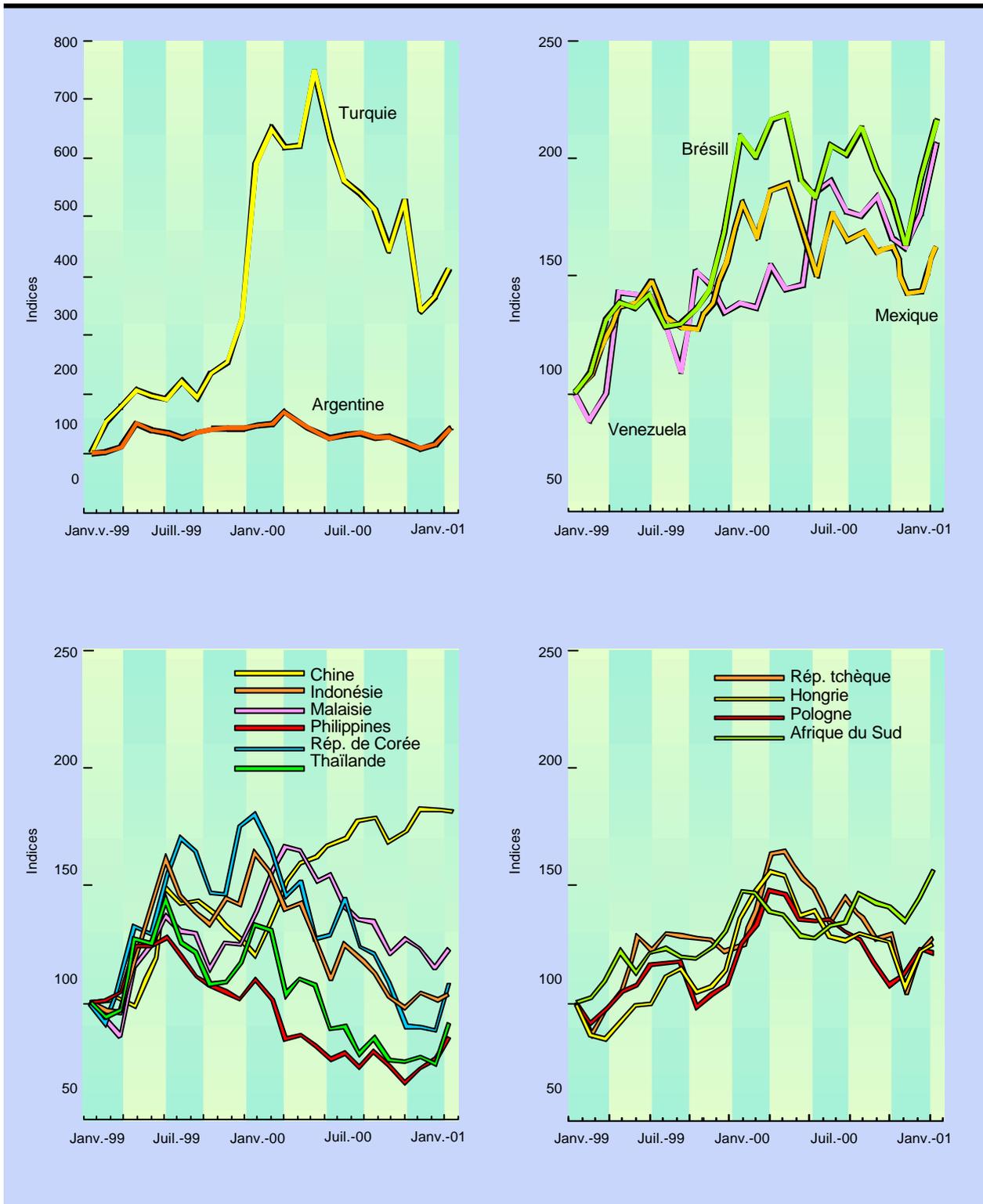
Les réserves et les taux d'intérêt se sont certes stabilisés, mais il devenait de plus en plus évident que le programme n'était pas viable. Le taux d'inflation restait supérieur au taux mensuel de dévaluation de la livre par rapport au panier de devises, si bien que la livre a continué de s'apprécier en termes réels. Les taux d'intérêt sont restés très élevés, environ 65% sur les nouveaux bons du Trésor, car les avoirs libellés en livres turques continuaient d'être considérés comme très spéculatifs, et la récession économique s'est installée. La goutte qui a fait déborder le vase a été une escarmouche politique en février 2001 (au moment de la rédaction du présent rapport), qui a déclenché une sortie massive de capitaux et forcé le gouvernement à abandonner la parité glissante et à laisser la monnaie flotter librement, de nouveau avec l'appui des institutions de Bretton Woods. En quelques jours, la livre a perdu environ un tiers de sa valeur par rapport au dollar et le taux d'intérêt au jour le jour a dépassé 1000%.

Le gouvernement a annoncé qu'il avait l'intention de continuer d'appliquer son programme de stabilisation, en se fixant directement un objectif de taux d'inflation. Cela impliquerait un retour à des politiques de stabilisation traditionnelles, dont la réussite dépend en grande partie d'un durcissement de la politique macroéconomique. La conjugaison d'une politique d'austérité budgétaire, d'une hausse des taux d'intérêt et d'un effondrement de la monnaie pourrait plonger le pays dans une profonde récession, comme celle qu'a connue la République de Corée. Toutefois, les difficultés que cela causerait aux pauvres mettraient en péril le gouvernement, d'autant que la distribution des revenus est extrêmement inégalitaire et que le niveau de vie avait déjà tendance à baisser. Si la Turquie ne parvient pas à maîtriser rapidement l'inflation et à retrouver le chemin de la croissance, grâce à l'exportation et à l'aide officielle, il lui sera probablement très difficile de persévérer dans la voie de l'austérité et l'inflation pourrait se déchaîner à nouveau.

Graphique 2.3

INDICES BOURSIERS DE DIFFÉRENTS PAYS ÉMERGENTS, JANVIER 1999 À JANVIER 2001

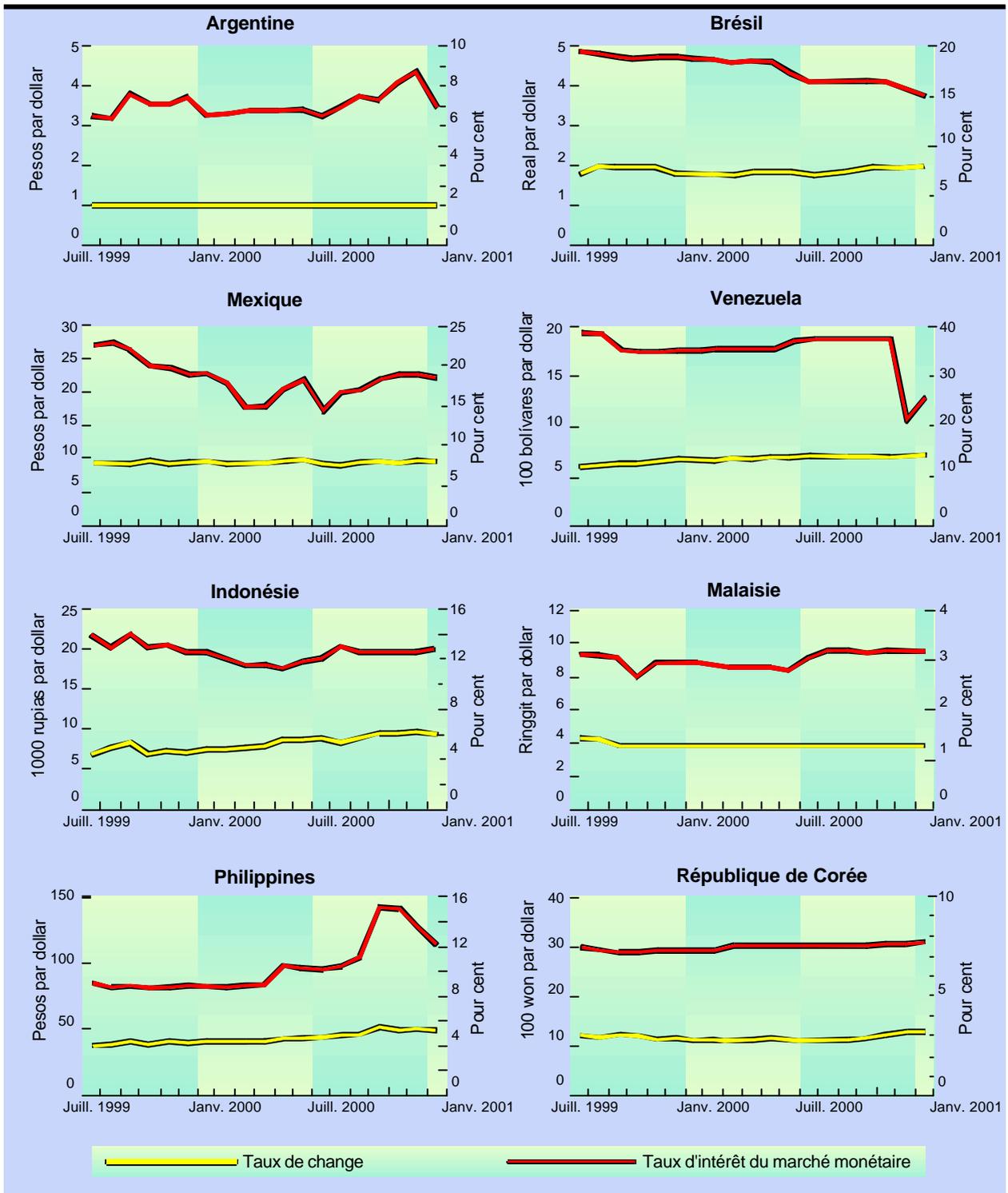
(Janvier 1999 = 100; en monnaie locale)



Source : Primark Datastream.

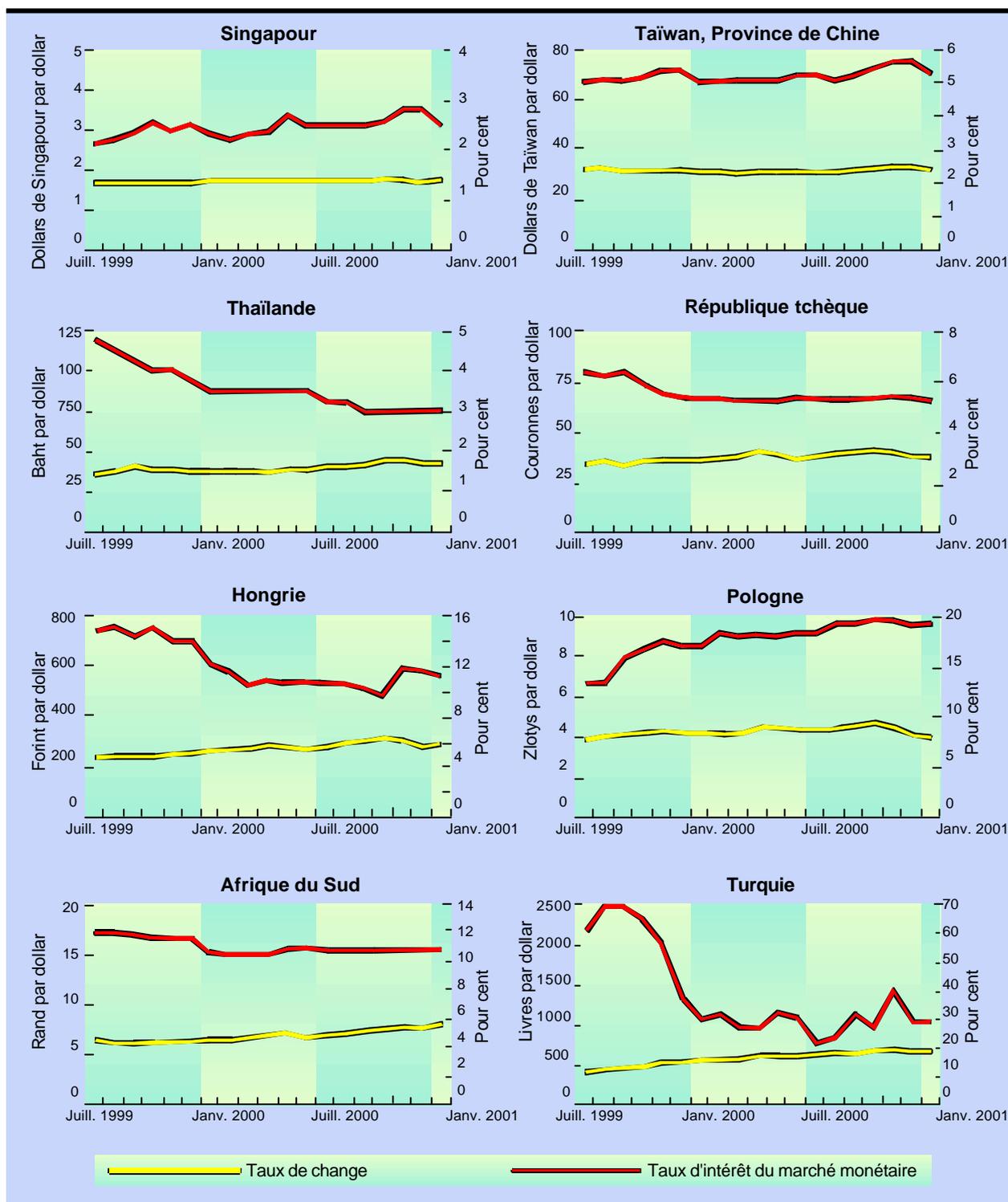
Graphique 2.4

TAUX DE CHANGE ET TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE DANS CERTAINS PAYS ÉMERGENTS, JUILLET 1999 À JANVIER 2001



Graphique 2.4 (suite)

TAUX DE CHANGE ET TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE DANS CERTAINS PAYS ÉMERGENTS, JUILLET 1999 À JANVIER 2001



Source : Primark Datastream ; JP Morgan, *Global Data Watch*, diverses parutions.

Note : Argentine, Brésil, Mexique, Indonésie, Malaisie, Philippines, République de Corée, Singapour, Province chinoise de Taïwan, Thaïlande, République tchèque, Hongrie et Pologne; taux à trois mois sur le marché monétaire national ou équivalent le plus proche; Venezuela : moyenne des taux médians; Afrique du Sud : taux médian de l'escompte à trois mois; Turquie : taux des bons du Trésor à trois mois.

E. Les flux de capitaux privés vers les pays émergents

La prudence qui entourait les prévisions faites au début de 2000 en ce qui concerne les flux de capitaux privés vers les marchés émergents s'est révélée justifiée : durant la deuxième moitié de l'année, les estimations provisoires et les nouvelles prévisions ont été sensiblement revues à la baisse. D'après les chiffres provisoires, en 2000 il n'y aurait eu guère de changement ou un certain recul par rapport à 1999. Les perspectives pour 2001 sont à nouveau très incertaines, ce qui est dû en partie au fait qu'il est très difficile de prévoir l'impact du ralentissement de la croissance des grands pays industriels, et en particulier des Etats-Unis, sur les flux financiers (voir chapitre premier, section A), et en partie au fait que les interactions et les lignes de fracture du réseau mondial que constituent désormais les marchés financiers sont encore mal comprises.

1. Evolution en 2000

Les deux séries d'estimations récapitulées au tableau 2.6 font apparaître l'une une légère augmentation des flux de financements extérieurs privés nets vers les pays en développement et en transition et l'autre une forte baisse¹⁰. Comme ces deux séries sont provisoires, il est possible qu'elles soient encore sensiblement révisées. Néanmoins, elles montrent bien que ces financements restent très inférieurs au niveau qu'ils atteignaient en 1996-1997. Les totaux recouvrent des divergences considérables entre les régions. D'après les estimations du FMI, les flux vers l'Asie, le Moyen-Orient et l'Europe auraient beaucoup diminué, les flux vers l'Amérique latine se seraient légèrement redressés et il n'y aurait guère de changement dans le cas de l'Afrique. Si l'on tient compte des sorties de capitaux correspondant aux prêts nets des résidents et de certains autres ajustements, les estimations de l'IIF ne sont guère différentes : légère amélioration en Amérique latine, guère de changement en Afrique, déclin en Europe et poursuite des sorties nettes en Asie.

Un des principaux facteurs qui expliquent le déclin des flux de financements privés nets vers les pays en transition et en développement depuis 1997 est la contraction du crédit bancaire. Depuis 1998, les

remboursements aux banques ont en général été supérieurs au montant des prêts nouveaux et le montant total des créances des banques de la zone déclarante de la BRI sur ces pays a baissé de plus de 150 milliards de dollars depuis 1997 (tableau 2.7). La contraction des crédits bancaires s'est ralentie dans les deux premiers trimestres de 2000. Elle était due principalement aux événements survenus en Asie de l'Est et du Sud, et les remboursements nets de cette région expliquent en grande partie le déclin du montant total des crédits accordés aux pays en développement et en transition en 1999.

Dans le reste du monde, la situation durant le premier semestre de 2000 a été contrastée. La contraction des créances des banques sur l'Europe orientale est imputable en grande partie à la baisse des prêts accordés à la Fédération de Russie. En Amérique latine, l'augmentation des créances s'explique notamment par les prêts au Mexique, dont beaucoup ont été associés à l'achat d'établissements financiers mexicains par des banques espagnoles (BIS, 2000a). L'expansion des créances des banques de la zone déclarante de la BRI sur l'Afrique a été peu affectée par les crises financières des années 90. Les créances sur certains pays, comme l'Egypte, le Maroc et la Tunisie, ont beaucoup augmenté ces dernières années, mais l'ensemble de la dette bancaire de la région reste relativement modeste.

Les récentes crises financières ont modifié le profil des échéances de l'encours des crédits bancaires aux pays concernés. Ainsi, en Indonésie, en Malaisie, aux Philippines, en République de Corée et en Thaïlande, la proportion de créances ayant une durée résiduelle inférieure à un an est tombée de plus de 65% à la fin de 1993 à quelque 50% à la fin de 1998¹¹. Depuis, l'évolution a été moins prononcée, même si la proportion de créances à court terme a continué de diminuer aux Philippines et a augmenté en République de Corée (dans ce dernier pays, ce phénomène est dû plus à l'arrivée à échéance de dettes à long terme qu'à l'octroi de nouveaux crédits). En Fédération de Russie, la proportion des créances ayant une durée résiduelle inférieure à un an est tombée de 46% au milieu de 1998 à 26% au milieu de 2000 (ce qui est dû en partie aux opérations de restructuration) et au Brésil elle est tombée de 63 à 54% dans le même temps. Dans le reste du monde, la

Tableau 2.6

**FLUX DE CAPITAUX NETS VERS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT ET EN TRANSITION, 1997-2000 :
ESTIMATIONS DU FMI ET DE L'INSTITUTE FOR INTERNATIONAL FINANCE**

(Milliards de dollars)

<i>Type de flux/région</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
<i>Estimations de l'Institute for International Finance</i>				
Entrées nettes de capitaux privés				
Total	269	139	148	154
<i>par catégorie:</i>				
<i>Créanciers privés</i>				
Banques commerciales	44	-54	-43	-16
Créanciers privés non bancaires	84	59	28	20
<i>Fonds propres</i>				
Investissement direct	116	119	146	128
Investissements de portefeuille	25	15	18	22
<i>par région :</i>				
Afrique/ Moyen-Orient	15	6	10	7
Asie/Pacifique	73	-1	31	49
Europe	74	56	36	30
Amérique latine	107	99	71	68
<i>Pour mémoire:</i>				
Prêts des résidents/autres, nets ^a				
Total	-197	-147	-125	-127
Afrique/Moyen-Orient	-4	1	-5	-6
Asie/Pacifique	-105	-73	-60	-73
Europe	-56	-26	-25	-27
Amérique latine	-33	-49	-36	-20
<i>Estimations du Fonds monétaire international</i>				
Entrées nettes de capitaux privés				
Total	115	66	67	36
Investissements directs nets	141	152	155	142
Investissements de portefeuille nets	39	0	5	17
Autres flux nets ^b	-66	-86	-92	-123
Afrique	12	7	10	9
Investissements directs nets	8	7	9	8
Investissements de portefeuille nets	7	7	9	5
Autres flux nets ^b	-3	-6	-7	-4
Asie	7	-41	2	-18
Investissements directs nets	55	60	54	48
Investissements de portefeuille nets	8	-15	4	5
Autres flux nets ^b	-57	-85	-56	-71
Moyen-Orient et Europe	23	10	1	-18
Investissements directs nets	7	8	5	8
Investissements de portefeuille nets	-6	-17	-10	-7
Autres flux nets ^b	21	19	6	-20
Hémisphère occidental	68	62	40	48
Investissements directs nets	53	57	65	57
Investissements de portefeuille nets	19	20	9	6
Autres flux nets ^b	-5	-15	-34	-15
Pays en transition	6	28	13	16
Investissements directs nets	17	20	21	22
Investissements de portefeuille nets	11	6	-7	8
Autres flux nets ^b	-22	2	0	-14

Source : IIF (2001); FMI (2000a).

^a Pour la définition de cette expression, voir la note 16.

^b Les autres flux nets englobent les autres flux d'investissements nets à long terme, y compris les emprunts auprès de sources officielles et privées.

Tableau 2.7

CRÉANCES DES BANQUES DE LA ZONE DÉCLARANTE DE LA BRI ^a SUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT ET EN TRANSITION, 1997-2000					
	1997	1998	1999	2000 ^b	Stock (fin juin 2000) Milliards de dollars
	Pourcentage d'augmentation ^c				
Total ^d	8,6	-7,7	-8,5	0,4	884
<i>dont :</i>					
Amérique latine	11,3	-2,8	-5,6	2,7	288
Afrique	19,6	0,3	0,8	-0,9	43
Asie occidentale	16,5	18,0	1,4	-0,2	78
Asie de l'Est et du Sud	1,1	-21,7	-17,1	-1,5	305
Asie centrale	35,5	17,6	26,9	-2,1	3
Europe orientale	19,4	-0,4	-1,5	-4,4	95
Autres pays d'Europe ^e	27,1	9,4	15,6	11,1	54
Ensemble des emprunteurs ^f	15,4	3,0	2,5	5,8	10 252

Source : BPI, *International Banking and Financial Market Developments*, diverses parutions.

^a Y compris certaines filiales offshore de banques des États-Unis.

^b Deux premiers trimestres.

^c Sur la base des données relatives à la fin de période, après ajustement pour variation des taux de change.

^d A l'exclusion des centres bancaires offshore suivants : Amérique latine – Bahamas, Barbade, Bermudes, Îles Caïman, Antilles néerlandaises et Panama; Afrique – Libéria; Asie occidentale – Bahreïn et Liban; Asie de l'Est – Hong-Kong (Chine), Singapour et Vanuatu, mais y compris les montants résiduels qui n'ont pas pu être imputés à d'autres pays.

^e Malte, Bosnie-Herzégovine, Croatie, Slovaquie, ex-République yougoslave de Macédoine et Yougoslavie.

^f Y compris les institutions multilatérales.

proportion des créances à court terme varie selon les pays et les régions : elle est d'environ 55% dans les pays d'Afrique et d'Asie occidentale et de seulement 40% en Europe orientale.

Les pays d'Amérique latine sont à nouveau ceux qui ont émis le plus d'obligations et autres titres de créances internationaux, leurs émissions représentant plus de 50% du total durant les trois premiers trimestres de 2000 (tableau 2.8). En outre, durant l'année plusieurs de ces pays ont échangé des obligations Brady contre des euro-obligations assortis d'un taux d'intérêt moins élevé et d'une échéance plus longue¹². D'après les données préliminaires, le montant des émissions aurait diminué durant le quatrième trimestre (ce qui est dû notamment à l'absence de l'Argentine et de la Turquie, qui avaient procédé à d'importantes émissions au début de l'année) et il y aurait une reprise au début de 2001 (due essentiellement à l'activité des emprunteurs d'Amérique latine, comme en 2000). Le nombre de pays en développement qui ont accès au marché international des obligations reste très limité et l'encours de leurs obligations représente moins de la moitié du total des créances des banques de la zone déclarante de la BRI sur les pays en développement (soit un chiffre du même ordre de grandeur que celui des créances bancaires d'une durée résiduelle inférieure à un an).

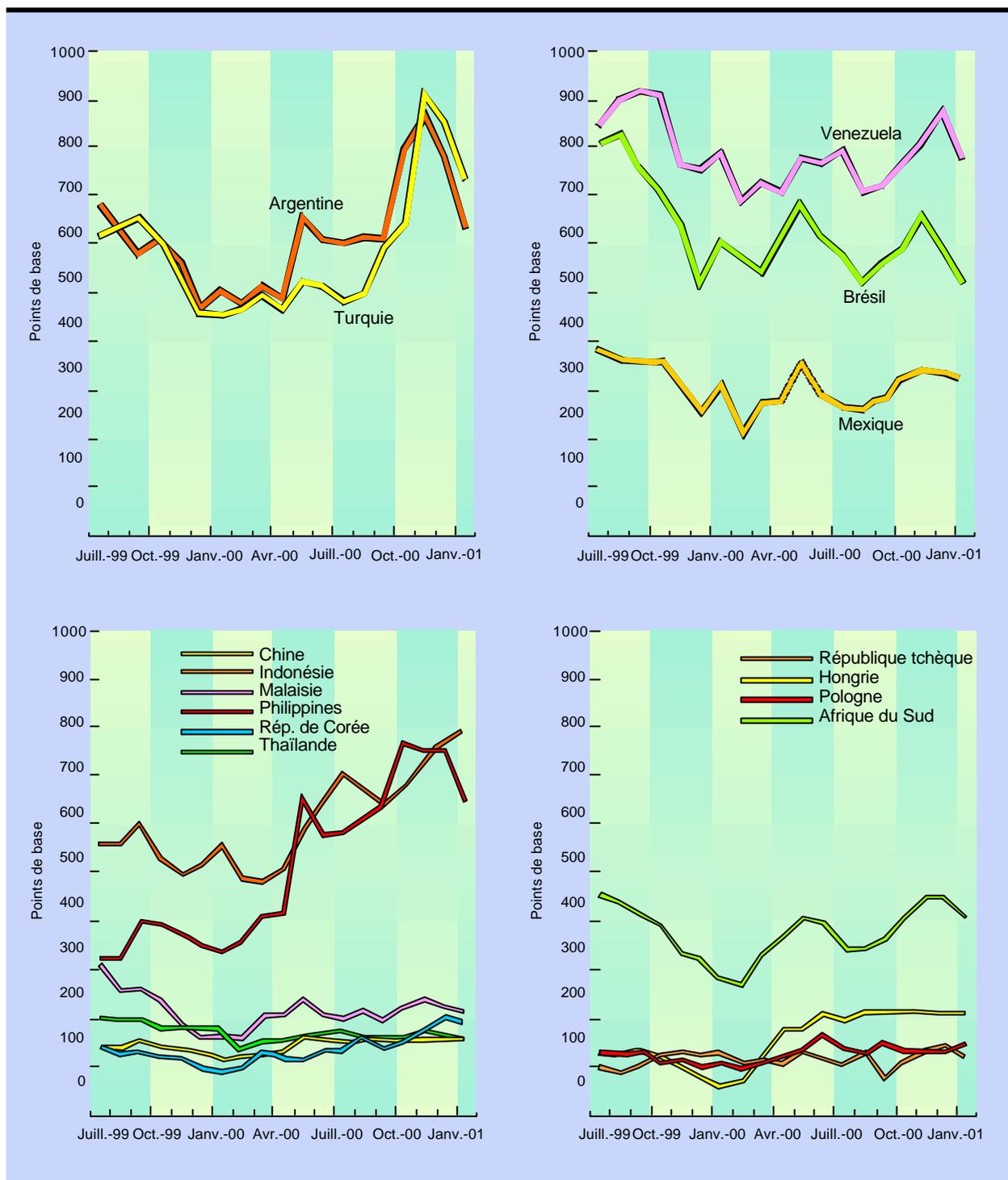
Jusqu'en octobre, il y a eu d'importants écarts entre les primes de rendement sur les obligations des pays émergents (graphique 2.5), à cause d'une certaine perturbation des marchés financiers, et ces primes ont augmenté en particulier dans le cas de l'Argentine, du Brésil, des Philippines et de la Turquie. Ensuite, elles se sont stabilisées ou ont légèrement diminué vers la fin de l'année, probablement en partie grâce aux aides internationales apportées à l'Argentine et à la Turquie.

Après avoir été relativement importants à la suite des crises financières de la fin des années 90, les flux nets d'investissement étranger direct (IED) vers les pays en développement et en transition ont diminué en 2000, mais cela est imputable essentiellement à la contraction de l'IED dans un petit nombre de pays. Dans le cas de certains pays d'Asie, l'augmentation de l'IED consécutive à la crise financière de la région est probablement arrivée à son terme, et dans le cas de la République de Corée, le solde net a été réduit par une expansion des investissements directs du pays à l'étranger; dans le cas de l'Argentine, le chiffre global a diminué après avoir été gonflé l'année précédente par la privatisation du conglomérat pétrolier YPF (voir *Rapport sur le commerce et le développement 2000*, chap. III, sect. E.1). Les flux d'IED vers le Brésil

Graphique 2.5

ECART DE RENDEMENT ^a SUR CERTAINES OBLIGATIONS INTERNATIONALES DE PAYS ÉMERGENTS, JUILLET 1999 À JANVIER 2001

(Points de base)^b



^a Ecart entre le rendement d'une obligation représentative émise par le pays emprunteur et celui d'une obligation de même durée émise par l'Etat du pays dans la monnaie duquel l'obligation de l'emprunteur est libellée.

^b Un point de base équivaut à 0,01%.

Tableau 2.8

**EMISSIONS INTERNATIONALES DE TITRES DE CRÉANCES ^a DES PAYS EN DÉVELOPPEMENT
ET EN TRANSITION^b, 1997-2000**
(Milliards de dollars)

	<i>Emissions brutes^c</i>				<i>Emissions nettes</i>			
	1997	1998	1999	2000 ^d	1997	1998	1999	2000 ^d
Total	123,6	78,3	79,2	69,8	82,1	37,4	34,1	30,8
<i>dont :</i>								
Amérique latine	64,0	43,0	48,0	39,9	41,1	22,5	26,4	21,8
Asie de l'Est et du Sud	39,8	10,8	16,7	15,2	25,4	-0,7	-1,1	1,9
Europe	11,4	20,4	10,3	11,1	11,1	15,1	6,5	4,7
Pour mémoire								
Ensemble du monde	1508,6	1657,2	2305,0	993,0	560,4	681,1	1215,4	797,7

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, sur la base de BRI, *International Banking and Financial Market Developments*, diverses parutions.

^a Instruments monétaires et obligations, classés selon le domicile de l'émetteur.

^b Autres que les centres financiers offshore.

^c Emissions brutes d'instruments monétaires et émissions annoncées d'obligations internationales.

^d Trois premiers trimestres.

sont restés importants et, d'après les estimations préliminaires, leur ordre de grandeur est similaire à celui du déficit des opérations courantes de ce pays.

Les investisseurs internationaux peuvent acheter des actions dans des entreprises de pays en développement et en transition soit en souscrivant à des émissions internationales soit en investissant sur les marchés boursiers locaux. Le montant mobilisé par les émissions internationales a dépassé 32 milliards de dollars dans les trois premiers trimestres de 2000, un peu plus de la moitié de ce chiffre étant imputable aux émetteurs d'Asie de l'Est et du Sud (BIS, 2000a, tableau 18). On ne dispose pas encore de chiffres distincts concernant les placements étrangers sur les bourses des pays émergents en 2000, mais d'après les estimations préliminaires de l'IIF concernant toutes les formes d'investissement de portefeuille, le total de ces investissements pour l'année est nettement inférieur au total des émissions internationales pour les trois premiers trimestres, ce qui signifie que les investisseurs étrangers ont probablement beaucoup réduit leurs placements sur les bourses de ces pays. Il est probable que ce désinvestissement s'est fait dans le deuxième semestre en raison de la chute généralisée des cours boursiers décrite à la section précédente. En fait, ces deux phénomènes sont vraisemblablement liés entre eux, la chute des cours incitant les investisseurs étrangers à se détourner de ces marchés et le désinvestissement aggravant la chute des cours.

2. Perspectives

Les perspectives d'évolution des flux de financements privés en direction des pays en développement et en transition restent incertaines. Selon certains observateurs, les pays émergents dans l'ensemble sont aujourd'hui moins exposés à des chocs financiers du fait qu'ils sont moins tributaires de crédits bancaires à court terme et qu'ils ont adopté des régimes de taux de change plus souples. Toutefois, comme l'ont montré les crises subies par l'Argentine et la Turquie l'année dernière, cela n'implique pas nécessairement que tous les pays soient à l'abri de graves problèmes de balance des paiements. De plus, l'accès des pays émergents aux financements extérieurs privés reste lié, par divers mécanismes, à la conjoncture mondiale. Certains de ces mécanismes sont déjà bien connus, par exemple ceux qui relient l'accès au financement à la croissance de l'économie mondiale, à l'évolution du commerce international et aux termes de l'échange¹³. Mais il y a aussi d'autres facteurs, très difficiles à prévoir en général, tels que la contagion entre les marchés émergents eux-mêmes et l'influence déstabilisatrice que peuvent avoir les marchés du Nord sur ceux du Sud.

Les liens entre les marchés financiers des pays développés et en transition d'une part et ceux des pays industriels d'autre part ont évolué en raison de

divers processus associés à l'intégration financière mondiale. Dans la précédente section, nous avons évoqué le récent renforcement de la corrélation entre les marchés boursiers des pays émergents et ceux des pays développés, mais dans d'autres domaines la corrélation a tendance à diminuer. Par exemple, durant la première moitié de 2000, la prime de risque sur la dette des pays en développement a eu tendance à diminuer alors que la prime sur les obligations à haut rendement d'emprunteurs de pays développés libellées en dollars ou en euros avait tendance à augmenter (BIS, 2000b : 5-6; IIF, 2001 : 9). De plus, l'accroissement de la volatilité de l'indice NASDAQ en 2000 s'est accompagné d'un affaiblissement de sa corrélation avec le rendement de la dette des pays émergents¹⁴. Néanmoins, les turbulences sur les marchés financiers des pays développés pourraient

continuer d'avoir des répercussions importantes sur ceux des pays émergents. Du fait de l'apparition de nouvelles méthodes de gestion des risques, par exemple pour la couverture des risques transfrontières, il est devenu plus difficile de prévoir les lignes de fracture¹⁵. En conséquence, les flux financiers vers les pays en développement et en transition sont influencés aujourd'hui non seulement par les facteurs habituels ayant leur origine dans les pays industriels, tels qu'une réorientation de la politique monétaire ou une modification de l'aversion des investisseurs et des créanciers pour le risque, mais aussi par des décisions de gestion de portefeuille d'établissements financiers internationaux qui n'ont pas nécessairement de rapport avec la situation fondamentale des pays dont les marchés sont affectés par ces décisions.

F. Financement extérieur et dette des pays les moins avancés

Les PMA restent la grande poche de pauvreté de l'économie mondiale. Comme leur épargne intérieure est insuffisante, leur développement reste tributaire des financements extérieurs et en particulier des flux de capitaux officiels. Toutefois, le montant global des entrées de capitaux dans ces pays a diminué dans les années 90, aussi bien en termes réels qu'en termes nominaux et qu'en proportion de leur PIB (tableau 2.9).

Vu leur fragilité économique et leur manque de solvabilité, la plupart des PMA n'ont pour ainsi dire pas d'accès direct au marché international des capitaux. Alors que, pour l'ensemble des pays en développement, les flux privés autres que les flux d'IED représentaient près de la moitié du montant global net des entrées de capitaux dans les années 90, et environ 2,3% du PIB, dans le cas des PMA ces flux privés ont été négligeables tout au long des années 90 et même négatifs en 1998 et 1999. Les flux d'IED vers les PMA sont aussi relativement modiques, mais rapportés au PIB de ces pays, ils sont presque aussi importants que dans les autres pays en développement. Toutefois, dans les PMA l'investissement étranger direct finance surtout des activités primaires et se concentre sur un petit nombre de pays riches en pétrole, gaz et autres ressources naturelles.

Les capitaux officiels restent la principale source de financement extérieur des PMA. Pendant

Tableau 2.9

FLUX DE CAPITAUX VERS LES PMA, PAR CATÉGORIE, ET TRANSFERT NET, 1990-1999

(En pourcentage du PNB)

Type de flux	1990-1997	1998	1999
Total net des flux	10,5	7,7	7,5
Flux officiels	9,2	6,4	6,0
Dons d'APD ^a	6,5	4,8	4,7
Crédits officiels	2,7	1,6	1,4
Bilatéraux	0,3	-0,1	-0,4
Multilatéraux	2,4	1,7	1,7
Flux privés	1,3	1,3	1,5
Investissement étranger direct	1,1	1,5	1,6
Autres	0,2	-0,2	-0,1
Paiements d'intérêts	0,9	0,8	0,8
Rapatriement de bénéfices	0,6	0,5	0,6
Transfert net ^b	9,0	6,4	6,1

Source : Calculs du secrétariat de la CNUCED, d'après Banque mondiale, *Global Development Finance 2001*, version préliminaire (CD-ROM).

^a Cette rubrique correspond au poste « dons » tels qu'il est défini par la Banque mondiale dans la source et ne comprend pas les fonds distribués au titre de la coopération technique.

^b Entrées nettes de capitaux moins les paiements d'intérêts sur la dette extérieure et les rapatriements de bénéfices.

plus d'une décennie, leur part dans le total des flux à long terme en direction de ces pays est demeurée stable, aux alentours de 88%, alors que dans les autres pays en développement elle n'a cessé de diminuer pour tomber à quelque 20% à la fin des années 90 (*Rapport sur le commerce et le développement 1999*, tableau 5.1, et CNUCED, 2000a : 59).

Durant les années 90, les flux de capitaux officiels vers l'ensemble des pays en développement ont beaucoup diminué, en termes réels comme en termes nominaux¹⁶, et malgré tous les beaux discours au sujet de la lutte contre la pauvreté, les dons d'APD et les crédits bilatéraux aux PMA, qui sont les pays les plus touchés par la pauvreté, ont aussi baissé. Contrairement aux autres destinataires de l'aide internationale, les PMA n'ont pas bénéficié du rétablissement partiel de l'aide publique en 1998-1999. Le montant global des flux d'aide officiels des pays membres du Comité d'aide au développement (CAD) de l'OCDE aux PMA ne représentait que 0,05% du PNB des pays donateurs entre 1997 et la fin de 1999, ce qui est très loin de l'objectif de 0,15% que s'étaient fixé les participants à la deuxième Conférence des Nations Unies sur les pays les moins avancés en 1990. De plus, cette proportion est moitié moindre de ce qu'elle était au début des années 90, bien que les bailleurs de fonds se soient engagés à accroître leur aide aux PMA. Parmi les membres du CAD, seuls cinq pays avaient atteint l'objectif de 0,15% en 1999 : Danemark (0,32%), Luxembourg (0,16%), Pays-Bas (0,16%), Norvège (0,3%) et Suède (0,17%) (OCDE, 2000b, tableau 31).

Dans la majorité des PMA, l'insuffisance des entrées de capitaux, en particulier sous forme de crédits à long terme et de dons, est aggravée par un sérieux surendettement. En 1999, l'encours de la dette extérieure des PMA représentait globalement 89% de leur PIB et en moyenne le service (effectif) de leur dette représentait 15% de leurs exportations. Plusieurs pays sont restés incapables d'honorer toutes leurs obligations et ont continué d'accumuler des arriérés.

Il est donc urgent de réduire la charge de la dette dans les PMA. Parmi les 41 pays considérés comme pays pauvres très endettés (PPTE), 31 sont des PMA. A la fin de 2000, 22 pays, dont 17 PMA d'Afrique, avaient atteint le « point de décision » prévu par l'Initiative PPTE, et ils devraient commencer à bénéficier d'un allègement intérimaire de la dette envers les créanciers multilatéraux et d'un allègement accru de la dette envers les créanciers du Club de Paris. L'Ouganda est le seul PMA à avoir atteint le « point d'achèvement » prévu par l'Initiative, qui lui permet de jouir de tous les avantages prévus. Entre-temps, 11 autres PMA, dont la plupart sont en proie à des conflits, ont un niveau d'endettement jugé insupportable d'après les critères de l'Initiative PPTE, même après prise en compte des

mécanismes traditionnels de désendettement. Toutefois, avec le processus actuel, il faudra peut-être plusieurs années avant que ces pays puissent satisfaire les conditions requises pour atteindre le point de décision. De plus, un certain nombre de PMA surendettés ne sont pas considérés comme des PPTE (CNUCED, 1999, encadré 3).

Les attentes actuelles en ce qui concerne les effets économiques de l'Initiative PPTE sur les pays qui ont atteint le point de décision sont irréalistes. Premièrement, leur marge de manœuvre budgétaire reste étroite. L'allègement accordé peut paraître important si l'on se fonde sur la diminution de la valeur actuelle des obligations futures de service de la dette, mais l'économie annuelle résultant de l'Initiative PPTE elle-même jusqu'en 2005 restera modeste pour la plupart des pays qui ont atteint le point de décision. Deuxièmement, les prévisions à moyen terme d'un règlement durable du problème du surendettement postulent que le taux de croissance de la production et des exportations de ces pays sera élevé, c'est-à-dire souvent supérieur à celui obtenu dans les années 90, durant de nombreuses années et que l'intensité d'importation de la croissance diminuera. Troisièmement, il n'est pas certain que toutes les ressources financières libérées par l'allègement de la dette seront vraiment nouvelles. Dans 14 des 17 PMA d'Afrique qui ont atteint le point de décision, les flux d'aide officiels ont considérablement diminué entre 1996 et 1999. Cela amène à supposer que l'Initiative PPTE pourrait se traduire par une réduction générale des flux d'aide officielle, sauf si les bailleurs de fonds modifient radicalement leur attitude; tout au long des années 90, le montant des flux de capitaux officiels à destination des PMA était étroitement lié au niveau de leur endettement et du service de leur dette (CNUCED, 2000a : 125-9).

En outre, le processus PPTE est devenu encore plus complexe du fait que le désendettement a été expressément lié à la lutte contre la pauvreté par le biais des stratégies pour la réduction de la pauvreté (DSRP). Comme l'a récemment suggéré le Ministre néerlandais de la coopération, si la mise en œuvre de ces stratégies exige un désendettement plus important et plus rapide, les partenaires du développement devront se montrer disposés à offrir des moyens additionnels¹⁷.

Une des grandes surprises positives de 2000 est qu'un nombre croissant de pays créanciers se sont engagés, dans le cadre de l'Initiative PPTE, à annuler intégralement la dette bilatérale. Toutefois, cela n'impliquera pas que la dette de tous les pays sera effacée à brève échéance et l'annulation des dettes dépendra des progrès accomplis par ces pays en matière de réforme de la politique économique et de lutte contre la pauvreté. Il faut s'attendre à ce que les pays concernés, le calendrier de l'effacement de la

dette et les catégories de dettes concernées (notamment pour ce qui est des dettes postérieures à la date butoir) varient beaucoup selon les créanciers.

Les problèmes économiques de fond des PMA sont nombreux et complexes et, par conséquent, l'annulation de la dette ne suffira pas toujours à les mettre sur la voie d'un développement durable. Toutefois, le désendettement est une condition nécessaire et, compte tenu de la situation particulière des PMA, il faut évaluer leurs besoins en la matière en faisant abstraction des considérations liées à l'Initiative PPTE. Comme on ne peut pas s'attendre à ce que toutes leurs dettes soient effacées rapidement, il faut envisager des solutions provisoires pour les

soulager dans l'immédiat. Pour cela, et en attendant que l'Initiative PPTE ait déployé tous ses effets, il convient d'étudier la possibilité de suspendre le service de la dette de tous les PMA, sans que cela entraîne une accumulation d'arriérés supplémentaires. Ainsi, n'ayant plus à consacrer leurs maigres ressources au service de la dette, ces pays pourront les employer pour financer des dépenses sociales et des investissements productifs dont ils ont le plus grand besoin. Pour la même raison, il faut aussi enrayer le déclin de l'aide officielle. Faute de capitaux privés en suffisance, il est indispensable d'accroître les flux officiels pour amorcer un processus d'accumulation de capital dans les PMA¹⁸.

Notes

1. Il n'est pas toujours facile d'expliquer les importantes divergences qu'on observe dans les séries de statistiques commerciales publiées par l'OMS, le FMI et l'ONU/DAES.
2. Au sujet des raisons qui pourraient expliquer l'écart entre le total des exportations mondiales et le total des importations, voir *Rapport sur le commerce et le développement 2000* (chap. III, note 1).
3. Pour une analyse détaillée du rôle du commerce intrarégional dans le redressement des pays d'Asie de l'Est, voir *Rapport sur le commerce et le développement 2000* (chap. III).
4. D'après les estimations du FMI, le déficit des échanges de biens et de services des Etats-Unis en 2000 serait de 360 milliards de dollars environ et le déficit des opérations courantes de 420 milliards de dollars environ (4,2% du PIB). L'estimation de JP Morgan est encore plus élevée, 439 milliards de dollars (4,4% du PIB). Voir FMI (2000, tableau I.2 et tableaux 27 à 29 de l'appendice) et JP Morgan (2000a).
5. Il s'agit de la moyenne du prix au comptant de sept bruts produits par les membres de l'OPEP (graphique 2.1).
6. Dans les gisements difficiles à exploiter des pays non membres de l'OPEP, le coût marginal de la production est compris entre 10 et 15 dollars le baril. Par conséquent, dès que le cours dépasse un peu le niveau de 15 dollars le baril, les compagnies pétrolières devraient en principe être incitées à exploiter ces gisements. Toutefois, contrairement à d'autres produits, le pétrole est une ressource stratégique et son prix est aussi influencé par des facteurs spéculatifs. Pour une analyse plus détaillée des facteurs qui ont influé sur le marché mondial du pétrole ces dernières années, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1999* (première partie, chap. II, sect. E).
7. Pour une analyse du débat récent sur les différents régimes de taux de change, voir deuxième partie, chap. V.
8. Voir IIF (2001: 11). La part de ce secteur dans les émissions récentes d'actions sur les marchés boursiers des pays émergents est encore plus grande: 57% en 1999 et 77% dans la première moitié de 2000. Voir Mathieson, Schinasi et al. (2000, encadré 3.5).
9. Il s'agit des estimations de JP Morgan, qu'on peut consulter à l'adresse suivante : www.jpmorgan.com.
10. Les écarts entre les estimations des flux financiers privés vers les pays en transition et en développement sont dues essentiellement à des différences d'exhaustivité et de méthode. Les estimations du FMI prennent en compte la grande majorité de ses pays membres. Elles se fondent sur la balance des paiements et donc sur les sorties nettes de capitaux des résidents. Les estimations de l'IIF visent 29 pays émergents et ne tiennent pas compte des ajustements correspondant aux prêts nets des résidents, aux variations du stock d'or monétaire et aux erreurs et omissions de la balance des paiements, qui représentent en général une proportion importante du montant des flux nets privés. Les estimations de l'IIF pour janvier 2001 ont été sensiblement revues à la baisse par rapport à celles de septembre 2000, qui chiffreraient à 188 milliards de dollars les flux privés nets pour

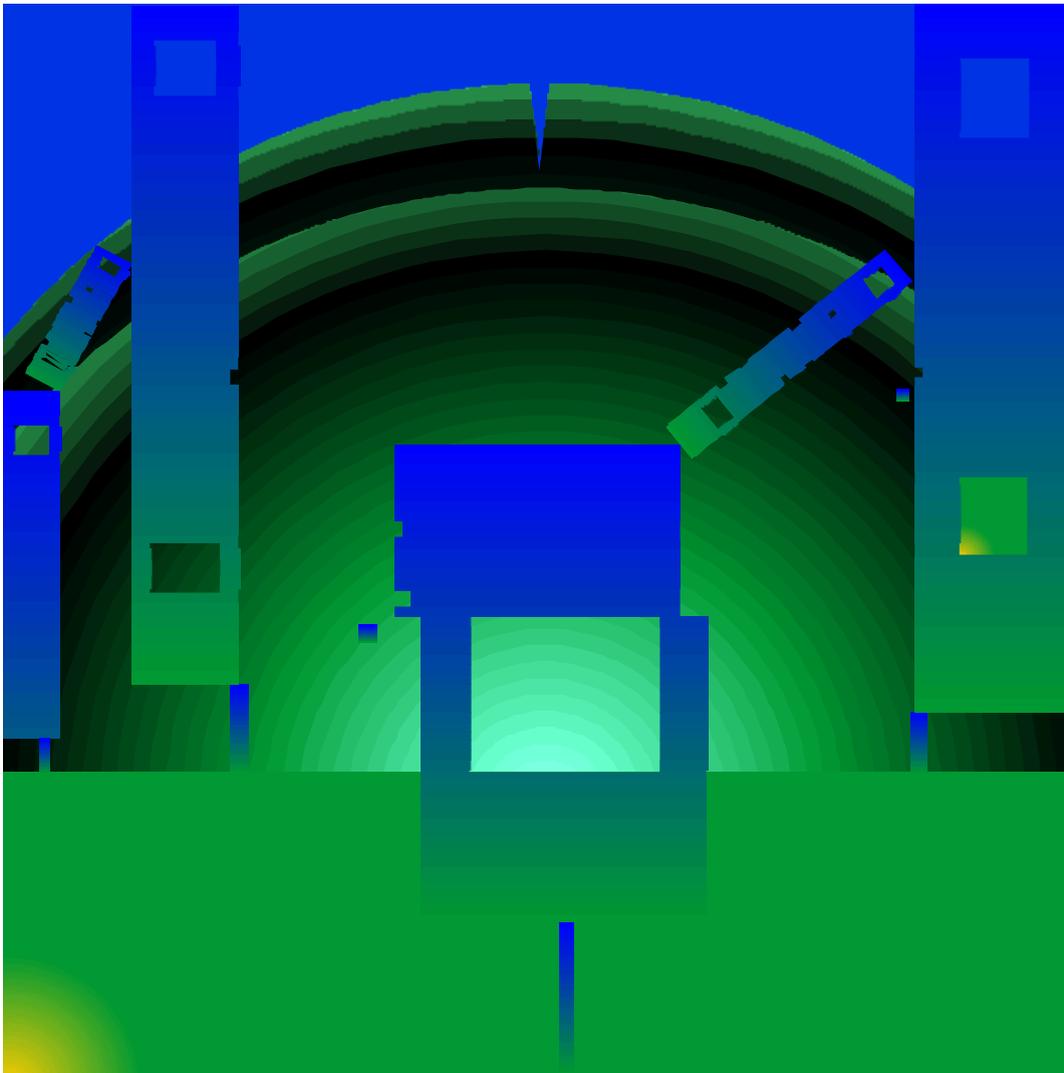
l'ensemble de l'année, avec un montant compensatoire de 127 milliards de dollars à la rubrique « prêts des résidents/autres ».

11. Ces données proviennent des communiqués de presse que la BRI publie au sujet des statistiques bancaires internationales consolidées.

12. Ces échanges expliquent en grande partie la divergence importante qu'on peut constater entre les émissions brutes et les émissions nettes d'obligations internationales dans le tableau 2.10. Ils sont généralement motivés par le souhait d'employer à d'autres fins les cautions (obligations du Trésor des Etats-Unis) qui garantissent les obligations Brady, la possibilité de réduire l'encours de la dette (lorsque l'échange se fait avec une décote) ou la volonté d'accroître la durée moyenne des obligations internationales du pays concerné, dans la mesure où les nouvelles obligations sont à long terme.
13. Pour une analyse des divers mécanismes qui lient la conjoncture mondiale et les flux de capitaux, voir JP Morgan (2000c : 7-8).

14. Pour une analyse de cette corrélation, voir Mathieson, Schinasi et al. (2000, chap. III, encadré 3.3).
15. Pour une analyse plus approfondie des effets de ces méthodes, voir Cornford (2000 : 3).
16. Pour une analyse plus détaillée de l'évolution à long terme du financement extérieur des pays en développement, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1999* (deuxième partie); pour une analyse du financement extérieur de l'Afrique, où se trouvent la plupart des PMA, voir CNUCED (2000b).
17. E. Herfkens, "Bringing Solidarity to Brussels", discours prononcé devant le Conseil du commerce et du développement de la CNUCED, Genève, 27 février 2001.
18. Pour une analyse plus détaillée, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1998* (deuxième partie), et CNUCED (2000b).

RÉFORME DE L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE



VERS UNE RÉFORME DE L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

A. Introduction

La fréquence et la virulence croissantes des crises financières et monétaires internationales, qui touchent même des pays bien gouvernés et appliquant une politique macroéconomique rigoureuse, donnent à penser que l'instabilité est globale et systémique. Il est certes possible d'améliorer les politiques et les institutions nationales, mais cela ne suffira pas à régler le problème, en particulier dans les pays en développement très exposés à la volatilité des flux de capitaux. Il est essentiel de renforcer les institutions et mécanismes internationaux pour réduire la probabilité de telles crises et mieux les gérer lorsqu'elles se produisent. Bien que la plupart des observateurs considèrent aujourd'hui que l'instabilité financière est de caractère global et systémique, la communauté internationale n'a pas encore réussi à mettre en place des mécanismes mondiaux efficaces pour répondre aux préoccupations des pays en développement.

Après la crise asiatique, les gouvernements, les organisations internationales, les milieux universitaires et les agents économiques ont fait un certain nombre de propositions de réforme de l'architecture financière internationale¹. Ces propositions visent quatre grands domaines : les règles et institutions mondiales régissant les flux internationaux de capitaux, le régime de taux de change, la restructuration de la dette extérieure, et la réforme du FMI, particulièrement s'agissant de la surveillance, de la conditionnalité, de la fourniture de liquidités internationales et du rôle du Fonds en tant qu'éventuel prêteur de dernier recours. La réalisation de ces propositions impliquerait la création de nouvelles institutions et de nouveaux mécanismes

internationaux et une réforme de ceux qui existent déjà.

Certaines de ces propositions ont été examinées au sein du FMI lui-même et d'autres institutions financières internationales, telles que la BRI et le Forum de stabilité financière (FSF), récemment créé, ainsi que par les gouvernements des pays membres du G-7. Des initiatives ont été prises, mais le processus de réforme, au lieu d'être axé sur des mesures internationales visant à remédier à l'instabilité et aux risques systémiques, a privilégié les interventions à l'échelon des institutions et mécanismes nationaux. En outre, dans ce processus les débiteurs ne sont pas à la même enseigne que les créanciers. On a surtout cherché à imposer une discipline aux débiteurs, en définissant pour les politiques nationales des lignes directrices et des normes assorties d'incitations et de sanctions. On a exhorté les pays débiteurs à adopter des normes et règlements financiers rigoureux, à conserver des réserves internationales suffisantes, à ouvrir des lignes de crédit de secours et à conclure des arrangements contractuels avec les créanciers privés pour les faire participer au règlement des crises. Le système financier international reste fondé sur le principe du laisser-faire et l'on conseille aux pays en développement de libérer le compte de capital et d'assurer la convertibilité de leur monnaie, et de ne contrôler les flux de capitaux qu'à titre exceptionnel et temporaire. Tout cela a accru l'influence des marchés financiers sans renforcement correspondant des institutions internationales.

Ce manque de progrès est en grande partie dû à des raisons politiques. Les propositions évoquées

plus haut sont souvent contraires aux intérêts des créanciers, mais les gouvernements de certains pays débiteurs s'opposent aussi à des réformes qui auraient pour effet de réduire les flux de capitaux ou d'accroître le coût du financement, même lorsqu'elles pourraient limiter l'instabilité et réduire la fréquence des crises dans les pays émergents. De nombreux observateurs ont affirmé que ces propositions étaient irréalistes non seulement sur le plan politique mais aussi sur le plan technique. Toutefois, tant que les défaillances systémiques continuent de menacer le bien-être mondial, il faut chercher à mettre en œuvre une réforme plus fondamentale de l'architecture financière internationale :

Il est facile de commettre l'erreur de penser que les transformations institutionnelles majeures sont irréalisables, particulièrement aux États-Unis où les institutions qui appliquent la politique macroéconomique ont dans l'ensemble peu évolué ces dernières décennies. Naguère, la perspective de l'établissement d'une monnaie européenne unique semblait tout aussi improbable que le démantèlement de l'empire soviétique ou la réunification de l'Allemagne. Les grandes transformations institutionnelles paraissent impossibles jusqu'à ce qu'elles se produisent, après quoi elles paraissent évidentes. Même si aucun des plans ambitieux qui ont été proposés n'est réalisable dans l'environnement politique mondial actuel, il se peut qu'après une ou deux crises de plus, l'impossible commence à paraître réaliste. (Rogoff, 1999 : 28).

Dans la deuxième partie du présent rapport, nous passons en revue les principales initiatives prises jusqu'à présent pour réformer l'architecture

financière internationale, ainsi que les conseils donnés aux pays en développement dans des domaines clés, tels que la réforme structurelle et la politique de taux de change, pour prévenir et contenir l'instabilité et les crises. Notre analyse s'appuie sur celle qui avait été faite dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, en mettant l'accent sur des événements plus récents. Dans le

présent chapitre, nous donnons un aperçu des enjeux, en comparant brièvement ce qui a été accompli jusqu'à présent avec le genre de mesures suggérées pour remédier aux défaillances systémiques et à l'instabilité mondiale. Dans le chapitre suivant nous passerons en revue les initiatives récentes en matière de normes et de réglementations internationales et dans le chapitre V nous verrons si les pays en développement peuvent à la fois préserver la liberté du compte de capital et préserver un

taux de change réaliste, en adoptant des régimes appropriés, alors que les cours des trois grandes monnaies de réserve peuvent être très volatils et rester durablement à un niveau trop élevé ou trop bas et que les flux de capitaux internationaux sont très instables. Nous évaluerons aussi les possibilités de coopération à l'échelle régionale pour mettre en place des mécanismes collectifs de défense contre l'instabilité financière, en nous appuyant sur l'exemple de l'UE. Le dernier chapitre est consacré à la gestion des crises financières et au partage de leur coût et nous analyserons la situation actuelle dans deux domaines essentiels, la fourniture de liquidités internationales et la participation du secteur privé à la gestion et au règlement des crises.

Le processus de réforme, au lieu d'être axé sur des mesures internationales visant à remédier à l'instabilité et aux risques systémiques, a privilégié les interventions à l'échelon des institutions et mécanismes nationaux. Dans ce processus, les débiteurs ne sont pas à la même enseigne que les créanciers.

B. La régulation des flux de capitaux internationaux

À la fin de la deuxième guerre mondiale, on a conçu un ensemble d'organisations pour gérer les taux de change et les paiements internationaux, la reconstruction des économies détruites par la guerre et le commerce et l'investissement internationaux: le FMI, la Banque mondiale et le GATT. Toutefois, ces institutions ne devraient pas s'occuper des

mouvements de capitaux internationaux, essentiellement parce qu'on considérait que la liberté des mouvements de capitaux n'était pas compatible avec la stabilité des taux de change et avec l'expansion du commerce et de l'emploi. Même après le démantèlement des arrangements de Bretton Woods et malgré l'importance croissante des flux de

capitaux privés, on n'a pas cherché à réguler ces mouvements (Akyüz et Cornford, 1999 : 1-7).

Le seul régime mondial applicable aux opérations monétaires transfrontières était celui du FMI, mais les principales obligations résultant de ses Statuts concernent les transactions courantes et non les mouvements de capitaux. L'article IV dispose que l'un des buts essentiels du système monétaire international est de faciliter les mouvements de capitaux internationaux, entre autres obligations générales relatives aux régimes de change. Les dispositions plus spécifiques de l'article VI concernant les transferts de capitaux permettent d'imposer des mesures de contrôle à condition qu'elles ne restreignent pas les transactions courantes, et habilite le Fonds à demander à un pays membre de prendre de telles mesures pour éviter que le compte de ressources générales ne soit employé pour financer des sorties de capitaux importantes ou durables. La seule initiative récente concernant le régime international est une tentative de faire de la convertibilité pour les opérations de capital un des objectifs du FMI.

La BRI est une organisation dont le nombre de membres est limité et qui ne s'occupe que de certains aspects des flux de capitaux internationaux². Depuis les années 70, elle assure le secrétariat de plusieurs organismes qui ont été créés pour réduire ou gérer les risques associés aux transactions bancaires transfrontières. Ces organismes ne sont pas compétents pour définir des règles régissant les mouvements de capitaux internationaux en tant que tels. Leur travail vise à élaborer des accords sur les normes que les autorités nationales doivent appliquer pour mieux protéger les établissements financiers, individuellement et collectivement, contre les risques liés aux transactions transfrontières.

La fréquence accrue des crises financières et la mondialisation du marché financier ont récemment suscité des propositions relatives à la création de plusieurs institutions internationales conçues pour réguler et stabiliser les flux de capitaux internationaux. Ces propositions se fondent sur deux arguments. Le premier est que, comme les établissements financiers ont de plus en plus d'activités internationales, il faut leur appliquer une réglementation et un contrôle unifiés et mondiaux. Le deuxième met l'accent sur l'instabilité de mouvements de capitaux obéissant à des régimes très différents, à laquelle seule une régulation mondiale plus uniforme pourrait remédier.

L'une de ces propositions consiste à créer une "superinstitution" mondiale de régulation et de contrôle financiers, une "Autorité financière mondiale" chargée de déterminer les normes applicables à tous les établissements financiers, y compris les établissements offshore (Eatwell et Taylor, 1998, 2000). Une autre consisterait à créer un conseil de surveillance des principaux établissements et marchés internationaux, qui serait doté de vastes pouvoirs de normalisation, de contrôle et de réglementation des banques commerciales, des sociétés de négoce de titres et des compagnies d'assurance³. Une troisième proposition, axée sur la stabilisation des prêts bancaires internationaux, consisterait à créer une société internationale d'assurance-crédit chargée d'empêcher une expansion excessive du crédit (Soros, 1998).

Quels que soient leurs avantages et leurs inconvénients, ces propositions soulignent la nécessité de mettre en place des institutions et mécanismes internationaux capables d'empêcher les établissements financiers de prendre trop de risques dans leurs activités de crédit et d'investissement transfrontières, de réduire les défaillances systémiques et d'éliminer

plusieurs lacunes, souvent criantes, des régimes nationaux des pays créanciers et débiteurs. L'approche officielle de ces problèmes a été très différente et privilégie le renforcement du système financier des pays débiteurs dans le but de réduire le risque de difficultés financières majeures et de contagion. Elle met aussi l'accent sur la communication de données financières à jour et suffisantes au sujet du secteur public et du marché financier des pays débiteurs, afin de permettre aux créanciers internationaux d'agir de façon plus avisée, ce qui permettrait de réduire le risque de défaillance et d'améliorer la surveillance bilatérale.

Comme nous le verrons plus en détail au chapitre IV, différents codes et normes ont été élaborés par le biais d'institutions telles que le FMI, la BRI et le FSF, non seulement pour le secteur financier lui-même, mais aussi pour ce qui est de la politique macroéconomique et de la transparence. Leur application devrait dans l'ensemble avoir des effets positifs, surtout à long terme, mais elle ne contribuera pas nécessairement à la stabilité financière et, dans de nombreux cas, aura un coût initial élevé. De plus, les réformes demandées aux pays destinataires des capitaux sont très ambitieuses et ne tiennent pas toujours compte des différences de niveau de développement et de ressources humaines.

Les obligations contenues dans les nouvelles propositions de codes et de normes semblent partir du postulat que les principales failles du système qui régit les mouvements de capitaux internationaux se trouvent dans les pays destinataires et que c'est donc à eux qu'il incombe de faire l'essentiel des ajustements nécessaires pour prévenir ou contenir les crises.

Du point de vue systémique, les réformes envisagées comportent de nombreuses lacunes et reflètent une conception asymétrique des responsabilités des différentes parties. En particulier, elles ne répondent pas de façon satisfaisante aux préoccupations des pays en développement en ce qui concerne les fluctuations des flux internationaux de capitaux, qui sont souvent dues à des variations de l'offre très influencées par la politique monétaire des grands pays industriels, en particulier les Etats-Unis, la liquidité, et le comportement grégaire des agents économiques qui prêtent aux pays en développement ou y investissent. Les obligations contenues dans les nouvelles propositions de codes et de normes semblent partir du postulat que les principales failles du système qui régit les mouvements de capitaux internationaux se trouvent dans les pays destinataires et que c'est donc à eux qu'il incombe de faire l'essentiel des ajustements nécessaires pour prévenir ou contenir les crises. En revanche, les mesures conçues pour réduire la volatilité des flux de capitaux à la source ou accroître la transparence des opérations financières transfrontières, qui sont aujourd'hui très peu réglementées, brillent surtout par leur insuffisance ou leur absence totale. Les recommandations adressées aux pays d'origine ne préconisent que des mesures limitées, qui n'entrent pas dans le champ des politiques ou initiatives actuelles, ou impliquent une modification des pratiques des agents économiques allant au-delà de ce qui est déjà envisagé.

Bien qu'on insiste sur le volontariat, l'application de ces codes et normes devrait être appuyée par un vaste système d'incitations et de sanctions, dont certaines pourraient bien devenir des éléments de la conditionnalité du FMI. Même si les règles et lignes directrices ont pour la plupart un caractère assez général, il n'est pas exclu que leur application soit très inspirée par le modèle en vigueur dans certains pays développés, en raison de l'impor-

tance du rôle que jouent les institutions financières multilatérales et les organismes de contrôle des pays du G-7 dans les évaluations. Comme l'a dit Rodrik :

... Il est dangereux d'imposer aux pays en développement une politique économique fondée sur le « consensus de Washington », même si celui-ci a été mis à jour avec de nouveaux codes et normes internationaux et des réformes de la "deuxième génération". Les risques sont multiples. Premièrement, les nouvelles disciplines imposées de l'extérieur sont associées à un modèle de développement économique dont l'efficacité est douteuse... Deuxièmement, il n'est pas du tout certain que les nouvelles recommandations amélioreront beaucoup la sécurité du système international lui-même... Au contraire,

... Il est dangereux d'imposer aux pays en développement une politique économique fondée sur le « consensus de Washington », même si celui-ci a été mis à jour avec de nouveaux codes et normes internationaux et des réformes de la "deuxième génération".. Les nouvelles disciplines imposées de l'extérieur sont associées à un modèle de développement économique dont l'efficacité est douteuse...

en attirant l'attention exclusivement sur les réformes structurelles intérieures dans les pays en développement, l'approche actuelle incite à ne pas trop se préoccuper des flux de capitaux à court terme, ce qui pourrait accroître le risque systémique au lieu de le réduire. Enfin, on sous-estime beaucoup les difficultés concrètes que soulève la mise en œuvre de bon nombre des réformes institutionnelles envisagées. (Rodrik, 1999 : 3)

Ce qui a été proposé jusqu'à présent en matière de codes et de normes est très loin de constituer une partie intégrante d'un nouveau cadre mondial visant à réduire l'instabilité financière. Il faut

rappeler qu'une des justifications essentielles de ces initiatives est qu'elles sont la contre-partie nécessaire d'une poursuite de la libéralisation du marché financier, en particulier dans les pays en développement. Toutefois, elles sont loin de justifier qu'on impose aux pays de nouvelles obligations en ce qui concerne la convertibilité du compte de capital et la libéralisation de l'investissement transfrontière ou des services financiers en général. En l'absence d'interventions efficaces à l'échelle mondiale, c'est toujours les Etats qui doivent faire face à l'instabilité financière internationale. Il est donc essentiel qu'ils conservent la liberté de choisir les politiques appropriées.

C. Le régime de taux de change

Le deuxième grand volet de la réforme de l'architecture financière internationale concerne le régime de taux de change et en particulier celui des trois grandes monnaies de réserve (le dollar, l'euro et le yen). En fait, il serait plus juste de parler de la nécessité d'établir un régime mondial de taux de change plutôt que de réformer le système existant : depuis l'effondrement du système de parités fixes mais ajustables de Bretton Woods, il n'y a en fait pas de régime mondial de taux de change. Les taux de change flottants ont été adoptés dans l'idée que leur efficacité dépendait de conditions fondamentales stables, mais les mesures internationales spécifiques à cet effet dans les statuts du FMI et dans la décision d'avril 1977 sur les arrangements de taux de change n'ont pas défini les obligations et les engagements que cela impliquerait. Comme l'a fait observer Robert Triffin, les obligations sont de caractère si général et évident qu'elles paraissent plutôt superflues et il s'agissait pour l'essentiel de légaliser l'abandon généralisé et illégal des engagements de Bretton Woods, sans les remplacer par d'autres engagements contraignants (Triffin, 1976 : 47-48). La décision d'avril 1977 exigeait que les membres interviennent sur le marché des changes si nécessaire pour remédier à des situations chaotiques, mais elle définissait pas ces situations et ne donnait pas de lignes directrices claires pour les interventions. De même, les principes de surveillance des politiques de taux de change étaient d'un caractère tellement général que la contrainte dépendait presque entièrement des procédures de surveillance (Dam, 1982 : 259), et jusqu'à présent les mécanismes de consultation n'ont pas permis de définir les règles de comportement précises qui seraient nécessaires pour qu'on puisse dire que ces arrangements constituent un « système »⁴.

Vu cette carence institutionnelle et l'absence d'engagement des grands pays industriels, il n'est guère surprenant que le régime de taux de change

flottants n'ait pas donné les résultats attendus : taux de change relativement stables, ajustement de la balance des paiements sans perturbations majeures, accroissement de l'autonomie macroéconomique et élimination des déséquilibres entre pays déficitaires et excédentaires. Au contraire, la situation actuelle se caractérise non seulement par une forte volatilité à court terme mais aussi par des surévaluations ou sous-évaluations durables des monnaies. Les grands pays industriels sont restés favorables au flottement et se sont abstenus d'intervenir sur le marché des changes sauf en période de tensions et de déséquilibres extrêmes, comme celles qui ont conduit à une coordination des politiques monétaires et à des interventions sur le marché des changes en 1985 (Accord du Plaza) et en 1987 (Accord du Louvre).

Les dégâts causés par le comportement chaotique des taux de change sont relativement limités pour les pays dont la monnaie est une monnaie de réserve (G-3), car leur économie pèse beaucoup plus que celle des pays en développement et est donc beaucoup moins tributaire du commerce international. De plus, leurs agents économiques ne sont pas trop exposés au risque de change car ils peuvent prêter ou emprunteur dans leur propre monnaie. Au contraire, les fortes fluctuations et la surévaluation ou la sous-évaluation des monnaies du G-3 sont très gênantes pour les pays en développement et ont joué un rôle important dans presque toutes les grandes crises qu'ont connues ces pays (Akyüz et Cornford, 1999 : 31). On peut donc se demander s'il est raisonnable de penser qu'il suffit que les pays émergents adoptent une politique macroéconomique et un régime de taux de change appropriés pour stabiliser leur monnaie, alors que les monnaies des grands pays industriels restent aussi instables. En fait, de nombreux observateurs (notamment P. Volcker et G. Soros) estiment qu'il ne sera pas possible d'accroître la stabilité systémique de l'économie mondiale sans une réforme du régime

On peut se demander s'il est raisonnable de penser qu'il suffit que les pays émergents adoptent une politique macroéconomique et un régime de taux de change appropriés pour stabiliser leur monnaie, alors que les monnaies des grands pays industriels restent aussi instables.

de taux de change des trois grands et que les pays émergents resteront exposés à des crises monétaires tant que les grandes monnaies de réserve restent très instables.

A l'évidence, vu l'interdépendance de l'économie mondiale, pour avoir un système de taux de change et de paiements extérieurs relativement stables, il faut un minimum de cohérence entre les politiques macroéconomiques des grands pays industriels. Toutefois, les modalités actuelles de la surveillance multilatérale n'offrent aucun moyen d'obtenir cette cohérence ou de gérer les tensions dues à la politique monétaire ou à la politique de taux de change des Etats-Unis et des autres grands pays industriels. A cet égard, il n'existe pas en matière de gestion macroéconomique et financière le genre de disciplines multilatérales qui existent pour le commerce international.

Une des propositions qui a été formulée pour assurer une certaine stabilité et un niveau raisonnable des taux de change consisterait à introduire des zones cibles pour les cours des trois grandes devises, les pays concernés s'engageant à défendre les parités par des interventions coordonnées et des mesures macroéconomiques⁵. On pense qu'un tel engagement permettrait d'obtenir la cohérence nécessaire pour stabiliser les taux de change sans compromettre la croissance et pourrait modifier le comportement des agents qui opèrent sur le marché monétaire, ce qui réduirait la nécessité d'une intervention. Un tel régime pourrait être institutionnalisé et placé sous la surveillance du FMI.

Une autre proposition consiste à se débarrasser du problème des taux de change en adoptant une monnaie mondiale unique, qui serait émise par une autorité monétaire mondiale, laquelle ferait aussi fonction de prêteur en dernier recours. Cette idée suscite un intérêt croissant depuis la création de l'euro et la multiplication des crises monétaires dans les pays émergents. Toutefois, on pense généralement que la convergence des différentes économies et l'intégration mondiale sont encore très insuffisantes pour qu'un tel mécanisme puisse être efficace (Rogoff, 1999 : 33-34).

Quoi qu'il en soit, il est intéressant de constater que le régime de taux de change n'a pas une grande place dans le programme de réforme de l'architecture financière internationale. Dans son rapport au Comité monétaire et financier international du FMI (FMI,

2000), le Directeur général par intérim reconnaît que la plupart des pays doivent faire un choix difficile entre un taux de change flottant et une parité fixe. Il souligne que la forte instabilité et les graves désalignements des taux de change des trois grandes monnaies sont préoccupantes, en particulier pour les petites économies ouvertes exportatrices de produits de base. Toutefois, il ne propose pas d'initiative que la communauté internationale pourrait prendre à cet égard, laissant entendre que la question ne pouvait être réglée que par les Etats-Unis, le Japon et l'UE⁶.

Comme nous le verrons au chapitre V, le débat sur les taux de change a porté essentiellement sur le type de régime que les pays en développement devraient adopter pour obtenir une plus grande stabilité. Le conseil le plus courant est de choisir entre un flottement intégral et le rattachement à une monnaie de réserve au moyen d'une caisse d'émission ou par la dollarisation (parité fixe), par opposition à des régimes intermédiaires de parités ajustables ou souples. On se demande de plus en plus si l'existence d'un si grand nombre de devises indépendantes les unes des autres a un sens dans un système financier mondial aussi intégré que celui qui existe aujourd'hui.

Toutefois, il y a là un faux débat. Quelle que soit l'option choisie, elle ne permettra pas aux pays en développement de stabiliser leur taux de change à un niveau approprié tant que les cours des grandes monnaies de réserve restent très instables et inadaptés et que les flux de capitaux internationaux sont très volatils et ne peuvent pas être maîtrisés par les pays destinataires. De plus, cette situation obligerait les pays en développement à prendre des mesures contradictoires pour stabiliser leur taux de change. En bref, il n'y a pas de solution unilatérale qui permettrait à un pays émergent de stabiliser sa monnaie à un taux satisfaisant, en particulier si les mouvements de capitaux sont libres.

Comme il est hors de question dans l'immédiat de mettre en place un régime mondial stable, on peut se demander si des mécanismes régionaux pourraient offrir une solution. Les pays d'Asie de l'Est et certains pays d'Amérique du Sud s'intéressent de plus en plus à de telles solutions régionales (par opposition à la dollarisation) pour se défendre collectivement contre les défaillances et l'instabilité systémiques. A cet égard, le cas de l'UE est instructif, notamment en ce qui concerne les mécanismes institutionnels permettant de respecter et

Il n'existe pas en matière de gestion macroéconomique et financière le genre de disciplines multilatérales qui existent pour le commerce international.

Les pays d'Asie de l'Est et certains pays d'Amérique du Sud s'intéressent de plus en plus à des solutions régionales pour se défendre collectivement contre les défaillances et l'instabilité systémiques.

d'ajuster les fourchettes de variation intrarégionale des changes, les mécanismes d'intervention, le régime des mouvements de capitaux et les mécanismes conçus pour apporter aux différents pays un soutien à la balance des paiements et faire fonction de prêteurs de dernier recours à l'échelle régionale. Toutefois, la transposition de cette solution dans les pays en développement soulève certaines difficultés, notamment en ce qui concerne le taux de change par rapport aux monnaies de réserve et

l'accès aux liquidités internationales, questions essentielles en cas de contagion intrarégionale. C'est pourquoi il serait beaucoup plus facile de mettre en œuvre des régimes monétaires régionaux réunissant des pays émergents si les principaux pays émetteurs de monnaies de réserve y étaient associés. A cet égard, les récentes initiatives prises par l'ANASE+3 (voir encadré 5.1) constituent une avancée notable dans la voie d'une intégration monétaire régionale, qui pourrait se révéler longue et difficile.

D. Restructuration de la dette extérieure

Les mécanismes de restructuration de la dette extérieure sont un troisième grand domaine du programme de réforme, en raison des carences des dispositifs visant à prévenir les crises financières. La perspective d'une récurrence de ces crises, qui pourraient même devenir plus fréquentes et plus graves, crée un dilemme pour la communauté internationale. Lorsqu'une crise est déclenchée, il est difficile d'éviter une répudiation chaotique et généralisée des engagements extérieurs sans lancer des opérations de sauvetage, ce qui a des conséquences sur la stabilité financière internationale. Toutefois, les opérations de sauvetage posent de plus en plus de problèmes. Elles créent un risque moral, et elles pèsent essentiellement sur les pays débiteurs et leurs contribuables, qui doivent en fin de compte rembourser la dette officielle. De plus, les montants requis tendent à augmenter et il est de plus en plus difficile de les mobiliser. C'est pourquoi un des grands enjeux de la réforme est de trouver des moyens d'associer le secteur privé à la gestion et au règlement des crises, afin de répartir le fardeau plus équitablement entre créanciers privés et officiels et entre pays débiteurs et créanciers.

Une des solutions consisterait à mettre en œuvre des programmes de restructuration inspirés du chapitre 11 du Code des faillites des Etats-Unis, proposition que le Secrétariat de la CNUCED a avancée pour la première fois (dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1986*) à l'occasion de la crise de la dette des années 80, et réexaminée (dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1998*) à propos des crises des marchés émergents. L'application de tels principes serait particulièrement judicieuse dans le cas des crises monétaires et des crises d'endettement provoquées par des problèmes de liquidités, car ils sont conçus justement pour

encadrer la restructuration financière de façon à éviter la liquidation. Ils permettent une suspension temporaire du service de la dette, partant de l'idée que si les créanciers se précipitent pour dépouiller le débiteur de ses actifs, cela porte préjudice non seulement au débiteur mais aussi à l'ensemble des créanciers. Ils donnent au débiteur accès aux fonds de roulement nécessaires pour poursuivre ses activités, les nouvelles dettes ayant un rang privilégié. Enfin, ils impliquent une restructuration de l'actif et du passif du débiteur avec notamment une prolongation des échéances et, si nécessaire, une conversion des dettes en fonds propres et une annulation partielle des dettes.

Un des moyens de mettre en œuvre ces principes serait de créer un tribunal international des faillites qui appliquerait une version internationale du chapitre 11 (ou s'il y a lieu du chapitre 9), élaborée sous la forme d'un traité international ratifié par tous les membres de l'Organisation des Nations Unies (Raffer, 1990). Toutefois, il n'est pas nécessaire d'avoir une procédure de faillite internationale complète pour restructurer la dette extérieure dans des conditions satisfaisantes. Une autre option consisterait à établir un cadre pour appliquer aux débiteurs internationaux les principes essentiels du règlement des faillites, à savoir la suspension du service de la dette et l'octroi de nouveaux crédits à un débiteur ayant accumulé des arriérés. Comme il faut agir promptement pour éviter les attaques spéculatives et la panique financière, la décision de suspension du service de la dette devrait être prise par le pays débiteur puis confirmée par un organe international, ce qui protégerait le débiteur devant les tribunaux nationaux des pays créanciers. On pourrait ensuite restructurer la dette privée en employant les procédures de faillite nationales, tandis que pour la

dette publique la négociation directe avec les créanciers paraît être la seule solution réaliste.

Comme nous le verrons au chapitre VI, alors qu'on reconnaît de plus en plus que la discipline exercée par le marché ne peut fonctionner que si les créanciers sont forcés à assumer les risques qu'ils prennent, la communauté internationale n'a pas réussi à trouver un accord sur les moyens d'associer le secteur privé à la gestion et au règlement des crises. Même si les principes décrits plus haut ont suscité un large appui dans de nombreux pays industriels, certaines grandes puissances et certains agents privés s'opposent fortement à des mécanismes qui obligeraient le secteur privé à assumer une partie du coût de la restructuration de la dette. Considérant que de tels mécanismes modifieraient le rapport de force entre débiteurs et créanciers et créerait un risque moral, ils préconisent plutôt des arrangements contractuels volontaires entre débiteurs et créanciers pour faciliter la restructuration de la dette, par exemple l'inclusion dans les contrats d'émission d'obligations de clauses d'action collective. En outre, plusieurs pays à revenus moyens, notamment ceux qui sont très dépendants des capitaux étrangers, sont opposés tant à des moratoires obligatoires qu'à l'inclusion de clauses d'action collective dans les contrats d'émission d'obligations de crainte que cela ne réduise leur accès au marché financier international.

Dans ses débats sur ce point, le Conseil d'administration a souligné que le FMI devait jouer un rôle de catalyseur pour associer le secteur privé au règlement des crises et que, si celui-ci refusait, le pays débiteur devrait rechercher avec les créanciers un accord sur une suspension volontaire du service de la dette. Il a reconnu que, dans des situations extrêmes, s'il n'est pas possible de trouver un accord sur une suspension volontaire, les membres pourraient être contraints, en dernier recours, d'en imposer une de façon unilatérale. Toutefois, les membres du FMI ne veulent pas habiliter celui-ci, par une modification de ses statuts, à imposer une suspension des poursuites engagées par les créanciers afin de donner une protection légale au débiteur qui suspend temporairement le service de sa dette. Il est généralement admis que le Fonds peut montrer qu'il

est d'accord avec un moratoire unilatéral en accordant des prêts au débiteur, mais on n'a pas défini de principes directs explicites pour déterminer quand et dans quelles conditions cette aide serait fournie, ce qui laisse au Fonds et à ses principaux actionnaires une grande marge d'arbitraire pour ce qui est des modalités de son intervention dans les crises financières des pays émergents.

Comme dans d'autres domaines, le processus de réforme n'a donc pas permis d'établir un cadre international approprié pour associer le secteur privé à la gestion et au règlement des crises financières, si bien qu'une fois de plus les pays débiteurs sont laissés à eux-mêmes. Certes, des dispositifs contractuels tels que des clauses d'action collective dans les contrats d'émission d'obligations et des options permettant d'activer des lignes de crédit interbancaires pourraient beaucoup aider les pays qui ont de graves difficultés de service de la dette, et la crainte que ces

dispositifs entravent l'accès au marché n'est peut-être pas justifiée. Quoi qu'il en soit, ces questions n'entrent pas dans le champ de la réforme de l'architecture financière internationale, à moins qu'on ne crée des mécanismes mondiaux pour faciliter de telles solutions. L'idée d'introduire dans les contrats des clauses de reconduction automatique et d'action collective, sur la base d'un instrument international, suscite aussi de la résistance. De plus, certaines caractéristiques de la dette extérieure des pays en développement, notamment la grande dispersion des créanciers et des débiteurs et l'existence de toutes sortes de contrats d'endettement régis par des lois différentes, font qu'il est très difficile de s'appuyer sur le volontariat pour obtenir rapidement une suspension du service de la dette et un renouvellement des prêts. Sans protection légale des débiteurs, on ne peut pas s'attendre à ce que la négociation avec les créanciers débouche sur un partage équitable du fardeau. Au contraire, dans les exemples récents de règlement négocié, les créanciers n'ont pas eu à assumer les risques qu'ils avaient pris et ont réussi à forcer les gouvernements des pays en développement à assumer la dette privée et à accepter une simple prolongation des échéances à des taux dissuasifs.

Le Conseil d'administration du FMI a reconnu que, dans des situations extrêmes, s'il n'est pas possible de trouver un accord sur une suspension volontaire, les membres pourraient être contraints, en dernier recours, d'en imposer une de façon unilatérale. Toutefois, les membres du FMI ne veulent pas habiliter celui-ci à imposer une suspension des poursuites engagées par les créanciers afin de donner une protection légale au débiteur qui suspend temporairement le service de sa dette.

E. La réforme du FMI

Bien entendu, les réformes et les récentes initiatives examinées plus haut impliquent généralement une modification importante du mandat et de la politique du FMI, notamment en matière de surveillance bilatérale et multilatérale, de conditionnalité et de fourniture de liquidités internationales. Comme nous l'avons vu plus haut, le Fonds est étroitement associé à l'élaboration de codes et normes pour les politiques macroéconomiques et financières et au suivi du respect de ces codes et normes, et une surveillance efficace à l'échelon multilatéral est indispensable pour un régime de taux de change stable. La participation du secteur privé à la gestion et au règlement des crises dépend aussi beaucoup de la politique de crédit du FMI ainsi que de son appui et de son approbation en ce qui concerne les moratoires et les mesures de contrôle des mouvements de capitaux et des changes. Par conséquent, la réforme de l'architecture financière internationale suppose aussi une réforme du FMI.

1. Surveillance et conditionnalité

Comme nous l'avons vu dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, l'asymétrie de la surveillance exercée par le FMI après la crise d'Asie de l'Est et les conditions très rigoureuses auxquelles les prêts du FMI ont été subordonnés sont considérées par beaucoup d'observateurs comme deux des raisons principales pour lesquelles il faudrait réformer l'architecture financière internationale. Toutefois, les réformes récentes ont en fait aggravé l'asymétrie de la surveillance et renforcé la conditionnalité, puisqu'elles visaient essentiellement à remédier aux défauts des politiques et des institutions des pays débiteurs.

Comme nous l'avons déjà vu, la surveillance n'a pas réussi à préserver des taux de change stables et réalistes entre les trois grandes monnaies de réserve. Elle n'a pas non plus protégé les petites économies contre les répercussions négatives des politiques monétaires et financières des grands pays industriels. Il est vrai que le Comité intérimaire a reconnu en avril 1998 la nécessité de renforcer la surveillance exercée par le FMI en raison de

l'intégration financière mondiale et de la récurrence des crises : « Il convient que le Fonds intensifie sa surveillance des problèmes du secteur financier et des flux de capitaux, en prêtant une attention particulière à l'interdépendance des politiques et au risque de contagion, et veille à être pleinement informé des vues et opinions du marché » (Communiqué du 16 avril 1998 du Comité intérimaire du FMI). Toutefois, malgré cette mention de l'interdépendance et de la contagion, ces propositions n'ont jusqu'à présent pas été appliquées de façon à remédier efficacement aux carences dues au déséquilibre des procédures.

Ce qui s'est passé, c'est que la surveillance du FMI et la conditionnalité ont été alourdies, car les mesures prises s'appliquent au secteur financier des pays débiteurs, sur la base d'un diagnostic selon lequel c'était là qu'il faut chercher la cause des crises. Comme nous l'avons déjà indiqué, les nouveaux codes et normes vont probablement renforcer la conditionnalité, en particulier pour le recours aux nouvelles facilités et notamment aux financements d'urgence en cas de crise. Abstraction faite d'une éventuelle ingérence injustifiée dans la politique d'un gouvernement souverain, qui se serait produite selon certains observateurs dans le cas de la République de Corée (Feldstein, 1998), il faut se demander si les mesures et institutions préconisées sont vraiment les bonnes :

Il est assez paradoxal de voir que les conditions imposées aux pays en développement sont durcies juste au moment où l'on s'aperçoit que nous comprenons très mal la façon dont fonctionne l'économie mondiale et ce dont les petits pays ont besoin pour prospérer. (Rodrik, 1999 :2)

Le Comité monétaire et financier international (CMFI, anciennement Comité intérimaire), conscient de la nécessité de rationaliser les conditions imposées par le FMI, a instamment demandé au Conseil d'administration de poursuivre son examen de tous les aspects des conditions associées aux financements du Fonds pour faire en sorte, sans affaiblir la conditionnalité, que ces conditions portent sur les points essentiels⁷. Pour sa part, le nouveau Directeur général du Fonds, Horst Köhler, a lui aussi conclu que :

Pour accroître son efficacité et sa légitimité, le Fonds doit recentrer son action. Son objectif essentiel doit être de promouvoir la stabilité macroéconomique, condition d'une croissance soutenue. A cet effet, il doit promouvoir des politiques monétaires, budgétaires et de taux de change saines, accompagnées d'un cadre institutionnel approprié et de réformes structurelles connexes. Je ne doute pas que l'appropriation est encouragée lorsque les conditions du Fonds visent avant tout ce qui est essentiel pour obtenir la stabilité macroéconomique et la croissance. On peut faire plus avec moins si l'on ouvre la voie à un processus durable d'ajustement et de croissance.⁸

Il est peut-être trop tôt pour juger dans quelle mesure cette réorientation est effective, mais on peut relever que les récents programmes du Fonds en Turquie et en Argentine ne semblent guère s'éloigner des préceptes traditionnels (voir chapitre II, encadrés 1 et 2). Ils prescrivent un large éventail de mesures, non seulement dans des domaines qui concernent d'autres organisations internationales telles que l'OMC et les banques de développement, mais aussi en matière de stratégie nationale de développement économique et social, notamment pour ce qui est de la privatisation, de la déréglementation, de l'aide à l'agriculture, de la sécurité sociale, des régimes de retraite, de la politique industrielle, de la politique de la concurrence et de la politique commerciale.

2. Fourniture de liquidités et financement en dernier recours

L'autre grand domaine de la réforme concerne la fourniture de liquidités suffisantes. Depuis une décennie, il y a un consensus selon lequel le Fonds devrait fournir des liquidités internationales non seulement aux pays qui ont des difficultés de compte courant mais aussi à ceux qui sont en proie à une crise du compte de capital. Deux grands mécanismes ont été créés à cet effet : la facilité de réserve supplémentaire (FRS) pour les pays qui ont déjà des difficultés de paiement, et la ligne de crédit préventive (LCP) pour protéger les pays contre la contagion financière internationale (voir chapitre VI, encadré 3). Les conditions d'accès à ces mécanismes posent quelques problèmes, mais la vraie question est de savoir si et dans quelle mesure ces financements ne sont pas en contradiction avec l'objectif consistant à associer les créanciers et investisseurs privés à la gestion et au règlement des crises dans les pays émergents.

Dans plusieurs pays débiteurs, le gouvernement paraît être favorable à l'octroi de liquidités illimitées, quels que soient les conditions et le fardeau qui finira par être assumé par les contribuables à la suite d'opérations de sauvetage internationales. Ces gouvernements répugnent à imposer une suspension

provisoire des paiements ou un contrôle des capitaux et des changes en temps de crise. D'autre part, même si le Conseil d'administration du FMI n'est pas d'accord sur des dispositions contraignantes qui obligeraient le secteur privé à assumer une partie du fardeau, on a tendance à subordonner l'aide officielle à une participation du secteur privé. Toutefois, il n'y a pas de limite officielle à l'accès aux ressources du Fonds à partir de laquelle cette participation serait exigée. Comme nous le verrons au chapitre VI, en raison de l'absence d'une telle limite et d'un mécanisme de suspension obligatoire du service de la dette, il pourrait être extrêmement difficile de contraindre le secteur privé à participer au processus, ce qui forcerait le Fonds à mener des opérations de grande envergure.

En fait, comme le principal objectif d'un financement d'urgence à grande échelle serait de permettre aux pays débiteurs de continuer d'assurer le service de leur dette, il est difficile de voir comment cela pourrait se concilier avec une participation significative du secteur privé au règlement des crises et avec un partage du fardeau. Par conséquent, une stratégie crédible et efficace visant à associer le secteur privé au règlement des crises devrait combiner des moratoires temporaires avec des limites rigoureuses concernant l'accès aux ressources du Fonds. Un nombre croissant d'observateurs sont d'accord sur la nécessité de limiter l'accès au crédit en cas de crise, mais certains suggèrent aussi qu'il pourrait être nécessaire, exceptionnellement, d'ouvrir largement le robinet lorsque la crise paraît « systémique ». Dans la pratique, cela se traduirait par une différenciation entre les pays débiteurs : lorsque la crise est considérée comme systémique, le pays débiteur pourrait bénéficier d'un apport de liquidités considérable sans condition préalable relative à la participation du secteur privé, comme cela a été le cas récemment en Argentine et en Turquie; lorsque la crise n'est pas considérée comme systémique, l'accès au crédit d'urgence serait strictement limité et l'on inciterait le pays concerné à contraindre le secteur privé à participer à la restructuration en répudiant sa dette, comme cela semble avoir été fait en Equateur et au Pakistan.

Certaines propositions vont plus loin : il s'agirait de transformer le FMI en prêteur international de dernier recours pour les pays émergents. Des propositions en ce sens ont été avancées par le Directeur général adjoint du FMI (Fischer, 1999) et, dans le contexte plus général de la réforme des institutions internationales de financement, par l'International Financial Institutions Advisory Commission (Commission Meltzer). Cette idée a reçu un écho beaucoup plus favorable que toute autre proposition de modification des institutions mondiales, parmi des personnes qui ont de grandes divergences de vues en ce qui concerne la

réforme du FMI et ont parfois des opinions politiques totalement opposées, mais certains aspects des recommandations de la Commission Meltzer suscitent de fortes réserves⁹. La suggestion essentielle est que les pays qui répondent à certaines conditions de solvabilité *ex ante* devraient avoir droit à un financement en dernier recours. Dans la proposition de la Commission Meltzer, l'accès aux liquidités serait automatique pour les pays qui satisfont certaines exigences a priori et aucune condition ou négociation supplémentaire ne serait requise. Le crédit serait plafonné à l'équivalent des recettes fiscales annuelles du pays emprunteur. Cela correspondrait à des montants beaucoup plus importants que ceux prêtés par le FMI jusqu'à présent en cas de crise. Pour limiter le risque moral, on définirait des conditions rigoureuses plutôt que de restreindre davantage le montant des prêts. La proposition de la Commission Meltzer ne contient aucune recommandation visant à associer le secteur privé au règlement de la crise, si ce n'est qu'elle laisse entendre que, pour le moment, il faut s'en remettre pour cet aspect à la négociation entre débiteurs et créanciers.

Toutefois, des mécanismes de ce genre aggraveraient certains des problèmes que suscitent actuellement les opérations de sauvetage du FMI. N'ayant pas la possibilité de créer ses propres liquidités, le FMI devrait s'adresser aux grands pays industriels pour obtenir les fonds nécessaires. Dans ces conditions, il est très douteux qu'il puisse réellement jouer le rôle d'un prêteur de dernier recours impartial, c'est-à-dire un rôle similaire à celui d'une banque centrale nationale, puisque ses décisions et ressources dépendront de l'assentiment des principaux actionnaires, qui sont généralement créanciers des pays ayant des difficultés financières extérieures. On pourrait partiellement surmonter cet obstacle en autorisant le Fonds à émettre des DTS permanents ou temporaires, mais le fait de donner un rôle aussi important au DTS susciterait une forte opposition des mêmes intéressés.

De plus, les conditions d'accès à une telle facilité soulèvent des difficultés politiques et techniques. La création d'un véritable prêteur international de dernier recours, dont le concours serait illimité et inconditionnel (mais accordé à des taux très élevés), exigerait un contrôle mondial très rigoureux des emprunteurs, visant à garantir leur solvabilité, qui pourrait être difficilement compatible avec le respect de la souveraineté nationale. De plus, le fait de définir des conditions a priori serait

incompatible avec l'attitude d'"ambiguïté constructive" que tous les prêteurs nationaux de dernier recours semblent avoir désormais adoptée¹⁰. En outre, cela supposerait que le FMI devienne une agence de notation. Toutefois, il est très difficile d'établir des normes de solvabilité consensuelles, et l'évaluation d'un ensemble donné d'indicateurs économiques peut être très variable, comme en témoignent les différences entre les notes attribuées par les agences de notation privées (Akyüz and Cornford, 1999 : 48). Des divergences de vues à cet égard entre les pays en développement et les services du FMI pourraient susciter des conflits qui forceraient les pays concernés à renoncer à employer cette facilité et à chercher d'autres mécanismes, ce qui en réduirait l'efficacité. De plus, comme il faudrait suivre en permanence le respect des conditions préalables et les adapter selon les besoins (par

exemple en cas de revirement des marchés financiers ou d'autres événements indépendants de la volonté du gouvernement du pays destinataire), la préqualification n'éviterait pas les difficultés dans les relations entre le Fonds et le membre concerné.

Pour faire du Fonds un prêteur international de dernier recours, il faudrait abandonner certains postulats fondamentaux du système de Bretton Woods, lequel prévoyait un contrôle des mouvements de capitaux pour limiter l'instabilité. Dans les débats relatifs à cette question, on évoque souvent des mécanismes corollaires concernant les droits et obligations en matière de mouvements de capitaux internationaux, et un engagement fondamental en faveur de la libéralisation du compte de capital. Cet écart par rapport aux postulats du système de Bretton Woods est particulièrement notable dans le rapport de la Commission Meltzer, qui propose en fait de supprimer pour ainsi dire toutes les autres formes de crédit du FMI, y compris celles qui servent à financer le compte courant. Une réorientation aussi radicale des crédits du FMI, qui servirait non plus à financer des opérations courantes mais des opérations de capital, aggraverait les disparités entre les membres du Fonds, ce qui aurait des répercussions sur sa gestion et son universalité. En fait, comme l'a dit un ancien secrétaire au Trésor des Etats-Unis, seul un petit nombre de pays émergents relativement prospères auraient droit aux financements de dernier recours¹¹.

En outre, ces propositions excluraient la grande majorité des pays en développement des financements multilatéraux. Tout au long de son analyse des politiques de crédit du FMI et de la

Comme le principal objectif d'un financement d'urgence à grande échelle serait de permettre aux pays débiteurs de continuer d'assurer le service de leur dette, il est difficile de voir comment cela pourrait se concilier avec une participation significative du secteur privé au règlement des crises et avec un partage du fardeau.

Banque mondiale, la Commission Meltzer a soutenu qu'en principe le financement du compte courant des pays en développement devrait être assuré par le marché. Toutefois, on ne peut pas toujours compter sur le marché pour jouer ce rôle efficacement. Un des objectifs initiaux du FMI était de fournir des financements à court terme aux pays dont les réserves étaient insuffisantes pour répondre aux besoins de financement du compte courant résultant d'un choc commercial temporaire, tandis que la Banque mondiale devait être appelée à répondre aux besoins de financement à plus long terme pour la reconstruction et le développement. Pour ce qui est des déséquilibres temporaires des paiements, il était accepté qu'un financement à court terme serait nécessaire afin d'éviter une forte

Vu l'instabilité croissante de l'environnement commercial et financier extérieur des pays en développement, une réforme des institutions de Bretton Woods devrait viser à améliorer, plutôt qu'à éliminer, le financement anticyclique et d'urgence du compte courant.

contraction de la capacité d'absorption de l'économie des pays concernés ou des dévaluations excessives. Même lorsque les effets de tels événements paraissent plus durables, on estimait nécessaire que le FMI fournisse des fonds afin de faciliter l'ajustement. L'expérience montre que les marchés financiers répondent rarement à ces besoins, puisqu'ils ont tendance à accentuer les cycles conjoncturels, c'est-à-dire que les lignes de crédit sont suspendues juste au moment où elles sont le plus nécessaires. Vu l'instabilité croissante de l'environnement commercial et financier extérieur des pays en développement, une réforme des institutions de Bretton Woods devrait viser à améliorer, plutôt qu'à éliminer, le financement anticyclique et d'urgence du compte courant.

F. Gestion de la finance internationale

L'élaboration de mécanismes mondiaux efficaces pour la prévention et la gestion de l'instabilité et des crises financières soulève sans aucun doute des difficultés théoriques et techniques. On rencontre les mêmes difficultés lorsqu'on cherche à concevoir un mécanisme de financement d'urgence à l'échelon national, et elles expliquent pourquoi il est impossible de concevoir un système à l'épreuve de toutes les crises. Les mécanismes internationaux soulèvent un problème supplémentaire, dans la mesure où il faudrait concilier tout système de contrôle et d'intervention avec le respect de la souveraineté nationale et de la diversité des pays. Les contraintes politiques et les conflits d'intérêts, y compris entre les membres du G-7 eux-mêmes, paraissent être, plus que les problèmes conceptuels et techniques, la principale raison pour laquelle la communauté internationale n'a pas encore pu réaliser de progrès sensible dans la mise en place de mécanismes mondiaux efficaces.

Jusqu'à présent, les principaux pays industriels ne se sont pas montrés très disposés à créer un système multilatéral fondé sur des règles pour la finance internationale, en s'appuyant sur quelques principes essentiels, et ont préféré renforcer le

système financier des pays débiteurs pour prévenir les crises et adopter une approche au cas par cas des interventions en cas de crise. Cela a non seulement créé une asymétrie entre débiteurs et créanciers, mais aussi laissé beaucoup trop de pouvoir aux grands pays créanciers, en raison de l'influence qu'ils ont dans les institutions internationales de financement. Cela a aussi empêché que de nombreuses questions d'intérêt immédiat pour les pays en développement, en particulier celles qui ne sont pas liées à des menaces systémiques, ne soient abordées dans le débat. Cependant, pour des raisons très similaires, un système fondé sur des règles présente aussi des inconvénients pour les pays en développement; compte tenu de la répartition actuelle du pouvoir et de l'influence sur les institutions mondiales, il est probable que ce système répondrait aux intérêts des pays les plus grands et les plus riches et ne ferait pas grand-chose pour rétablir l'équilibre entre créanciers et débiteurs. Même dans le système commercial multilatéral, qui est fondé sur les règles et qui est beaucoup plus symétrique que le système financier, les pays en développement sont défavorisés.

Pour qu'une réforme de l'architecture financière internationale soit crédible et légitime, elle doit

permettre aux pays en développement d'exercer une plus grande influence collective et refléter un véritable esprit de coopération entre tous les pays, qui ont des problèmes très différents mais partagent le souhait d'accroître la stabilité du système financier et monétaire international. Il faut donc rien de moins qu'une réforme fondamentale de la gestion des institutions multilatérales¹². La nécessité d'une réforme est clairement montrée dans une étude réalisée pour le compte du G-7, dont les auteurs soutiennent de façon convaincante que la gestion des institutions de Bretton Woods présente plusieurs carences importantes, notamment en ce qui concerne la représentation, l'actionnariat, la responsabilisation, la transparence, l'adaptation et l'évolution :

La répartition des quotes-parts et des droits des membres dans les deux institutions n'est plus conforme à l'application d'un ensemble cohérent et justifiable de principes : les quotes-parts ne reflètent plus le niveau relatif de pouvoir économique et politique et ne respectent plus le principe de l'égalité des membres, lequel était autrefois appliqué par le biais des « voix de base », système qui est tombé en désuétude. En outre, les mécanismes de prise de décisions n'ont pas été adaptés à l'évolution du mandat des deux institutions, qui sont aujourd'hui amenées à intervenir de plus en plus dans les choix de politique interne des pays en développement. (Woods, 1998 : 95)

Les auteurs de cette étude reconnaissent qu'on a fait certains efforts pour répondre à l'exigence de transparence, de responsabilisation et de participation, mais les modalités fondamentales de prise de décisions sont restées pour l'essentiel inchangées. Ainsi, les voix des pays développés ne représentent que 17% du total à l'ONU, 24% à l'OMC et 34% au FIDA, mais plus de 61% dans les institutions de Bretton Woods. En outre, un des pays membres a un pouvoir de veto de fait sur toutes décisions importantes telles que les augmentations de capital ou les allocations de DTS. Comme le montrent les processus de sélection du Directeur général du FMI et du Président de la Banque mondiale, la structure réelle du pouvoir est encore plus faussée, en faveur des grands pays industriels, alors que la raison d'être de ces institutions est aujourd'hui essentiellement d'aider les pays en développement et les pays en transition. De plus, certaines décisions majeures concernant des questions d'intérêt mondial sont prises en dehors des organes multilatéraux compétents, dans le cadre de divers regroupements de grands pays industriels, tels que le G-7 ou le G-10, dans lesquels aucun pays en développement n'est représenté. Par conséquent, rien

d'important ne se passe dans les organisations officielles qui ont des moyens d'intervention (FMI, Banque mondiale, Banque des règlements internationaux) sans le consentement préalable et, généralement, l'approbation expresse des grands pays industriels (Culpeper 2000 : 5).

En conséquence, l'association des pays en développement au débat sur la réforme de l'architecture financière internationale qui se tient en dehors des institutions de Bretton Woods, notamment dans le cadre du G-20 récemment créé, est généralement considérée comme un aspect important de l'amélioration de la participation à la gestion des questions financières internationales. Toutefois, même si son premier Président, le Ministre canadien des finances Paul Martin, a déclaré que le G-20 était chargé d'explorer tous les aspects des finances internationales et pouvait s'occuper éventuellement des aspects les plus inquiétants de l'intégration de l'économie mondiale¹³, jusqu'à présent ses débats et travaux ont été très inspirés du programme de réforme du G-7 : bilan des progrès accomplis par les membres dans la réduction de la vulnérabilité face aux crises, évaluation du degré de respect des codes et normes internationaux par les différents pays, rapports sur la transparence et analyse des différents régimes de taux de change et du degré auquel ils peuvent atténuer l'impact des crises financières internationales dans les pays débiteurs (Culpeper, 2000 : 19). En outre, bien que le G-20 soit ouvert à de nombreux pays, il laisse encore beaucoup à désirer sur le plan de la participation et de la responsabilisation :

Au G-20, les pays en développement les plus pauvres et les plus petits ne sont pas du tout représentés. On peut penser que cela est dû au fait qu'il est peu probable que ces pays soient jamais une menace systémique. Toutefois, le financement du développement de ces pays soulève des questions majeures liées à l'architecture du système international; en outre, le G-20 n'a aucun mécanisme l'obligeant à rendre des comptes à la communauté internationale, comme ceux que constituent les assemblées générales du FMI et de la Banque mondiale, ni de dispositions permettant aux organisations non gouvernementales de se faire entendre ou assurant une certaine transparence. (Helleiner, 2000 : 13-14)

Plusieurs propositions ont été faites en ce qui concerne les moyens de réformer le processus multilatéral et d'améliorer la participation et la responsabilisation et le programme de réforme du G-20. A l'évidence, pour qu'on puisse faire des progrès dans ces domaines, il faudra que les grands pays

*Pour qu'une réforme de
l'architecture financière
internationale soit crédible et
légitime, elle doit permettre aux
pays en développement d'exercer
une plus grande influence
collective et refléter un véritable
esprit de coopération.*

industriels soient disposés à réduire leur emprise sur le processus et le programme de réforme, mais cela dépendra tout autant de la position adoptée par les pays en développement. Comme nous l'avons vu plus haut, ces pays ne sont pas d'accord sur plusieurs aspects du programme de réforme. Bon nombre de leurs divergences de vues ont trait aux modalités de l'intervention officielle dans la gestion et le règlement des crises financières. La plupart des pays paraissent vouloir avant tout obtenir accès à des financements d'urgence importants pour se protéger contre la contagion et l'instabilité, même s'ils ont des doutes quant à plusieurs aspects de ces financements. En temps de crise, de nombreux pays semblent préférer ne pas appliquer de moratoire temporaire et demander des opérations de sauvetage officielles, même s'ils se plaignent souvent que les conditions dont ces opérations sont assorties aggravent la crise, pénalisent indûment les débiteurs et permettent aux créanciers de s'en tirer indemmes. Cette attitude est peut-être due à l'impression que l'application d'un moratoire fait courir des risques excessifs tant qu'une telle mesure reste considérée comme une réponse aberrante à une crise (jusqu'à présent seuls une poignée de pays y ont eu recours).

La convergence de vues et d'intérêts semble plus grande en ce qui concerne les mesures de

prévention des crises et d'amélioration de la gestion des institutions financières internationales. Les objectifs communs aux pays en développement sont notamment d'obtenir un traitement plus équilibré et symétrique des débiteurs et des créanciers en ce qui concerne l'application des codes, la transparence et la réglementation, une plus grande stabilité des taux de change entre les principales monnaies de réserve, une surveillance efficace par le FMI des politiques appliquées par les grands pays industriels, notamment en ce qui concerne leurs effets sur les flux de capitaux, les taux de change et les échanges commerciaux des pays en développement, un assouplissement des conditions et, surtout, un renforcement de la démocratie et de la participation dans les processus et institutions multilatéraux. En définitive, l'efficacité de la réforme du système financier et monétaire international dépendra du degré auquel les pays en développement seront capables et désireux d'unir leurs efforts pour atteindre ces objectifs communs, ainsi que du degré auquel les pays développés accepteront qu'il faut répondre aux préoccupations des pays en développement pour rendre plus démocratique la gestion des affaires économiques mondiales.

Pour qu'on puisse faire des progrès, il faudra que les grands pays industriels soient disposés à réduire leur emprise sur le processus et le programme de réforme, mais cela dépendra tout autant de la position adoptée par les pays en développement.

Notes

1. Pour un tour d'horizon de ces propositions, voir le *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, première partie, chap. IV; Akyüz (2000); et Rogoff (1999).
2. Pour une description de l'histoire, de la structure, des fonctions et du statut juridique de la BRI, voir Edwards (1985 : 52-63). Jusqu'à récemment, les principaux actionnaires de la BRI étaient 28 banques centrales, en grande majorité d'Europe occidentale, celles de la Belgique, de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et du Royaume-Uni détenant plus de 50% des droits de vote. La Réserve fédérale des Etats-Unis participe à des réunions et comités associés à la BRI sans en être actionnaire. Récemment, la BRI a invité d'autres banques centrales de pays émergents à devenir actionnaires.
3. Kaufman (1992: 57); et "Preventing the next global financial crisis", *Washington Post*, 28 janvier 2001,
4. Voir aussi CNUCED (1987), qui analyse les résultats du régime de flottement des années 80. En ce qui concerne tant les carences institutionnelles que le comportement des taux de change, il n'y a pas grand-chose de nouveau depuis 15 ans.
5. Voir Williamson (1983), qui a été le premier à proposer cette formule.
6. Voir aussi Culpeper (2000 : 15).
7. Communiqué du Comité monétaire et financier international du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international, 24 septembre 2000, Washington : par. 11.
8. Horst Köhler, discours au Conseil des gouverneurs, 55^e réunion annuelle, Prague, 26 septembre 2000.
- A.17. Voir aussi les notes de H. Kaufman pour la réunion ministérielle extraordinaire du Groupe des 24, Caracas, février 1998.

9. Voir par exemple Wolf (2000); Eichengreen et Portes (2000); Summers (2000); voir aussi la déposition de L.H. Summers devant la Commission bancaire de la Chambre des représentants, 23 mars 2000; et Goldstein (2000). Pour d'autres propositions similaires, voir les ouvrages cités dans Rogoff (1999).
10. Cette formule est de Gerald Corrigan, cité dans Rogoff (1999 : 27).
11. L.H. Summers, déposition devant la Commission bancaire de la Chambre des représentants, 23 mars 2000 : 14.
12. Pour une analyse très lucide de ces questions, voir Helleiner (2000).
13. Paul Martin, allocution à la Commission des affaires étrangères et du commerce international de la Chambre des communes, Ottawa, 18 mai 2000.

NORMES ET RÉGLEMENTATION

A. Introduction

De nombreuses initiatives récentes en matière de réforme financière internationale visent à élaborer et à mettre en œuvre des normes dans les principaux domaines de la politique économique. La plupart de ces normes ont pour objectif ultime de contribuer à la stabilité économique à l'échelon national et international. Dans l'immédiat, il s'agit essentiellement de renforcer les systèmes financiers nationaux et de promouvoir la stabilité internationale en informant mieux les créanciers et les investisseurs, en renforçant l'intégrité du marché et en réduisant les risques de détresse financière et de contagion (FSF, 2001, par. 23). Les normes envisagées concernent non seulement le secteur financier mais aussi différents aspects de la politique macroéconomique et la transparence. Plusieurs de leurs éléments visent à répondre aux préoccupations suscitées par les récentes crises financières, mais certaines résultent d'initiatives qui concernent surtout les pays industriels et qui sont motivées par des événements plus anciens. Les normes sont censées promouvoir la stabilité, mais leur élaboration peut être considérée comme un aspect d'un processus devant conduire à l'acceptation universelle d'un ensemble de règles de conduite de la politique monétaire et financière. L'acceptation de ces règles pourrait être une des conditions préalables de la fourniture d'une aide financière internationale aux pays qui sont en proie à une crise monétaire. On peut donc les considérer comme un équivalent international des règles nationales régissant le secteur financier, dont le respect est une des conditions d'accès aux financements de dernier recours.

Le Forum pour la stabilité financière (FSF)¹ a établi une liste de normes dont il considère qu'elles sont particulièrement utiles pour renforcer les systèmes financiers. Dans le détail, elles sont plus ou

moins approuvées à l'échelon international, mais en principe elles ont été considérées comme les éléments essentiels d'une pratique saine. Comme on peut le voir dans le tableau 4.1, ces normes visent la politique macroéconomique, la transparence, l'infrastructure institutionnelle et de marché et la réglementation et le contrôle financiers, domaines qui sont étroitement interdépendants. Par exemple, la politique macroéconomique peut avoir des effets majeurs sur les aspects sectoriels de la stabilité financière par son impact sur la valeur de l'actif et du passif des établissements financiers (et par conséquent aussi sur le contexte dans lequel se font la réglementation et le contrôle financiers). Elle peut aussi affecter le fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement, qui sont un aspect essentiel de l'infrastructure des marchés financiers. De même, l'efficacité du contrôle et de la réglementation des établissements financiers est indissociable de celle des méthodes de comptabilité, de vérification des comptes et de règlement des faillites. Des produits d'assurance sont souvent intégrés ou étroitement associés à des produits de placement, ce qui multiplie les possibilités d'interaction entre les perturbations affectant les différents marchés financiers. Enfin, un problème apparemment très circonscrit, comme celui du blanchiment d'argent, peut à l'occasion compromettre la stabilité d'établissements financiers².

La liste des organisations mentionnées en regard des normes du tableau 4.1 n'est pas exhaustive et ce tableau ne donne qu'une idée succincte des nombreuses initiatives en cours dans chaque domaine. Lorsque le FSF a examiné le programme d'élaboration de normes en mars 2000, ces 12 thèmes faisaient déjà partie d'un ensemble plus vaste de thèmes dont le nombre a fini par atteindre 64 (FSF, 2000a, par. 55 à 57 et annexe 8). L'analyse de la

Tableau 4.1

PRINCIPALES NORMES FINANCIÈRES

<i>Domaine</i>	<i>Norme</i>	<i>Organisme</i>
<i>Transparence des politiques et des données macroéconomiques</i>		
Transparence des politiques monétaire et financière	Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière	FMI
Transparence de la politique budgétaire	Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques	FMI
Diffusion des données	Norme spéciale de diffusion des données (NSDD) Système général de diffusion des données (SGDD) ^a	FMI
<i>Institutions et infrastructures du marché</i>		
Insolvabilité	Principles and Guidelines on Effective Insolvency Systems ^b	Banque mondiale
Gouvernement d'entreprise	Les principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise	OCDE
Comptabilité	Normes comptables internationales (IAS) ^c	IASC ^d
Audit	Normes internationales d'audit (ISA)	IFAC ^d
Paiement et règlement	Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique	CSPR
Intégrité du marché	Les 40 recommandations édictées par le Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux	GAFI
<i>Réglementation et contrôle des établissements financiers</i>		
Contrôle bancaire	Core Principles for Effective Banking Supervision	BCBS
Réglementation des valeurs	Objectifs et principes de la régulation financière	OICV
Contrôle de l'assurance	Insurance Supervisory Principles	IAIS

^aLes pays qui ont ou voudraient avoir accès au marché international des capitaux sont encouragés à adopter la NSDD, plus rigoureuse, et les autres pays sont encouragés à adopter le SGDD.

^bLa Banque mondiale coordonne un large effort visant à élaborer ces principes et lignes directrices. La Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI), qui a adopté une *Loi-type sur l'insolvabilité internationale* en 1997, contribuera à leur diffusion.

^cLe BCBS a examiné les normes comptables internationales pertinentes et un groupe d'étude conjoint BCBS-IASC poursuit l'examen d'une norme comptable concernant expressément les questions bancaires. L'OICV a examiné 30 normes comptables internationales et recommandé de les employer pour l'introduction en bourse à l'étranger, en les complétant au besoin par d'autres normes d'application nationale ou régionale. L'IAIS est en train d'examiner les normes comptables internationales qui le concernent.

^dLe Comité international de normalisation de la comptabilité (IASC) et la Fédération internationale des comptables (IFAC) sont, à la différence des autres organes de normalisation, des entités du secteur privé.

section B ci-après porte sur les grandes orientations et le contenu des normes énumérées au tableau 4.1. Elle vise à mettre en évidence certaines omissions et certains problèmes pratiques. Dans la section C, nous examinerons le processus de formulation et d'application des normes. Cela nous conduira naturellement à analyser les à priori de la pensée

officielle qui déterminent le choix des thèmes et de l'asymétrie de la démarche. A cet égard, nous examinerons en détail trois rapports importants établis par des groupes de travail du FSF. La section D traite de façon plus systématique des questions d'application et de certains des problèmes déjà mentionnés à propos de telle ou telle norme à la

section B. Nous passerons en revue diverses incitations et sanctions ainsi que les conclusions d'une première enquête visant à faire un bilan provisoire. Comme nous le verrons à la section E, la contribution des normes à la stabilité financière dépend beaucoup de leur incorporation dans la pra-

tique des entreprises. Cela nous amènera à la question du régime de réglementation et de contrôle dans le cadre duquel ces normes et règles sont appliquées. Toutefois, sur ce front il y a des obstacles insurmontables, comme le montrent des exemples pris dans un domaine essentiel, celui du contrôle bancaire.

B. Thèmes des principales normes

Chacun des codes examinés ici vise à apporter des améliorations tant macroéconomiques que microéconomiques. Les initiatives que nous analyserons aux sous-sections 1 à 3 ci-après ont été en grande partie motivées par des crises financières et des perturbations systémiques, en général récentes. Leurs principaux objectifs sont macroéconomiques ou systémiques, mais elles visent aussi des aspects spécifiques du comportement de certains agents économiques. Dans le cas des codes analysés aux sous-sections 4 à 9, les objectifs macroéconomiques ont moins de place. Toutefois, la plupart de ces codes ont une origine déjà ancienne, antérieure aux crises des années 90. Ce qui est récent, c'est leur intégration dans un programme mondial de réforme financière.

1. *Transparence des politiques et des données macroéconomiques*

Le Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaires et financières (FMI, 2000a) recense des pratiques souhaitables en matière de transparence dans la conduite de la politique monétaire et des politiques concernant le secteur financier : définition claire du rôle, des responsabilités et des objectifs des banques centrales et autres organes responsables du contrôle et de la supervision des différents sous-secteurs du secteur financier, transparence du processus d'élaboration et d'annonce des décisions de politique monétaire et financière, accès du public à l'information sur les politiques monétaires et financières, obligations redditionnelles et intégrité de la Banque centrale et des autres organes financiers et de leur personnel.

Le Code de bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques (FMI, 1998) se

fonde sur quatre principes : premièrement, le rôle et les responsabilités des différentes administrations publiques doivent être transparents et cela exige un cadre juridique et administratif clair pour la gestion des finances publiques; deuxièmement, il faut que les gouvernements s'engagent à divulguer des renseignements détaillés et fiables sur leurs activités financières; troisièmement, il faut que le processus d'élaboration et d'exécution du budget soit clair; quatrièmement, l'information budgétaire doit faire l'objet d'un examen public et indépendant.

La Norme spéciale de diffusion des données (NSDD, peut être consultée à: <http://dsbb.imf.org/-sddsindex.htm>) a été élaborée par le FMI lorsqu'on a constaté, après la crise mexicaine, qu'une grande partie des données économiques disponibles présentaient d'importantes lacunes. Elle définit quelles sont les données que les pays qui veulent faire appel au marché mondial des capitaux doivent publier en ce qui concerne l'économie réelle, la situation budgétaire, le secteur financier et le secteur extérieur de l'économie, et fixe des exigences minimales en matière de mise à jour de cette information. Depuis son adoption, elle a été renforcée par l'obligation de donner des renseignements non seulement sur les actifs qui constituent les réserves, mais aussi sur les engagements, y compris conditionnels, tels que les positions ouvertes sur des instruments dérivés et les garanties accordées par l'Etat pour les emprunts du secteur privé en monnaie étrangère. La NSDD est complétée par le Système général de diffusion des données (SGDD, <http://dsbb.imf.org/gddsindex.htm>), qui est conçu pour améliorer la qualité des données divulguées par tous les pays membres du FMI.

Ces codes et objectifs ont plusieurs justifications. L'efficacité des politiques monétaires, financières et budgétaires peut être renforcée si leurs

objectifs et instruments sont connus du public et si la volonté politique de les appliquer est crédible. De façon plus générale, la bonne gestion des affaires publiques exige que la Banque centrale, les autres organes responsables du secteur financier et les administrations budgétaires rendent des comptes. Toutefois, une des justifications les plus importantes de ces codes dépasse le champ national et intéresse les créanciers et investisseurs internationaux. L'idée maîtresse est que la transparence aide les créanciers et investisseurs à mieux apprécier les risques et à se faire rémunérer en conséquence, ce qui devrait inciter les pays destinataires des fonds à exercer une plus grande discipline. De plus, la transparence devrait aider à éviter la contagion, c'est-à-dire le fait que la perte de confiance envers un pays touche d'autres pays uniquement parce qu'ils appartiennent à la même catégorie ou à la même région³.

Il semble incontestable que la transparence des grands volets de la politique macroéconomique peut contribuer à leur crédibilité et à la bonne gestion des affaires publiques de façon plus générale. Elle peut aussi faciliter la surveillance multilatérale exercée par des organisations comme le FMI. Dans l'ensemble, les codes visent plus la forme que le fond, car les règles de conduite des affaires publiques seraient extrêmement complexes si elles devaient s'appliquer à tout l'éventail des situations et des pays qui existent. En outre, il serait beaucoup plus difficile de trouver un consensus sur des règles de fond que sur des règles qui visent uniquement les processus.

L'espoir que les différents codes concernant la politique macroéconomique ou la NSDD entraînent une amélioration considérable des décisions des créanciers et investisseurs internationaux, et donc de l'allocation des ressources et de la discipline financière des gouvernements des pays destinataires, laisse quelque peu sceptique. Les nouvelles règles de la NSDD n'ont pas suffi à donner une alerte rapide dans le cas de la crise asiatique. En fait, la situation de la balance des paiements des pays concernés était bien connue, de même que les flux de financement externe, les pratiques de leurs entreprises, l'évolution de leurs crédits internes et l'exposition de leurs banques à un secteur immobilier spéculatif, de même que les principales caractéristiques de leur actif et de leur passif externe (il y avait toutefois des lacunes dans ce qui était divulgué en ce qui concerne ce dernier point, lacunes que le durcissement ultérieur

de la NSDD visait à combler). La disponibilité de données pertinentes n'a pas découragé les flux de capitaux qui ont conduit dans l'impasse certains pays d'Asie, et il en va de même, à fortiori, en ce qui concerne le comportement des créanciers et investisseurs internationaux en Fédération de Russie avant la crise du milieu de 1998.

Sur un plan plus fondamental, la contribution que peut apporter la transparence à la prévention de l'instabilité financière est très limitée en raison de la très grande disparité des situations macro-économiques et des différentes politiques appliquées par les pays concernés, disparité qui est devenue évidente lors des récentes crises financières. Une

des caractéristiques communes des pays touchés par ces crises était leur ouverture aux flux de capitaux, mais pour le reste il y avait d'importantes différences concernant de nombreux indicateurs macro-économiques et d'autres traits de leur économie : déficit extérieur, surévaluation de la monnaie, déficit budgétaire, rôle de la consommation et de l'investissement dans la surchauffe qui a précédé la crise, endettement extérieur du secteur public et du secteur privé et champ d'application et efficacité de la réglementation et du contrôle du secteur financier.

L'analyse des récentes crises financières internationales met aussi en évidence d'autres difficultés qui limitent le degré auquel l'amélioration de la divulgation des données macro-économiques peut contribuer à la stabilisation financière, notamment pour ce qui est d'éviter l'effet de contagion. Les bilans ne montrent pas toujours les tensions qui peuvent résulter de l'ajustement de positions sur des

instruments dérivés, qui ne sont pas inscrites au bilan et ne sont pas toujours convenablement comptabilisées. De plus, ces positions, même si elles sont divulguées, ont tendance à estomper les distinctions entre différentes catégories de risques, par exemple entre les risques à court et à long terme. Aujourd'hui, tous les observateurs s'accordent à dire que les opérations de couverture transfrontières et d'autres pratiques font qu'il est difficile de repérer à l'avance les lignes de fracture du système financier international. On peut lire dans un récent rapport du Forum de stabilité financière le passage suivant :

Certaines techniques de gestion du risque d'emploi courant peuvent accentuer la volatilité des prix et des flux sur le marché international des capitaux. En d'autres termes, les investisseurs

Les nouvelles règles de la NSDD n'ont pas suffi à donner une alerte rapide dans le cas de la crise asiatique.

Une des caractéristiques communes des pays touchés par ces crises était leur ouverture aux flux de capitaux, mais pour le reste il y avait d'importantes différences concernant de nombreux indicateurs macro-économiques et d'autres traits de leur économie.

achètent ou vendent des positions dont les caractéristiques de risque et les variations passées des prix ressemblent à celles de l'actif de référence, mais pour lesquelles le marché est plus liquide ou moins contrôlé. Ces pratiques sont un des facteurs qui expliquent l'importance des fluctuations des flux de capitaux vers l'Afrique du Sud et plusieurs pays d'Europe orientale au moment de la crise asiatique. (FSF, 2000b, par. 28)

A propos des crises les plus récentes, on a appelé l'attention sur la manière dont les obligations brésiliennes étaient devenues un instrument largement employé par les investisseurs actifs sur les marchés émergents pour couvrir des positions prises sur la dette d'autres pays tels que la Fédération de Russie, le Maroc ou la République de Corée.

2. Contrôle bancaire

La fragilité du secteur bancaire et l'insuffisance du contrôle bancaire⁴ ont joué un rôle essentiel dans les récentes crises financières qu'ont connues des pays tant développés qu'en développement. Depuis les années 70, constatant que les crises, en raison de l'internationalisation de l'activité bancaire, risquaient de plus en plus d'avoir des effets déstabilisateurs dans d'autres pays, on a pris des initiatives visant à améliorer la coopération internationale en matière de réglementation et de contrôle bancaires. Dans un premier temps, ces initiatives concernaient surtout les banques des pays industriels et des centres financiers offshore, en raison de plusieurs événements qui avaient mis en évidence les carences de leur réglementation et de leur contrôle. Ces événements ont beaucoup inspiré les efforts faits par la suite pour renforcer la coopération en matière de réglementation et de contrôle. Les normes qui en ont résulté ont fini par être largement reprises par les pays en développement et en transition. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (BCBS), qui est l'organe le plus actif dans ce domaine, a de plus en plus assumé le rôle de normalisateur mondial à cet égard⁵.

Un des principaux résultats de l'élargissement du champ d'activité du BCBS au-delà des préoccupations de ses pays membres est récapitulé dans l'ouvrage *Core Principles for Effective Banking Supervision*, publié à la fin de 1997. Pour élaborer les principes en question, le BCBS a collaboré avec des organes de contrôle de pays extérieurs au Groupe des 10 (dont plusieurs pays en développement et en transition). Ces principes visent sept grands domaines : i) les conditions préalables d'un contrôle efficace des banques; ii) l'agrément et la structure des banques; iii) les règlements et prescriptions prudentiels; iv) les méthodes de contrôle permanent; v) les exigences d'information; vi) les compétences des organes de contrôle; et vii) les activités bancaires transfrontières. En avril 1998, le BCBS a fait une

enquête sur la façon dont ces principes fondamentaux étaient appliqués dans 140 pays, qui a été complétée par une analyse de l'application des principes dans différents pays réalisée par le FMI et la Banque mondiale⁶. Par la suite, on a créé un Groupe de liaison sur les principes fondamentaux (CPLG) réunissant 22 pays⁷ pour donner au BCBS des renseignements sur l'application pratique des principes. Les enquêtes sur l'application des principes et les renseignements fournis par le CPLG ont amené le BCBS à publier en octobre 1999 un ouvrage intitulé *Core Principles Methodology* (BCBS, 1999a).

Cet ouvrage méthodologique a pour but de donner des indications, sous forme de critères « essentiels » et « additionnels », pour l'évaluation du respect des règles par les différentes organisations auxquelles cette tâche peut être confiée, telles que le FMI, la Banque mondiale, les organes de contrôle régionaux, les banques régionales de développement et les sociétés de conseil, mais pas le BCBS lui-même. Outre les critères visant expressément le contrôle bancaire, les organisations qui font une évaluation sont invitées à examiner le respect de certaines conditions préalables plus générales dans les domaines suivants : i) application d'une politique macroéconomique saine et viable à long terme; ii) existence d'une infrastructure institutionnelle publique solide, notamment d'un corpus de lois suffisant pour ce qui concerne les contrats, les faillites, les garanties et le recouvrement des prêts, ainsi que de normes comptables conformes aux meilleures pratiques internationales; iii) discipline du marché fondée sur la transparence financière, la surveillance efficace des entreprises et la non-intervention de l'Etat dans les décisions commerciales des banques, si ce n'est conformément à des politiques et lignes directrices publiées; iv) l'adéquation des méthodes de contrôle visant à régler les problèmes bancaires; et v) l'existence de mécanismes suffisants pour la protection systémique, par exemple mécanismes de crédit en dernier recours ou d'assurance des dépôts (ou les deux). Les aspects de l'évaluation qui concernent plus directement le contrôle bancaire englobent non seulement les méthodes de contrôle mais aussi leur objet (lequel, bien entendu, inclut les normes prudentielles et les contrôles internes et méthodes de gestion des risques des banques elles-mêmes, précisés dans les documents du BCBS au fil des ans). En ce qui concerne des aspects tels que les normes de comptabilité et d'audit et le droit des faillites, il y a manifestement un certain chevauchement entre les principes fondamentaux définis par le Comité de Bâle et d'autres normes clés mentionnées dans le tableau 4.1.

Pour déterminer dans quelle mesure les principes fondamentaux sont respectés, il faut évaluer le respect de plusieurs prescriptions connexes, notamment la réglementation prudentielle et d'autres

aspects du cadre juridique, les lignes directrices pour le contrôle bancaire, les méthodes d'examen sur place et sur dossier, la transparence du contrôle et d'autres aspects de la divulgation de l'information et les mesures d'application. Il faut aussi évaluer les compétences, les ressources et la rigueur des organes de contrôle, ainsi que la façon dont ils mettent en œuvre les principes. Le tout, c'est-à-dire l'évaluation des conditions préalables d'un contrôle efficace (mentionnée plus haut) et l'examen des critères concernant directement le contrôle lui-même, implique que l'on examine une grande partie du droit commercial et des normes de comptabilité et d'audit du pays, et dans une certaine mesure la qualité de sa gestion macroéconomique.

Les normes adoptées à l'échelon international peuvent aider à renforcer les règles et normes nationales, mais il ne faut pas chercher à uniformiser les règles de tous les pays.

L'évaluation des lois, règlements et méthodes de contrôle peut paraître assez simple, mais celle des capacités de contrôle et de l'efficacité de la mise en œuvre des règles est plus délicate⁸. Par conséquent, et c'est peut-être compréhensible, l'annexe de *Core Principles Methodology*, qui définit la structure et la méthode des rapports d'évaluation établis par le FMI et la Banque mondiale, insiste surtout sur le premier de ces aspects. En général, il n'est possible d'évaluer efficacement les capacités de contrôle et l'efficacité du contrôle que par une enquête approfondie. Cela supposerait que l'évaluateur réside en permanence dans le pays concerné ou s'y rend souvent. Si l'on optait pour la deuxième de ces solutions (ce qui semble plus probablement acceptable et plus conforme aux usages du FMI), une évaluation solide du respect des principes fondamentaux pourrait prendre des années.

L'évaluation des conditions préalables plus générales d'un contrôle efficace n'est pas mentionnée dans l'annexe de *Core Principles Methodology*, mais là encore, il faudra probablement beaucoup de temps. En particulier, pour apprécier les nombreux aspects du régime juridique et des normes de comptabilité et d'audit d'un pays, il faut évaluer non seulement la réglementation et la législation et les principes énoncés par les associations professionnelles (telles que l'ordre des experts-comptables), mais aussi la façon dont ils sont appliqués et traduits dans la pratique sous forme de règles et de normes⁹. De nombreux aspects du droit et des normes de conduite des entreprises des différents pays ont des origines historiques et reflètent des compromis entre différentes catégories sociales. Les normes adoptées à l'échelon international peuvent aider à renforcer les règles et normes nationales, mais ce processus ne peut être que progressif et il ne faut pas chercher à uniformiser les règles de tous les pays¹⁰.

Pour les pays concernés, ces opérations d'évaluation risquent souvent de surcharger des organismes de contrôle dont les capacités sont déjà limitées. Avec le temps, il sera possible de renforcer ces capacités, mais en général la formation d'un contrôleur bancaire est très longue. Une fois formées, ces personnes peuvent trouver des emplois plus intéressants dans le secteur privé, voire au FMI ou à la Banque mondiale eux-mêmes (qui ont récemment accru leurs effectifs dans ce domaine). Bien entendu, les organes tels que le BCBS, le FMI, la Banque mondiale et le CPLG sont conscients de ce problème d'insuffisance des ressources humaines et ont fait des efforts pour coordonner les initiatives et employer au mieux les experts disponibles. Toutefois, on ne

peut pas écarter le risque que l'évaluation internationale du contrôle bancaire des différents pays se fasse au détriment du contrôle effectif sur le terrain.

3. Paiements et règlement

Les systèmes de paiement permettent de transférer des fonds entre les établissements financiers, pour leur propre compte ou pour celui de leurs clients, et peuvent donc être à l'origine d'un risque systémique. Cela apparaît clairement lorsqu'on examine quatre éléments essentiels du processus de transfert de fonds dans une économie : i) les activités des différents agents économiques; ii) le marché des instruments financiers et des éléments d'actif et de passif; iii) les infrastructures, dont le système de paiement fait partie intégrante; et iv) les conditions économiques qui lient les marchés entre eux et assurent la compensation. Une défaillance dans l'un des trois premiers domaines peut perturber les liens entre les marchés et les agents économiques dont l'interdépendance réciproque s'appuie sur différents types de transactions et de risques. Si elles prennent de l'ampleur, ces perturbations peuvent facilement devenir un problème systémique¹¹. Les systèmes de paiement jouent aussi un rôle essentiel dans les opérations en devises, qui sont l'interface entre les systèmes de paiement des différents pays¹². En raison des liens et des similitudes qui existent entre les systèmes de paiement et de règlement pour les transferts de fonds et pour les opérations portant sur d'autres actifs financiers, le principal organe qui coordonne les initiatives internationales dans ce domaine, c'est-à-dire le Comité sur les systèmes de règlement et de paiement (CSR) de la BRI, ne s'occupe pas seulement des transferts de fonds et se penche aussi sur le règlement des opérations sur

devises et sur titres ainsi que sur les mécanismes de compensation de produits dérivés négociés en bourse (White, 1998 : 196-198). Par ailleurs, les problèmes de stabilité spécifiques que pose le règlement des opérations sur titres sont actuellement examinés par un groupe de travail conjoint du CSRP et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)¹³. Toutefois, nous nous bornerons ici à examiner la norme clé mentionnée au tableau 4.1 dans le domaine des paiements et des règlements.

Si l'on a décidé de mettre au point un cadre international de principes fondamentaux pour la conception, la gestion et la supervision des systèmes de paiement et de règlement, c'est parce qu'on se rend compte de plus en plus des risques qui sont associés à l'expansion rapide du volume des paiements (CSRP, 2000a)¹⁴. Les principaux risques sont les suivants : le *risque de crédit*, lorsqu'une contrepartie est incapable d'honorer ses obligations au sein du système, ou risque de le devenir; le *risque de liquidité* (qui est étroitement lié au risque de crédit mais ne lui est pas identique), lorsqu'une contrepartie ne dispose pas de fonds suffisants dans le système pour honorer ses obligations à l'échéance, même si elle peut les avoir à un moment futur; le *risque juridique*, lorsqu'un cadre juridique inadapté ou des incertitudes juridiques causent ou aggravent un problème de crédit ou de liquidité; et le *risque opérationnel*, lorsque des pannes ou des erreurs humaines causent ou aggravent un problème de crédit ou de liquidité. Comme nous l'avons indiqué plus haut, tous ces risques peuvent avoir des effets systémiques, car lorsqu'une ou plusieurs contreparties sont incapables d'honorer leurs obligations, cela peut se répercuter sur la capacité d'autres contreparties d'honorer leurs propres obligations et, en définitive, menacer la stabilité de l'ensemble du secteur financier¹⁵. L'équipe de travail créée pour formuler les principes fondamentaux devait se borner à examiner les systèmes de paiement ayant une importance systémique, c'est-à-dire ceux qui pourraient déclencher ou transmettre des chocs sur les marchés financiers nationaux et internationaux.

Le premier principe fondamental concerne le risque juridique et affirme la nécessité d'une base juridique solide pour le système de paiement, qui est liée à d'autres aspects du droit des affaires tels que le régime des banques, le droit contractuel et le droit des faillites. Les deuxième et troisième principes concernent les règles et modalités nécessaires pour que les participants puissent comprendre clairement l'impact du système sur les risques financiers. En outre, ils tiennent compte de la nécessité de définir la façon de gérer les risques de crédit et de liquidité et les responsabilités dans ce domaine. Les risques peuvent être aggravés par le délai nécessaire pour le règlement final ou par la nature des actifs employés pour régler les obligations. C'est pourquoi les

quatrième et sixième principes insistent sur la rapidité du règlement et sur la nécessité d'employer pour le règlement un actif qui soit une créance sur la banque centrale ou un autre actif pour lequel le risque de crédit est négligeable, c'est-à-dire que le risque de faillite de l'émetteur doit être négligeable. Le cinquième principe exige un minimum de solidité des systèmes multilatéraux de compensation¹⁶. Le septième principe vise à limiter le risque opérationnel en renforçant autant que possible la sécurité et la fiabilité du système. Les huitième, neuvième et dixième principes traitent d'aspects plus généraux de l'efficacité et de la commodité d'emploi du système (y compris la nécessité de reconnaître explicitement les compromis entre sécurité et efficacité). Ils traitent aussi de la nécessité d'avoir des critères objectifs et publics pour la participation au système, de façon à en rendre l'accès ouvert et équitable, et d'avoir des mécanismes de gestion et de supervision efficaces, responsables et transparents. Les banques centrales ont une responsabilité essentielle : c'est elles qui doivent veiller à ce que les systèmes de paiement soient conformes aux principes.

La deuxième partie du rapport sur les *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* donne des précisions sur des questions telles que la définition des systèmes de paiement d'importance systémique, les modalités de leur examen et de leur réforme, les facteurs structurels, techniques et institutionnels à prendre en considération, et la nécessité de coopérer, dans le processus de réforme, avec les participants au système, les groupes d'utilisateurs et les autres intéressés (CSRP, 2000b)¹⁷. Cette deuxième partie examine aussi certains aspects transfrontières des systèmes de paiement. Les principes fondamentaux sont maintenant intégrés dans le Programme d'évaluation du secteur financier, qui est un programme conjoint du FMI et de la Banque mondiale¹⁸. Toutefois, l'histoire des systèmes de paiement dans les pays industriels donne à penser que la modernisation requise par les principes demandera probablement beaucoup de temps en raison des nombreuses mesures qu'elle exige et de la multiplicité des intéressés.

4. Comptabilité et audit

La plupart des initiatives concernant les codes et principes exigent une amélioration de l'information et de la transparence financières, mais dans le domaine de la comptabilité et de l'audit il y a en outre un objectif explicite d'harmonisation des normes. En raison de leurs effets sur l'information, les normes ont une influence évidente sur la possibilité, pour les contreparties, d'évaluer le risque financier d'une transaction. L'harmonisation

internationale est aussi rendue nécessaire par l'expansion des transactions internationales, notamment sous forme de crédits et d'investissements. Le principal organe responsable de l'élaboration des normes comptables internationales est le Comité international de normalisation de la comptabilité (IASC)¹⁹. Une grande partie de ses travaux récents a eu pour objectif de trouver un compromis sur un ensemble de normes acceptables à la fois pour les Etats-Unis et pour les autres pays membres et répondant aux exigences de divulgation auxquelles sont subordonnés l'émission et le commerce de valeurs sur les principaux marchés financiers du monde. Dans ce domaine, de nombreuses difficultés sont liées à la nécessité de concilier l'approche inévitablement pluraliste de l'IASC et les règles plus spécifiques et contraignantes des normes comptables en vigueur aux Etats-Unis (Generally Accepted Accounting Principles ou GAAP)²⁰.

Le débat concernant les normes comptables internationales (IAS) porte surtout sur des points très techniques²¹, mais son impact sur le système financier international dépendra probablement plus du degré auquel il parviendra à améliorer les normes de comptabilisation et d'information financière à l'échelon mondial. Il dépendra aussi des initiatives connexes visant à améliorer les normes d'audit. Ces différentes initiatives portent aussi bien sur l'audit interne (c'est-à-dire évaluation de l'ampleur et de l'efficacité du contrôle de gestion et du contrôle comptable des entreprises ainsi que de la protection et de l'emploi des actifs) que l'audit externe (vérification des états financiers et des justificatifs pour déterminer leur conformité aux normes en vigueur). Aujourd'hui, de nombreux pays exigent des audits internes et les comités d'audit ont souvent pris une plus grande importance dans les pays où la réforme du gouvernement d'entreprise a entraîné un renforcement du pouvoir du conseil d'administration par rapport à celui des cadres dirigeants. Toutefois, le principal objet des initiatives internationales est l'audit externe. Là, les problèmes d'harmonisation sont dus en partie aux divergences des normes comptables sur lesquelles se fondent les états financiers, mais aussi à des divergences dans les processus d'élaboration des normes d'audit. Ces divergences tiennent par exemple au fait que, dans certains pays, les normes d'audit sont formulées par la profession comptable alors que dans d'autres pays elles sont énoncées dans la loi et la réglementation,

ou résultent d'une concertation entre la profession et les pouvoirs publics. L'organisme qui coiffe l'harmonisation internationale des normes d'audit est la Fédération internationale des comptables²² qui collabore étroitement avec d'autres organismes ayant des responsabilités essentielles dans ce domaine tels que l'OICV et les organismes compétents de l'UE.

L'amélioration des normes de comptabilité et d'audit peut contribuer à améliorer les décisions des créanciers et des investisseurs, grâce à une transparence accrue, mais l'expérience récente conduit à ne pas trop en attendre, surtout dans l'immédiat. En

outre, on peut se demander dans quelle mesure l'accroissement de la transparence, qui est le principal objectif des initiatives décrites ici, est favorable à une plus grande stabilité financière. Comme l'a dit le célèbre investisseur Warren Buffett, le travail d'un comptable est d'enregistrer, pas d'évaluer, et le monde des affaires est tout simplement trop complexe pour qu'un seul ensemble de règles puisse correspondre à la réalité de toutes les entreprises (Cunningham, 2000 : 196, 202). Dans le cas des établissements financiers, les difficultés sont d'autant plus grandes que la valeur de l'actif et du

passif peut changer très rapidement, même lorsque des normes comptables rigoureuses sont respectées. De plus, comme nous l'avons déjà relevé, même si dans plusieurs des pays touchés par les crises financières récentes l'information financière était déficiente, les créanciers et investisseurs ne manquaient pas de renseignements sur les principales variables macroéconomiques et l'environnement

juridique et économique général de ces pays. En outre, si une bonne information financière permet de prendre de meilleures décisions, on peut se demander pourquoi les investisseurs et les créanciers ne se sont pas montrés plus méfiants lorsqu'elle faisait défaut, en particulier si les données macroéconomiques disponibles auraient dû les mettre en éveil.

On peut se demander dans quelle mesure l'accroissement de la transparence est favorable à une plus grande stabilité financière.

Si une bonne information financière permet de prendre de meilleures décisions, on peut se demander pourquoi les investisseurs et les créanciers ne se sont pas montrés plus méfiants lorsqu'elle faisait défaut.

5. Gouvernement d'entreprise

Le gouvernement d'entreprise concerne les relations entre les dirigeants, le conseil d'administration, les créanciers, les actionnaires et les autres parties prenantes telles que les salariés, les clients, les fournisseurs et la communauté. Il s'agit donc d'étudier le cadre dans lequel les objectifs de

l'entreprise sont déterminés et la façon dont les moyens d'atteindre ces objectifs et de contrôler les résultats de l'entreprise est définie. Les *Principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise* (OCDE, 1999) traitent de cinq thèmes fondamentaux : i) la protection des droits des actionnaires, c'est-à-dire les règles permettant au marché du contrôle des entreprises de fonctionner de façon efficace, transparente et équitable pour tous les actionnaires; ii) le traitement équitable des actionnaires, y compris les actionnaires minoritaires et étrangers, avec divulgation complète des informations importantes et interdiction des opérations d'initiés et des opérations pour compte propre; iii) le rôle des différentes parties prenantes et la protection de l'exercice de leurs droits tels qu'ils sont définis par la loi, ainsi que l'encouragement de la coopération entre les entreprises et les parties prenantes pour créer de la richesse et des emplois et assurer la pérennité d'entreprises financièrement saines; iv) la transparence et la diffusion en temps opportun d'informations exactes sur tous les éléments pertinents, notamment les résultats de l'entreprise, son actionnariat et son système de gouvernement, ce qui doit comprendre un audit annuel fait par un commissaire aux comptes indépendant; v) des règles de gouvernement d'entreprise assurant l'orientation stratégique de l'entreprise, un suivi véritable de la gestion par le conseil d'administration et la responsabilité du conseil d'administration envers l'entreprise et ses actionnaires (certaines des fonctions essentielles du conseil d'administration sont précisées dans cette rubrique).

Le gouvernement d'entreprise fixe de règles pour des questions pour lesquelles les différences de conception entre pays ont souvent une origine sociale, par exemple pour ce qui est de l'importance relative des entreprises familiales par opposition aux sociétés anonymes, ou à l'existence de priorités parfois contradictoires telles que la viabilité à long terme d'une part et la valeur actionnariale d'autre part. Ces différences sont généralement dues à des différences historiques et au consensus socio-politique qui en résulte²³. Le préambule des principes de l'OCDE reconnaît qu'il n'y a pas de modèle unique de bon gouvernement d'entreprise et que les principes eux-mêmes sont de caractère assez général. Ils évitent de fixer des règles pour les aspects les plus controversés des relations entre les entreprises et leurs créanciers et actionnaires, tels que le niveau d'endettement approprié. De même, ils ne contiennent pas de règles détaillées sur le marché du contrôle des entreprises. Néanmoins, il n'est pas

exclu que l'assistance technique et les travaux d'évaluation liés à la mise en œuvre de ces principes, auxquels seront associées d'autres organisations comme la Banque mondiale, soient très influencés par certaines conceptions du gouvernement d'entreprise, notamment celles des États-Unis ou du Royaume-Uni.

Le gouvernement d'entreprise fixe de règles pour des questions pour lesquelles les différences de conception entre pays, qui ont souvent une origine sociale, sont généralement dues à des différences historiques et au consensus socio-politique qui en résulte

Pour ce qui est de la contribution que pourrait apporter le gouvernement d'entreprise à la stabilité financière, une conclusion similaire à celle que nous avons formulée en ce qui concerne l'audit et la comptabilité semble s'imposer. Des améliorations dans ce domaine pourraient déboucher sur des décisions plus judicieuses, mais si elles sont fondées sur des principes similaires à ceux énoncés par l'OCDE, elles seront proba-

blement progressives. De plus, cela n'aura peut-être que des effets limités sur l'instabilité, qui est due à des causes que l'amélioration du gouvernement d'entreprise peut atténuer mais non éliminer. Ces causes sont notamment les objectifs imposés aux responsables de crédit dans les établissements financiers (il y a là un problème chronique auquel les systèmes de contrôle interne de la plupart des établissements ne répondent toujours pas de façon satisfaisante), les carences des techniques même les plus perfectionnées de gestion du risque de crédit, du risque de marché et des autres risques financiers, et les facteurs psychologiques qui favorisent des comportements grégaires dans le secteur financier.

6. Faillites

Les règles qui régissent les faillites sont d'un aspect tellement important du gouvernement d'entreprise tel qu'il a été défini plus haut qu'elles ont engendré toute une littérature spécifique. La plupart des observateurs s'accordent sur le fait que les régimes de règlement des faillites existants présentent de nombreuses carences, et ils sont même totalement absents dans certaines situations et dans certains pays²⁴. A l'échelle nationale, en particulier dans de nombreux pays en développement et en transition, les principales carences concernent les problèmes d'exécution des contrats, l'insuffisance des mécanismes de compensation et de règlement des obligations, le mauvais fonctionnement des mécanismes de garantie et de caution des prêts et les conflits de lois. Tous ces facteurs peuvent rendre très problématiques certains aspects de l'évaluation des entreprises et des valeurs mobilières et accroître le

risque financier. Par conséquent, lorsqu'ils sont présents dans un pays émergent, cela peut dissuader les investisseurs étrangers.

L'élaboration de règles de faillite acceptables à l'échelle mondiale a été confiée à la Banque mondiale, qui a pour objectif de mettre au point une grille intégrée d'éléments et de critères inspirés des meilleures pratiques existantes²⁵. Ces éléments sont envisagés comme un complément du régime juridique et commercial de chaque pays, accompagnés d'indications sur la façon dont ils modifieraient ce régime. Pour obtenir un consensus à leur sujet, il est prévu de faire une série d'évaluations et d'organiser des colloques internationaux sur les faillites. L'objet principal de l'initiative de la Banque mondiale est d'améliorer le régime des faillites des pays en développement et en transition.

Ce processus a débouché sur l'élaboration d'un projet consultatif structuré en trois parties : i) éléments juridiques, institutionnels et réglementaires, et restructuration et redressement des entreprises; ii) classification des faillites (faillites systémiques, faillites de banques et faillites d'entreprises); iii) dimension internationale, c'est-à-dire moyens d'encourager les pays en développement et en transition à tenir compte des meilleures pratiques internationales et à prendre en considération les aspects transfrontières de façon à améliorer leur accès au marché financier international.

L'amélioration du régime des faillites a un lien plus direct avec la stabilité financière que bon nombre des autres thèmes énumérés dans le tableau 4.1. Son principal rôle est de contenir les problèmes dus à la faillite de telle ou telle entreprise et d'éviter la contagion. Cela aurait à l'évidence des avantages pour les créanciers et investisseurs internationaux. Toutefois, comme nous l'avons déjà indiqué, l'initiative conduite par la Banque mondiale vise essentiellement les règles à mettre en œuvre dans les pays en transition et en développement, alors que les faillites internationales (c'est-à-dire les faillites concernant des entreprises qui ont des filiales dans plusieurs pays) posent de délicats problèmes de coordination et de conflits de lois dans les pays développés aussi. La faillite d'une grande entreprise ayant un vaste réseau international de filiales pourrait sérieusement perturber les transactions transfrontières. Le cas de figure le plus menaçant serait celui de la faillite d'une grande banque multinationale domiciliée dans un pays développé²⁶. La plupart des problèmes que poserait une telle faillite concernent les aspects internationaux de cette dernière et l'élaboration de règles internationales se fait actuellement dans d'autres cadres²⁷.

7. Réglementation des marchés de valeurs

Le rapport intitulé *Objectifs et principes de la régulation financière de l'OICV*, publié par l'OICV en septembre 1998, définit trois grands objectifs : la protection des investisseurs, la loyauté, l'efficacité et la transparence des marchés et la réduction du risque systémique. Pour atteindre ces objectifs, il propose une liste de 30 principes visant les responsabilités des organes de réglementation, l'autoréglementation, l'application de la réglementation des marchés de valeurs, la coopération entre les organes de réglementation à l'échelle nationale et internationale, les responsabilités des émetteurs, les règles et normes applicables aux fonds communs de placement, les prescriptions applicables aux intermédiaires et les règles et normes régissant le marché secondaire. Les principes qui concernent plus particulièrement le risque systémique sont ceux des deux dernières rubriques; il s'agit des normes de fonds propres et des normes prudentielles applicables aux intermédiaires, des mécanismes de gestion de la défaillance d'un intermédiaire et des systèmes de compensation et de règlement des transactions propres à limiter ces risques. En d'autres termes, les principes visant à réduire le risque systémique concernent avant tout les mesures applicables aux entreprises et aux infrastructures.

Comme il s'agit d'un code élaboré par une fédération mondiale d'organes de réglementation spécialisés, il n'est pas surprenant que les principes concernent essentiellement l'équité et l'efficacité du fonctionnement des marchés eux-mêmes. Ces principes restent muets au sujet des questions plus générales de politiques macroéconomiques et de politiques du secteur financier, qui ont les unes et les autres été associées à l'instabilité systémique dans les pays en développement et en transition. Un ensemble plus complet de principes applicables aux marchés de valeurs mobilières, tenant compte des problèmes mis en évidence par les crises récentes dans les pays en développement et en transition, devrait sans doute traiter de certains aspects de la politique appliquée au compte de capital de la balance des paiements (tels que les conditions d'accès des investisseurs de portefeuille étrangers) et de la présence commerciale des sociétés d'investissement étrangères.

8. Assurance

Traditionnellement, on ne considère pas l'assurance comme une source de risque systémique. C'est pourquoi les principaux objectifs de sa

réglementation et de son contrôle sont la protection des clients et deux aspects connexes, à savoir la solidité des compagnies d'assurance et leur déontologie. Il s'agit donc de réglementer dans de domaines tels que la divulgation de renseignements, l'honnêteté, l'intégrité et la compétence des compagnies et de leurs salariés, les méthodes de commercialisation et l'objectivité des conseils donnés aux consommateurs. Le principal motif pour lequel on considère que les risques systémiques liés au secteur de l'assurance sont limités est que les engagements des compagnies d'assurance sont des engagements à long terme, donc stables, tandis que leurs actifs sont généralement liquides. De plus, les liens entre compagnies d'assurance ou entre compagnies d'assurance et autres établissements financiers sont limités du fait que les compagnies d'assurance n'interviennent pas dans les systèmes de règlement et de paiement et que les actifs qu'elles vendent ou achètent sont traités sur des marchés très liquides (Goodhart et al., 1998 : 14).

Toutefois, depuis quelque temps on s'interroge sur le bien-fondé de cette idée. Cela est dû en partie au fait que les compagnies d'assurance jouent un rôle croissant dans le secteur des produits d'épargne et de placement, en raison des liens étroits qui existent entre de nombreux types de polices d'assurance-vie et les instruments d'épargne ou de placement. Cette évolution est due en partie à la création de conglomérats financiers, résultant du fait que les compagnies d'assurance interviennent de plus en plus dans la vente et la gestion de fonds de placement d'une part et au fait que les banques s'aventurent dans le domaine de l'assurance d'autre part. Elle accroît le risque de contagion entre les compagnies d'assurance et d'autres types d'établissements financiers et, si cette contagion touche des établissements importants, l'ampleur des dommages qui peuvent en résulter. Dans le cas des pays en développement et en transition, il faut tenir compte d'un risque supplémentaire, à savoir que la faillite d'un ou plusieurs établissements financiers, et notamment d'établissements ayant des activités importantes dans l'assurance, déclenche une crise monétaire. La dépréciation de la monnaie peut avoir des effets négatifs bien au-delà du secteur dans lequel le problème apparaît en premier.

Le rapport intitulé *Insurance Core Principles*²⁸ porte essentiellement sur l'organisation et l'application concrète du contrôle de l'assurance, ainsi que sur plusieurs thèmes spécifiques : le gouvernement d'entreprise des compagnies d'assurance, leur contrôle interne, leurs règles

prudentielles, leur déontologie et la supervision de l'assurance transfrontière. Les règles prudentielles visent la gestion de l'actif, la définition et le classement des éléments de passif, la capitalisation, l'utilisation, la publication et le contrôle des produits dérivés et des autres éléments hors bilan, et la réassurance en tant que moyen de limiter les risques. La supervision de l'assurance transfrontière doit être conçue de façon à ce qu'aucune compagnie d'assurance internationale ne puisse échapper au contrôle et à ce que les mécanismes de consultation et d'échange d'information entre les organismes de contrôle du pays de domicile et du pays d'accueil soient suffisants. Ces principes ont donc essentiellement une orientation fonctionnelle, tandis que les questions qui relèvent expressément du contrôle des conglomérats financiers sont laissées à d'autres organisations (IAIS, 2000a)²⁹.

9. Intégrité du marché et blanchiment d'argent

Le blanchiment d'argent est un des sujets les plus délicats visés par les codes et principes dont la liste est donnée au tableau 4.1. Il s'agit d'un domaine dans lequel il y a des interactions directes entre le contrôle financier et l'application de la loi, notamment dans certaines de ses manifestations les plus répressives, car le blanchiment d'argent est notamment lié au trafic de drogue et au terrorisme. En fait, l'importance qui lui est accordée est due en grande partie aux difficultés que rencontrent les grands pays développés dans la lutte contre la toxicomanie. La plupart des pays mettent l'accent sur la répression de la production et de la consommation, ce qui procure des bénéfices élevés aux trafiquants. Le blanchiment d'argent est aussi étroitement lié à la corruption dans les pays développés et en développement puisqu'il sert à cacher la source, le montant et la destination des sommes en jeu. Il n'y a pas d'estimation du volume mondial du blanchiment d'argent qui soit généralement acceptée, mais nul ne doute qu'il est très important. Pendant longtemps, le blanchiment d'argent était surtout considéré comme un problème dans les relations entre les pays de l'OCDE et les centres financiers offshore. Toutefois, certains scandales récents montrent qu'il est probablement important aussi dans les centres financiers traditionnels³⁰.

Le principal organisme international chargé de lutter contre le blanchiment d'argent est le Groupe

Pendant longtemps, le blanchiment d'argent était surtout considéré comme un problème dans les relations entre les pays de l'OCDE et les centres financiers offshore. Toutefois, certains scandales récents montrent qu'il est probablement important aussi dans les centres financiers traditionnels.

d'action financière sur le blanchiment des capitaux (GAFI)³¹, créé après le Sommet du Groupe des Sept de 1989. Il réunit actuellement 29 pays (principalement développés) et deux organisations internationales, la Commission européenne et le Conseil de coopération du Golfe. En 1990, il a élaboré une liste de 40 recommandations que ses membres sont censés adopter. Ces recommandations ont été révisées en 1996 pour tenir compte de l'expérience acquise entre-temps et de l'évolution des pratiques de blanchiment des capitaux (GAFI, 1999). Pour suivre l'application de ces recommandations par les pays membres, on emploie deux moyens, une auto-évaluation annuelle et un examen périodique par des équipes de spécialistes des autres pays membres. Plus récemment, le GAFI a fait une étude pour identifier les pays ou territoires non coopératifs (GAFI, 2000). Manifestement, il espère que l'identification des 15 pays et territoires concernés et la publicité qui lui est donnée inciteront ces pays et territoires à mieux lutter contre le blanchiment. De plus, les membres du GAFI ont décidé d'inciter les établissements financiers qui relèvent de leur juridiction à être particulièrement prudents dans les transactions avec des contre-parties des 15 pays et territoires en question, ce qui va probablement renchérir ces transactions.

Les 40 recommandations du GAFI prévoient les obligations suivantes : criminalisation des actes consistant à blanchir le produit de crimes graves; identification de tous les clients et tenue d'archives suffisantes; obligation pour les établissements financiers de signaler les opérations suspectes à l'autorité nationale compétente et d'élaborer des programmes de lutte contre le blanchiment d'argent, notamment en mettant en place des contrôles internes détaillés et en formant leurs salariés; répression suffisante du blanchiment d'argent et échanges d'information entre les organes de contrôle et les autres autorités nationales chargées de faire appliquer

la loi; renforcement de la coopération internationale par l'échange d'information, l'assistance juridique et des accords bilatéraux et multilatéraux. Il y a des liens entre les initiatives du GAFI et d'autres initiatives visant les centres financiers offshore³². Par exemple, les techniques d'utilisation de centres financiers offshore pour l'évasion fiscale visées par l'initiative de l'OCDE (OECD, 2000b) sont souvent identiques ou similaires à celles employées pour le blanchiment d'argent. De même, l'obligation de connaître ses clients, qui doit faire partie de tout régime efficace de réglementation financière, recoupe dans l'ensemble les prescriptions du GAFI concernant l'identification des clients. Toutefois, comme dans le cas des autres codes et normes examinés dans la présente section, la contribution des recommandations du GAFI à la stabilité financière internationale est surtout indirecte.

Parfois, c'est à l'occasion de la faillite d'établissements financiers qu'on apprend qu'ils étaient associés à des activités de blanchiment d'argent. Toutefois, le blanchiment d'argent, de même que les facilités offertes par les centres financiers offshore, a joué tout au plus un rôle minime dans les récentes crises financières. Quoiqu'il en soit, en rendant plus coûteuses ou plus difficiles certaines formes de fuite des capitaux, la lutte contre le blanchiment d'argent pourrait contribuer à limiter certains mouvements de capitaux déstabilisateurs et l'accumulation de dettes extérieures non liées à une activité économique légitime, mais son efficacité dépendra de l'efficacité de la coopération entre les pays d'origine et de destination de l'argent blanchi. Les règles contre le blanchiment de capitaux sont donc un élément essentiel de la réglementation des établissements financiers et toute réglementation qui ne comporte pas de telles règles pourrait difficilement être considérée comme efficace ou complète.

C. Participation à la formulation et à l'application des normes

Depuis que les normes sont devenues un thème de la réforme financière internationale, on insiste beaucoup sur le fait qu'il faut que les pays concernés « s'approprient » leur adoption et leur application. Le processus d'évaluation de l'application des normes en cours a suscité d'abondantes consultations et l'on peut s'attendre à ce que les résultats de cette

consultation influent sur l'élaboration future des normes elles-mêmes. Toutefois, les différentes opérations d'évaluation sont souvent asymétriques, ce qui a parfois suscité des doutes quant à leur équité. Le manque de symétrie, notamment en ce qui concerne le degré auquel les préoccupations des pays en développement sont prises en compte, apparaît

aussi dans le choix des points auxquels certaines normes doivent s'appliquer. Cela semble dû en partie à des divergences de vues concernant le fonctionnement du système financier international et les domaines dans lesquels il est opportun que les pouvoirs publics interviennent.

L'appropriation dépend de l'intérêt que les pays voient à adopter et à appliquer des normes. Pour améliorer cette perception de l'intérêt national, on peut notamment encourager l'échange de données d'expérience dans des cadres tels que les institutions multilatérales de financement et les organismes de normalisation, en donnant aux différents pays la possibilité de contribuer à l'élaboration des normes et à la coordination entre les programmes de normalisation internationale et les programmes nationaux de réforme financière, et en encourageant et en facilitant l'auto-évaluation (FSF, 2000a : 2). La promotion de l'appropriation est un des objectifs des programmes de vulgarisation concernant l'application des normes (FMI, 2000c), par des moyens tels que l'assistance technique, l'organisation d'ateliers et de réunions régionales. Des institutions comme le FMI et la Banque mondiale, les organismes de contrôle du secteur financier des grands pays industriels et d'autres organismes qui participent au processus d'évaluation ont été associés à ces activités.

Les asymétries dont nous avons parlé plus haut ne sont pas toujours présentes et ne sont pas toujours faciles à déceler, car elles sont souvent intégrées dans les postulats ou les catégories sur lesquelles s'appuient les normes du tableau 4.1. Le fait que certains des codes ont tendance à insister sur des points qui intéressent particulièrement les pays développés est souvent dû à l'origine historique des initiatives. Traditionnellement, une grande partie des activités transfrontières concernées se faisaient entre des entreprises de pays industriels et ce n'est que depuis peu que des entreprises de pays en développement y participent. Quoi qu'il en soit, il semble que certaines préoccupations des pays en développement aient été négligées dans le processus de formulation des normes et que leurs intérêts aient été ignorés ou minimisés dans le suivi. De plus, certains éléments des documents directifs publiés au moment où les initiatives de normalisation ont été prises et qui décrivent des aspects importants de leur justification reflètent essentiellement le point de vue des grands pays développés, comme le montrent bien les récents rapports du FSF.

Par exemple, le rapport du Groupe des flux de capitaux du FSF (FSF, 2000b) porte essentiellement sur l'amélioration des pratiques de gestion du risque

et le renforcement de la transparence des administrations publiques et des entreprises privées des pays qui reçoivent des crédits ou des investissements internationaux, considérés comme un moyen essentiel de limiter l'instabilité de ces flux de capitaux³³. Ce rapport décrit aussi différents défauts des politiques des pays destinataires qui sont susceptibles d'entraîner une trop forte dépendance à l'égard de flux de capitaux à court terme et donc volatils. Toutefois, il minimise l'importance du comportement des créanciers et des investisseurs des pays développés ainsi que les effets des politiques macro-économiques de ces pays sur les flux de capitaux destinés aux pays en développement et en transition. Il accorde une place considérable à l'amélioration de la publication et de l'emploi de

statistiques officielles et de renseignements financiers fournis par les entreprises privées des pays destinataires, mais il ne va pas jusqu'à approuver l'exigence d'une divulgation plus fréquente de données sur les grandes positions à court terme en actifs libellés dans la monnaie d'un pays détenues par des entreprises étrangères autres que des banques (y compris les fonds spéculatifs), que plusieurs pays en développement (et quelques pays développés) pensent être une menace pour la stabilité de leur taux de change et de leur marché financier.

De même, le rapport du Groupe de travail du FSF sur les établissements utilisant un important effet de levier³⁴ a tendance à faire peu de cas, dans certaines de ses recommandations, de préoccupations exprimées par certains pays (voir FSF, 2000c). Le Groupe de travail a fait une distinction entre deux grands types de problèmes soulevés par les établissements utilisant l'effet de levier : le risque systémique (comme dans le cas de la faillite du fonds spéculatif Long Term Capital Management (LTCM)), et les problèmes de dynamique du marché, c'est-à-dire l'amplification de l'instabilité et les menaces de désintégration du marché qui peuvent résulter des activités de ces établissements dans les petites économies ouvertes. Le risque systémique est naturellement préoccupant pour les pays en développement et en transition. Par exemple, comme les autres participants au marché financier international, ces pays ont été affectés par l'augmentation des primes de risque et la forte contraction de l'offre de financements à la fin de 1998, provoquées en partie par la faillite du fonds LTCM. Néanmoins, leurs préoccupations sont surtout liées aux problèmes de dynamique du marché.

Le Groupe de travail a examiné ces problèmes tels qu'ils se sont manifestés dans six pays en 1998³⁵. Il a conclu cette analyse en reprenant, avec certaines

Il semble que certaines préoccupations des pays en développement aient été négligées dans le processus de formulation des normes et que leurs intérêts aient été ignorés ou minimisés dans le suivi.

réerves, les préoccupations déjà exprimées au sujet des établissements à fort effet de levier. Il a reconnu qu'en effet ces établissements pouvaient ouvrir des positions importantes et concentrées sur des marchés de taille moyenne ou petite et que cela pouvait avoir une influence déstabilisatrice. Toutefois, le consensus n'était pas aussi clair en ce qui concerne l'importance relative de l'influence de ces établissements et celle d'autres facteurs dans les crises qu'ont subies ces différents pays en 1998. Le Groupe de travail a abouti à des conclusions similaires en ce qui concerne la menace pour l'intégrité des marchés liée à certaines pratiques très agressives imputées aux établissements à fort effet de levier, telles que la vente massive de monnaies sur un marché peu liquide, la diffusion de rumeurs, la divulgation sélective de renseignements sur leurs positions et leur stratégie et la prise de positions corrélées sur les marchés de différents actifs dans un pays ou dans différents pays, dans le but de réaliser des arbitrages très profitables³⁶. Là encore, le Groupe de travail a admis que les établissements à fort effet de levier pouvaient se livrer à de telles pratiques, mais a été plus réticent en ce qui concerne l'importance de ce phénomène lors de différents épisodes dans différents pays.

L'orientation principale des recommandations du Groupe de travail vise à réduire le risque systémique que les établissements à fort effet de levier peuvent causer, plutôt qu'à régler les problèmes de dynamique du marché. Elles recourent sur de nombreux points celle des organes officiels et des associations professionnelles de grands pays industriels qui sont décrites de façon assez détaillée dans une annexe du rapport : renforcement de la gestion du risque par les établissements à fort effet de levier et leurs contreparties, renforcement du contrôle des créanciers des fonds spéculatifs, amélioration des pratiques dans des domaines tels que la mesure de l'exposition et du risque de liquidité, l'évaluation de la résistance aux contraintes, la gestion des garanties et l'évaluation externe, et renforcement des infrastructures du marché dans des domaines tels que l'harmonisation des documents, de l'évaluation et du règlement des faillites. En outre, le Groupe de travail a recommandé que les établissements financiers spéculatifs soient tenus à une plus grande transparence, dans le cadre d'une évolution générale vers la publication d'une information plus complète et plus comparable sur les risques courus par les établissements financiers en général.

Bon nombre de ces recommandations peuvent avoir des effets positifs sur la dynamique du marché et réduire le risque systémique. Toutefois, en ce qui concerne le premier de ces points, le Groupe de travail s'est borné à deux recommandations particulièrement pertinentes. La première vise à renforcer certains aspects de la surveillance de l'activité sur les marchés financiers à l'échelon

national afin de déceler les phénomènes d'augmentation de l'effet de levier et d'autres phénomènes liés à la dynamique des marchés qui pourraient appeler des mesures préventives. La deuxième vise à promouvoir des lignes directrices pour les activités des cambistes, avec l'appui des principaux intervenants qui examineraient et, si nécessaire, réviseraient les codes et principes existants dans ce domaine à la lumière des préoccupations récemment exprimées au sujet du comportement des marchés.

La deuxième de ces recommandations est motivée par le fait que, dans la plupart des pays émergents, il n'existe pas le genre de principes directeurs et de codes de conduite à l'intention des agents financiers que publient des associations professionnelles ou autres organismes réunissant des agents qui opèrent sur les grands centres financiers. Il est recommandé que les principaux établissements financiers prennent l'initiative d'élaborer et de promouvoir de tels principes et codes pour les places où il n'en existe pas aujourd'hui. Pour que cette recommandation soit efficace, il faut non seulement qu'elle suscite le genre d'initiatives suggérées, mais aussi qu'elle entraîne une modification du comportement effectif, même lorsque les principes directeurs et codes n'ont pas force de loi.

En ce qui concerne la surveillance et la transparence des positions, le rapport est plus audacieux qu'en ce qui concerne les flux de capitaux, mais il est difficile de comprendre exactement la nature des différentes solutions envisagées et l'opinion du groupe sur leurs avantages et leurs inconvénients. L'idée de rassembler des données exhaustives et à jour sur les positions ouvertes sur les principaux marchés ne paraît pas acceptable car elle est trop complexe et coûteuse et il serait difficile d'obtenir que les intervenants respectent leurs obligations³⁷. Le Groupe de travail s'est montré plus favorable à des initiatives nationales impliquant une surveillance active concertée entre les autorités monétaires, les organes de contrôle et les opérateurs, mais en exprimant des réserves et des doutes au sujet d'aspects tels que le coût et l'utilité de la participation internationale nécessaire pour obtenir la publication de données sur les positions sur les principales monnaies des pays émergents. On peut penser qu'il existe déjà une surveillance de ce genre (mais parfois souvent de caractère officieux) dans plusieurs pays, car sans cela on ne voit pas d'où le Groupe de travail aurait obtenu une partie des renseignements qui figurent dans son rapport sur le fonctionnement des établissements à fort effet de levier dans six pays ou territoires. Les principales réserves du Groupe de travail dans ce domaine concernent le renforcement du contrôle de l'offre de liquidité en monnaie locale nécessaire pour le règlement de la plupart des positions spéculatives prises contre une monnaie. Ces réserves sont

motivées essentiellement par le fait que le Groupe de travail considère que tout mécanisme officiel de ce genre serait une forme de contrôle des mouvements de capitaux.

Lorsqu'on examine les recommandations du Groupe de travail sur les questions de dynamique du marché, on est inévitablement amené à constater leur asymétrie. Le Groupe reconnaît la légitimité des préoccupations récemment exprimées à propos des pratiques des établissements à fort effet de levier, mais consacre beaucoup plus d'attention à la transparence requise des agents économiques dans les pays en développement et en transition, dans le cadre de la réforme financière internationale.

On trouve aussi des asymétries de ce genre dans le rapport d'un autre groupe de travail du FSF (2000d), qui s'occupe des centres offshore³⁸. En ce qui concerne la réforme financière internationale, on craint que les centres financiers offshore, bien qu'ils n'aient pas été à l'origine de problèmes systémiques majeurs jusqu'à présent, le deviennent un jour. Cette crainte est due à l'expansion de l'actif, du passif et des activités hors bilan des établissements basés dans ces centres, ainsi qu'au développement des relations interbancaires. En particulier, on craint que les centres financiers offshore deviennent un foyer de contagion en cas de crise financière. Le Groupe de travail était chargé de faire une évaluation générale de l'utilisation des centres financiers offshore et plus particulièrement d'analyser leurs progrès en matière de mise en œuvre des normes prudentielles et des normes de divulgation internationale et de respect des accords internationaux concernant l'échange de renseignements entre organes de contrôle et d'autres renseignements utiles pour la lutte contre la fraude financière et le blanchiment d'argent.

A cet effet, le Groupe de travail a fait une enquête visant à déterminer dans quelle mesure les centres financiers offshore respectaient les normes internationales de contrôle définies par le BCBS, l'IAIS et l'OICV (c'est-à-dire les normes concernant la banque, l'assurance et le commerce de valeurs). Cette enquête a été faite au moyen de deux

questionnaires, l'un destiné aux organes de contrôle de trois grands centres financiers et l'autre à 37 centres financiers offshore. Le premier avait pour but d'obtenir l'avis des organes de contrôle sur la qualité de la réglementation et de la supervision dans les centres offshore dont ils ont une certaine connaissance et sur la qualité de la coopération avec les organes de contrôle des centres offshore. Le

second visait à obtenir des renseignements sur les relations entre les centres offshore et les organes de contrôle du pays d'origine des fournisseurs de services financiers qui opèrent dans ou depuis ces centres (par le biais de filiales ou de succursales). L'enquête a conduit le Groupe de travail à répartir les centres offshore entre trois catégories : i) ceux généralement

considérés comme coopératifs, exerçant un contrôle étroit et respectant dans l'ensemble les normes internationales; ii) ceux qui ont bien créé des mécanismes de contrôle et de coopération mais dont le fonctionnement est insatisfaisant par rapport aux normes internationales et appelle des améliorations sensibles; iii) ceux qui sont généralement considérés comme laxistes et non coopératifs et qui ne font guère d'efforts pour respecter les normes internationales. Toutefois, plusieurs organes de contrôle de centres offshore ont estimé que la façon dont l'enquête avait été menée ne leur avait pas donné une possibilité suffisante d'auto-évaluer leur réglementation et la qualité de leur contrôle, ce qui aurait été plus conforme à l'esprit du rapport en ce qui concerne le programme proposé pour l'évaluation future de l'application des normes par les centres offshore. L'une des étapes prévues est une auto-évaluation, conduite avec l'aide de spécialistes extérieurs du contrôle des établissements financiers (FSF, 2000d : 56-60). De façon générale, les centres financiers offshore ne rencontrent guère de sympathie dans la communauté internationale. Toutefois, si l'on veut faire avancer les initiatives mondiales de normalisation, il faut faire preuve d'équité en ce qui concerne les différents aspects de l'application des normes aux différentes parties intéressées³⁹.

Si l'on veut faire avancer les initiatives mondiales de normalisation, il faut faire preuve d'équité en ce qui concerne les différents aspects de l'application des normes aux différentes parties intéressées.

D. Application, sanctions et incitations

L'application des normes est un processus complexe qui comporte plusieurs étapes. La première étape définie dans la stratégie de l'équipe de travail du FSF (FSF, 2000a, sect. 3) est d'obtenir un consensus international sur les normes. Ensuite, il faut déterminer des priorités pour pouvoir gérer l'application des normes, travail qui a conduit à l'élaboration de la liste des normes essentielles reprises au tableau 4.1. Après cela, il faut établir des plans d'action nationaux. Les principaux intervenants à ce stade sont les gouvernements, qui peuvent consulter les institutions financières multilatérales et les organismes de normalisation et obtenir différentes formes d'assistance technique. Une fois les plans mis en œuvre, ils doivent être évalués, non seulement par les autorités nationales compétentes, mais aussi par les institutions financières multilatérales, les organismes de normalisation et peut-être d'autres; à cette étape, il faut aussi fournir une assistance financière. Un autre aspect du processus consiste à diffuser des renseignements sur les progrès accomplis, en particulier à l'intention des agents économiques tels que les créanciers et les investisseurs.

L'application des normes doit aussi être encouragée par des sanctions et des incitations officielles ou économiques, qui sont très liées entre elles⁴⁰. Parmi les mesures officielles, l'assistance technique mentionnée plus haut est importante. On peut aussi intégrer l'évaluation de l'application des normes dans l'évaluation des politiques et dans les conditions auxquelles sont subordonnés les financements officiels (en particulier ceux fournis par les institutions multilatérales), et tenir compte du degré de respect des normes dans les décisions relatives à l'admission à des organismes internationaux et dans la réglementation et le contrôle des filiales étrangères d'établissements financiers. Dans certains cas, l'équipe de travail du FSF n'a fait que souscrire à des mesures déjà prises ou préconiser d'aller plus loin, mais dans d'autres les sanctions et incitations suggérées n'ont pas fait l'objet de

décisions officielles et l'équipe de travail elle-même était consciente de leurs éventuels inconvénients.

Pour ce qui est des mesures déjà prises, l'évaluation de l'application des normes financières est maintenant intégrée dans le mécanisme d'évaluation des politiques du FMI en vertu de l'article IV (qui tient compte des conclusions du FSAP mentionnées à la sous-section B.2). Une des conditions qu'un pays doit remplir pour obtenir un financement par la ligne de crédit préventive (LCP)⁴¹ est une évaluation positive, à l'occasion des dernières consultations au titre de l'article IV, des progrès qu'il a accomplis en matière d'application de normes acceptées sur le plan international. Il semble par ailleurs qu'on cherche à intégrer l'application des normes dans les conditions auxquelles sont subordonnées les facilités du FMI. En particulier, des mesures concernant l'application et le respect de certaines normes ont été incluses dans certains programmes de pays du FMI. Enfin, dans plusieurs pays, l'accès au marché d'un établissement financier étranger est déjà subordonné à la qualité du contrôle exercé par son pays d'origine et les incitations proposées par l'équipe de travail devraient probablement renforcer cette condition.

On peut envisager plusieurs sanctions et incitations officielles qui n'existent pas actuellement et ne constitueraient pas simplement une extension ou un renforcement de mesures existantes. Par exemple, on pourrait réserver la participation à des organismes comme l'OICV, les organes de Bâle qui s'occupent de réglementation et de contrôle financier ou l'OCDE aux pays qui réalisent suffisamment de progrès en matière d'application des normes. Toutefois, comme le fait observer l'équipe de travail du FSF, cela aurait un effet pervers en supprimant une forme d'émulation. On pourrait aussi différencier les coefficients de pondération appliqués aux contreparties pour le calcul des ratios de fonds propres en fonction du degré de respect des normes des pays ou territoires dans lesquels ces contreparties opèrent. Cela suppose une évaluation fiable du degré de

Une des conditions qu'un pays doit remplir pour obtenir un financement par la ligne de crédit préventive est une évaluation positive des progrès qu'il a accomplis en matière d'application de normes acceptées sur le plan international.

respect des normes, qui n'existe pas encore et pourrait être difficile à réaliser dans certains cas. Néanmoins, certaines propositions actuellement examinées vont dans ce sens (BCBS, 1999)⁴². On pourrait renforcer le contrôle et prendre d'autres mesures de réglementation visant les filiales ou succursales dont la société mère est domiciliée dans un pays où les normes sont laxistes. Par exemple, on pourrait restreindre les opérations entre sociétés affiliées et contrôler de plus près l'identification des clients. Comme le relève le FSF, il faudrait pour cela donner aux organes de contrôle du pays d'accueil tous les renseignements pertinents concernant le respect des normes en question. Autre difficulté, il faudrait obtenir une coordination suffisante pour éviter la fuite vers des centres financiers plus laxistes.

Les participants considèrent que le respect des normes est moins important que l'adéquation du cadre juridique et judiciaire du pays, le risque politique et les données économiques et financières fondamentales.

On a déjà commencé à évaluer l'efficacité et l'opportunité des sanctions et incitations officielles et économiques pour promouvoir l'application des normes. Le programme d'évaluation des secteurs financiers (FSAP)⁴³ et la surveillance au titre de l'article IV des Statuts du FMI joueront inévitablement un rôle essentiel dans ce processus. Parmi les thèmes de la surveillance figureront les progrès accomplis en matière de respect des normes et le renforcement du secteur financier de façon plus générale. Ce processus exhaustif et donc coûteux d'évaluation devrait lui-même faire l'objet d'une évaluation permanente par un organe relativement indépendant. Cela pourrait devenir un des principaux rôles du FSF, mais le fait que plusieurs organismes importants responsables de l'évaluation de l'application des normes en font partie pourrait lui rendre la tâche plus difficile.

L'efficacité des sanctions et incitations économiques dépend du degré auquel les agents économiques emploient les renseignements disponibles sur le respect des normes dans un pays pour évaluer les risques et déterminer en conséquence la note de crédit, la prime d'intérêt et les limites d'exposition et prendre leurs décisions en matière de crédit et d'investissement. Il faut donc i) que les agents économiques connaissent les normes internationales, ii) qu'ils les jugent pertinentes pour l'évaluation des risques, iii) qu'ils aient accès à des renseignements sur la façon dont les normes sont respectées et iv) qu'ils emploient ces renseignements dans leur processus d'évaluation des risques (FSF, 2000a). Le rôle des pouvoirs publics pourrait consister à promouvoir la publication des renseignements pertinents et à exercer des pressions pour inciter les agents économiques à tenir compte du respect des normes pour prendre leurs décisions.

L'efficacité des sanctions et incitations économiques suppose qu'elles soient intégrées dans les pratiques des agents économiques. On ne dispose à cet égard que d'une expérience relativement brève, mais le FSF a demandé à des opérateurs de lui donner leur avis pour faire une première évaluation, essentiellement dans le cadre d'échanges officiels avec des représentants d'une centaine d'établissements financiers dans 11 pays et territoires (FSF, 2000^e, sect. III)⁴⁴. Ce travail a montré que les intéressés n'étaient pas très familiers avec les 12 normes essentielles du tableau 4.1, les plus connues étant la norme spéciale de diffusion des données (NSDD) et les normes comptables internationales (IAS). Rares étaient les établissements financiers qui tenaient compte du degré auquel un pays respectait les normes pour prendre leurs décisions en matière d'investis-

sements et de crédits, même si le degré de respect de la NSDD a une certaine influence sur la note de crédit. En général, les participants considèrent que le respect des normes est moins important que l'adéquation du cadre juridique et judiciaire du pays, le risque politique (souvent considéré comme plus important que le risque lié au laxisme de la réglementation ou du contrôle) et les données économiques et financières fondamentales. Les agences de notation, qui sont en général plus familières avec les normes et avec les évaluations déjà faites, considèrent néanmoins que le dialogue direct avec les autorités nationales leur permet de mieux comprendre la qualité de la réglementation et du contrôle, de la politique et de l'information, ainsi que de l'infrastructure du marché⁴⁵.

A l'heure actuelle, on ne peut faire qu'une évaluation très provisoire de l'application des normes et de l'efficacité des incitations. Tout le monde s'accorde sur le fait que le coût administratif de l'application des normes et de son évaluation peut être considérable, mais en revanche l'efficacité des mesures proposées pour l'alléger reste à démontrer. La mise en place de sanctions et d'incitations officielles est encore au stade de l'examen préalable dans de nombreux cas et ne sera pas nécessairement décidée. Le FMI commence seulement à intégrer le respect des normes dans ses conditions, et cette intégration reste très controversée. Pour que les sanctions et incitations économiques aient une incidence sur l'application des normes, il faudra probablement beaucoup de temps, comme le montre le fait que les établissements financiers considèrent que d'autres facteurs sont plus importants: en effet, pour les établissements financiers qui opèrent sur les marchés, le facteur prépondérant est la qualité du

Encadré 4.1

LES RATIOS DE FONDS PROPRES DE L'ACCORD DE BÂLE

L'Accord de Bâle de 1988 sur les fonds propres a été le fruit d'une initiative visant à mettre au point des normes prudentielles plus uniformes en ce qui concerne les fonds propres exigés pour couvrir le risque de crédit des banques. Il s'agissait de renforcer le système bancaire international et de promouvoir la convergence des ratios de fonds propres appliqués par les différents pays, afin d'éliminer les inégalités entre banques résultant de différences à cet égard. Les principaux aspects de l'Accord sont un instrument commun pour déterminer le montant des fonds propres à prendre en compte, un cadre commun pour évaluer les éléments d'actif des banques en tenant compte du risque de crédit (y compris pour les éléments dits hors-bilan), et un ratio de fonds propres de 8% de l'actif pondéré en fonction du risque. Depuis, l'Accord a fait l'objet de diverses modifications et interprétations, concernait notamment la définition des fonds propres, la réduction du risque pouvant être obtenue par une compensation bilatérale sous certaines conditions, l'application de l'Accord aux mécanismes de compensation multilatéraux, la prise en compte des crédits garantis par des titres émis par certaines entités du secteur public de l'OCDE et la réduction du coefficient de pondération des risques associés aux créances sur des sociétés de commerce de valeurs réglementées. En parallèle, le Comité de Bâle a continué de travailler sur d'autres risques bancaires, travail dont le principal résultat concret a été la modification de l'Accord de 1988 visant à y intégrer le risque de marché, modification qui a été adoptée en 1996. L'Accord de 1988 avait été conçu pour s'appliquer aux banques des pays membres du Comité de Bâle actives sur le plan international, mais ces effets ont été beaucoup plus larges et en 1999 il faisait partie de la réglementation prudentielle des banques de plus de 100 pays, y compris celles qui n'opèrent que sur le marché national.

Depuis 1988, l'Accord de Bâle a fait l'objet de critiques diverses : il ne tiendrait pas suffisamment compte de la réduction du risque pouvant être obtenue par la diversification, il forcerait les banques à restreindre le crédit et il attribuerait de façon arbitraire un coefficient de pondération non différencié à certains risques de crédit. En ce qui concerne le risque pays, sauf rares exceptions, le coefficient de pondération ne faisait de distinction qu'entre les pays membres de l'OCDE et les autres, ce que certains pays en développement jugeaient discriminatoire et injustifié. Après les crises financières des années 90, on a commencé à s'intéresser à la contribution de l'Accord à la stabilité financière générale. On s'est en particulier inquiété du fait que les coefficients de pondération prévus pouvaient inciter à accroître les prêts interbancaires à court terme, qui ont joué un rôle important dans la volatilité des mouvements de capitaux durant ces crises.

En réponse, le Comité de Bâle a lancé une révision complète de l'Accord de 1988. Sa première proposition à cet effet, document intitulé *A New Capital Adequacy Framework* (ci-après dénommé le nouveau Cadre), publiée en juin 1999, s'appuie sur trois piliers : i) des ratios de fonds propres calculés sur la base de coefficients de pondération mieux liés au risque de crédit que ceux de l'Accord de 1988; ii) un contrôle prudentiel des ratios de fonds propres, sur la base de principes qualitatifs bien définis; et iii) la discipline exercée par le marché, qui suppose une information fiable et à jour. Au début de 2001 (au moment de l'achèvement du présent rapport), le Comité de Bâle a publié un nouvel ensemble de propositions tenant compte des observations faites par les banques et les organes de contrôle bancaire du monde entier.

Le nouveau Cadre propose deux approches fondamentales du calcul du ratio de fonds propres : l'approche normalisée et l'approche fondée sur la notation interne. Un des éléments essentiels de l'approche normalisée est qu'il est proposé de faire appel aux agences de notation pour déterminer le coefficient de pondération à appliquer aux différents risques de crédit. L'approche fondée sur la notation interne est encore provisoire et elle exigera des garanties suffisantes en ce qui concerne des aspects tels que le calcul des coefficients de pondération et la comparabilité.

Quoi qu'il en soit, elle sera probablement réservée, dans les propositions révisées, aux banques qui ont des mécanismes assez perfectionnés de gestion du risque de crédit.

La proposition d'employer les évaluations faites par les agences de notation des débiteurs pour déterminer les coefficients de pondération a été très controversée. La critique la plus importante est sans doute que, selon de nombreux observateurs, les résultats obtenus jusqu'à présent par les principales agences de notation, notamment pour ce qui est de déterminer la probabilité d'une menace sérieuse de défaillance des Etats, ne sont pas suffisamment fiables. Une grande partie des critiques récentes ont été motivées par la crise asiatique de la fin des années 90, durant laquelle les agences de notation ont brutalement abaissé dans des proportions considérables la note de certains des pays concernés. On craint donc que, si les notes attribuées par les agences ne font que refléter le sentiment du marché voire, ce qui serait pire encore, s'alignent après coup, elles puissent accentuer la volatilité du marché du crédit et aggraver ainsi les crises financières. Il se pourrait donc qu'en s'appuyant sur les agences de notation pour pondérer les risques de crédit, les nouvelles normes exacerbent l'instabilité du crédit bancaire.

Les analyses statistiques¹ des effets des annonces des agences de notation sur la solvabilité ou le coût des emprunts d'un pays font apparaître une forte corrélation entre les changements de note et la prime de rendement des obligations libellées en dollars par rapport aux obligations du Trésor des Etats-Unis de même échéance. Toutefois, cela ne nous dit pas où est la cause et où est l'effet. Ce n'est que si les modifications de note annoncées par les agences sont antérieures à la dégradation du marché qu'on peut raisonnablement les créditer d'une véritable capacité de prévoir le risque de crédit. Toutefois, les travaux qui ont été faits sur ce point ne confirment guère cette hypothèse. Au contraire, ils aident à expliquer pourquoi la plupart des milieux officiels s'opposent à ce qu'on emploie les notes de crédit des grandes agences pour déterminer le ratio de fonds propres des banques, et pas seulement dans les pays en développement et en transition; il convient de relever que les agences de notation elles-mêmes paraissent assez réticentes à cet égard.

On peut aussi s'interroger sur l'utilisation des évaluations des agences de notation à des fins de politique économique. Les notes des grandes agences jouent déjà un rôle dans la réglementation de plusieurs pays. Aux Etats-Unis par exemple, elles sont employées pour définir les titres considérés comme spéculatifs aux fins de l'application des règles qui régissent les portefeuilles des banques et des compagnies d'assurance. Quoi qu'il en soit, les propositions contenues dans le nouveau Cadre accroîtraient sensiblement l'influence des grandes agences de notation et pourraient facilement durcir le contrôle et la réglementation.

Autre objection, les agences de notation n'étudient qu'une petite proportion des entreprises. Même dans l'Union européenne, d'après une estimation provisoire de la Commission européenne, le nombre d'entreprises notées par les principales agences ne dépasse pas 1 000. En Inde, pour prendre l'exemple d'un pays en développement, au début de 1999, sur un total de 9 640 emprunteurs ayant une ligne de fonds de roulement auprès d'une banque, 300 seulement avaient été notés (Reserve Bank of India, 2000 : 13-14). Certes, comme nous l'avons indiqué, le nouveau Cadre prévoit une autre possibilité que l'utilisation des notes de crédit, à savoir la notation interne, qui serait réservée aux banques ayant des capacités suffisantes. Toutefois, les autres banques devront continuer d'employer les coefficients de pondération proposés dans le nouveau cadre pour les créances sur des clients non notés. Comme cette solution est très peu satisfaisante, différents intéressés ont demandé que, dans ses propositions révisées, le Comité de Bâle donne une plus grande place à la notation par des agences nationales (par opposition aux grandes agences internationales), ce que le nouveau Cadre n'exclut pas à condition que ces agences répondent à certains critères.

Pour ce qui est de la stabilisation des crédits bancaires internationaux au moyen de mesures visant à mieux maîtriser l'exposition interbancaire à court terme, les propositions du nouveau Cadre sont généralement jugées encore insuffisantes, car selon une des options proposées pour la pondération du risque de crédit, les créances d'une durée initiale allant jusqu'à six mois, sur des banques dont la note de crédit s'inscrit dans une très large fourchette, auraient un coefficient moins élevé que les créances d'une échéance plus longue (avec un minimum). Au vu des événements récents, il serait peut-être bon de se montrer plus restrictif en matière de créances interbancaires à court terme.

¹ Résumées dans Cornford (2000a, sect. VI.A).

cadre juridique et judiciaire, dont l'amélioration est un des objectifs des normes. Cela vaut également à des degrés divers pour le risque politique (les participants ont notamment mentionné le risque de nationalisation et de réorientation radicale des politiques) et les données économiques et financières fondamentales. Si l'on veut que le respect des normes soit un facteur pris en compte dans le processus de décision des agents économiques, le problème, du moins à moyen terme, est de savoir par où commen-

cer. En effet, c'est justement en tenant compte du degré de respect des normes pour prendre leurs décisions en matière de crédit et d'investissement que les agents économiques sont censés apporter une contribution importante à l'application de ces normes. Toutefois, dans un premier temps le degré de respect des normes n'a qu'une incidence minimale sur la solvabilité et le climat de l'investissement dans un pays. Tant qu'il en est ainsi, les intervenants continueront de considérer cet aspect comme secondaire.

E. Normes, régimes financiers et stabilité financière

Comme nous l'avons déjà indiqué, pour de nombreux pays les améliorations décrites ci-dessus nécessiteront des modifications profondes et pourraient prendre beaucoup de temps. Cela vaut en particulier pour la réforme du cadre juridique et réglementaire et l'incorporation des normes dans les pratiques des entreprises, sans lesquelles ces réformes ne pourront pas déployer tous leurs effets. Si, dans les pays en développement et en transition, ce processus ne peut être que progressif et difficile, cela n'est nécessairement pas dû à une incompétence législative ou administrative ou au manque de volonté politique. Pour déréglementer le secteur financier dans les pays de l'OCDE ou mettre en place un régime unique dans l'Union européenne pour les activités bancaires et financières, processus qui ont tous deux rencontré des obstacles et des contraintes similaires à ceux qu'on trouve lorsqu'on essaie de mettre en place des normes financières uniformes à l'échelle mondiale, il a fallu plusieurs décennies⁴⁶.

Les limites de l'efficacité du renforcement des normes et des réformes juridiques et réglementaires connexes sont dues à plusieurs facteurs. L'un d'entre eux est que les normes ont été mises en place pour répondre à des problèmes passés, si bien qu'elles ne sont pas toujours adaptées aux innovations. En outre, une grande partie des normes visées par les initiatives récentes concernent le comportement des agents économiques et le fonctionnement des entreprises et des marchés. Une amélioration de ce comportement et de ce fonctionnement pourrait réduire la fréquence et l'ampleur des phénomènes d'instabilité systémique, mais ne les supprimerait pas. Le renforcement des normes permettra peut-être de déceler plus facilement les abus et les fraudes, mais

ceux-ci ne disparaîtront pas. La faillite de la Banque Barings au début de 1995 montre que des irrégularités commises dans un seul établissement peuvent provoquer une déstabilisation considérable. Surtout, les crises systémiques dans le secteur financier sont souvent liées de très près à la dynamique macroéconomique et à des événements internationaux qui ne touchent pas que le secteur financier d'un pays. Dans l'idéal, on pourrait penser qu'il faudrait mettre en place des normes de politique macroéconomique visant à éviter des phénomènes tels que les cycles de surchauffe qui ont souvent été à l'origine de crises financières. Toutefois, comme nous l'avons déjà relevé à la sous-section B.1, les codes de bonnes pratiques macroéconomiques mentionnés au tableau 4.1 portent sur la transparence et les questions de forme et non sur la teneur de la politique macroéconomique elle-même.

Le domaine crucial du contrôle bancaire montre bien les limites des normes. Pour commencer, il faut analyser le processus d'agrément des banques. Dans certains pays, les critères ont longtemps été conçus avant tout pour garantir la compétence et l'intégrité des actionnaires et dirigeants. Toutefois, l'agrément est souvent employé pour d'autres objectifs, par exemple pour éviter la prolifération de banques, pour entraver la constitution de grands conglomérats financiers et pour limiter le poids des banques étrangères ou, dans le cas de filiales, pour s'assurer que la société mère soit convenablement contrôlée dans son pays d'origine. L'agrément bancaire a parfois des liens, en général indirects, avec la stabilité du secteur financier, mais ne peut pas empêcher les crises ou les grandes déstabilisations. La réglementation prudentielle et son application sont un

autre aspect majeur du contrôle bancaire, qui vise notamment à garantir que les banques aient un encadrement et un contrôle interne suffisants, mais aussi à les obliger à respecter certains ratios de fonds propres⁴⁷. Un des buts essentiels des ratios de fonds propres est de faire en sorte que chaque établissement financier soit capable de supporter des pertes, de façon à protéger les déposants. Les fonds propres exigés pour couvrir le risque de crédit et le risque de marché ont aussi manifestement pour but de renforcer la gestion du risque financier lié à l'actif et au passif, ainsi que d'inciter les banques à fixer convenablement le prix de leurs produits et services. Du fait qu'ils renforcent les établissements financiers, les ratios de fonds propres réduisent la probabilité d'une crise financière majeure due à la défaillance d'une seule banque, et protègent aussi les établissements financiers contre les phénomènes d'instabilité d'origine externe. Toutefois, c'est là que s'arrête sa contribution à la stabilité financière. Il existe d'autres règles prudentielles visant des questions telles que l'exposition au risque de change, les risques liés à des créances importantes sur une contre-partie ou sur un groupe de contre-parties liées, la liquidité, le provisionnement des créances improductives, la consolidation des états financiers et le risque pays. Ces règles ont les mêmes objectifs que les ratios de fonds propres et leur efficacité a les mêmes limites.

Ces limites s'expliquent en partie par les considérations exposées en ce qui concerne les limites des normes en général. La réglementation financière doit constamment s'adapter pour suivre l'innovation et n'y parvient pas toujours. On ne peut donc pas exclure que de nouvelles pratiques ou transactions, encore insuffisamment réglementées, provoquent une crise financière. En outre, et cela est en grande partie dû à l'innovation financière, il est difficile d'obtenir la transparence requise pour l'efficacité de la réglementation et du contrôle, et ce problème est devenu très important ces dernières années. Les bilans des établissements financiers sont de plus en plus complexes et obscurs, ce qui réduit leur utilité pour les organes de réglementation. Il est donc peu probable que la tension entre l'innovation financière et l'efficacité de la réglementation des marchés financiers modernes disparaisse. En théorie, on pourrait envisager un durcissement de la réglementation suffisant pour éliminer presque tous les risques liés à l'innovation, mais cela ne serait pas politiquement acceptable dans un pays qui attache de l'importance au dynamisme du secteur financier.

Le facteur qui contribue le plus à limiter l'efficacité de la réglementation et du contrôle est probablement que la stabilité financière est indissociable de la stabilité macroéconomique⁴⁸. La

plupart des éléments d'actifs des banques peuvent se dévaloriser lorsque la conjoncture se dégrade. Tant que le système économique reste caractérisé par des cycles d'expansion et de contraction financières, les actifs bancaires resteront exposés à ce phénomène de détérioration imprévisible⁴⁹. Lorsque la crise bancaire est associée à une crise monétaire et que la surchauffe est alimentée non seulement par des ressources intérieures mais aussi par des financements internationaux (comme cela s'est produit dans de nombreux pays en développement ces derniers temps), le processus est attisé par des facteurs similaires à ceux qu'on voit à l'œuvre dans les cycles purement internes. Ces facteurs sont notamment la

La réglementation financière doit constamment s'adapter pour suivre l'innovation et n'y parvient pas toujours.

précarité des créanciers et des investisseurs, qui est due en partie aux situations que leurs prêts et leurs investissements ont justement contribué à créer, mais aussi la concurrence à l'intérieur du secteur financier. En outre, les investisseurs et créanciers ne sont que trop facilement disposés à adhérer à l'illusion collective, le risque de crédit est mal évalué (en particulier dans le cas des opérations transfrontières, parce que les créanciers connaissent mal les emprunteurs et l'économie du pays où ils opèrent) et les responsables de crédit sont soumis à des objectifs irréalistes de rentabilité du capital. Dans les cycles de surchauffe ayant une dimension internationale, un autre facteur macroéconomique, le taux de change, joue un rôle important. Au début, les capitaux sont en général attirés par des perspectives de rendement qui impliquent qu'il n'y aura pas de dévaluation. Dans la plupart des cas, il y a un jour ou l'autre une brutale dévaluation entraînant une sortie massive de capitaux qui a souvent des effets dévastateurs sur l'endettement et le revenu réels de nombreux agents économiques.

Pour l'analyse des interactions entre les différents types d'instabilité financière et des difficultés que soulève la gestion des risques financiers, aussi bien dans le contrôle interne des banques que dans leur contrôle externe, la notion de « risque de concentration latent » (employée dans certaines études récentes pour désigner les problèmes liés à des corrélations imprévisibles entre différentes défaillances) peut être pertinente. En outre, elle aide à mettre en relief les liens qui existent entre l'incertitude d'une part et les limites du contrôle bancaire d'autre part⁵⁰. Traditionnellement, les organes de réglementation et de contrôle des banques cherchent à réduire le risque de concentration en limitant le montant qui peut être prêté à un emprunteur donné. A cet effet, on entend généralement par « emprunteur » tout groupe de contre-parties liées par des participations croisées, des garanties réciproques, un actionnariat ou des

administrateurs communs, ou une autre forme d'interdépendance commerciale à court terme. Toutefois, dans les cycles de surchauffe apparaît un risque dû à la concentration latente, du fait que la crise entraîne une détérioration de la situation financière de contre-parties apparemment indépendantes les unes des autres en temps normal. Il semble bien que dans tous les cycles de surchauffe on assiste à une aggravation brutale de ce risque de

concentration latente, du fait que les créanciers affluent en masse dans un secteur ou une région pendant un certain temps, jusqu'au moment où ils se précipitent tous vers la sortie. On peut dans une certaine mesure limiter ce risque par des prescriptions prudentielles, par exemple en ce qui concerne la réserve générale et les fonds propres requis pour couvrir le risque de crédit, mais leur efficacité a des limites.

Notes

1. Le Forum pour la stabilité financière a été créé par les Ministres des finances et les Gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des sept en février 1999 pour promouvoir la stabilité financière internationale en améliorant l'échange d'informations et la coopération en matière de contrôle des établissements financiers. Ses membres sont des représentants des autorités responsables de la stabilité financière dans certains pays de l'OCDE, à Hong-Kong (Chine) et à Singapour, des principales institutions internationales de financement et des organismes internationaux de contrôle et de réglementation, ainsi que des experts des banques centrales.
2. Ainsi, lorsqu'en 1984 la Commission présidentielle des Etats-Unis sur le crime organisé a publié un rapport concernant participation de la société Deak and Co. au blanchiment d'argent, deux des filiales de celle-ci (Deak Perera Wall Street et Deak Perera International Banking Corporation) ont été accusées à la faillite à cause de retraits massifs de fonds.
3. Cet aspect est souligné dans Drage, Mann and Michael (1998 : 77-78).
4. La distinction entre réglementation et contrôle des banques, dans la littérature, n'est pas très claire. On peut dire en gros que la réglementation désigne l'ensemble des règles, aussi bien celles qui figurent dans la législation bancaire que celles qui concernent les instruments et méthodes des autorités de réglementation. On entend par contrôle l'application de ces règles, par exemple l'agrément des banques, le contrôle permanent, sur place ou sur dossier, des établissements bancaires, la répression, la gestion des crises, le fonctionnement de l'assurance des dépôts et les procédures de règlement des faillites bancaires. Cette distinction est similaire à celle faite par Lastra (1996 : 108).
5. Le BCBS se compose de représentants des banques centrales et des organes de contrôle des pays suivants : Allemagne, Belgique Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. Pour une analyse de la façon dont les normes du BCBS ont été acceptées par des pays qui n'en sont pas membres, surtout pour ce qui est des ratios de fonds propres des banques, voir Cornford (2000a, sect. III).
6. Pour un exposé de ces évaluations, voir FMI (2000b).
7. Afrique du Sud, Allemagne, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chili, Chine, Commission bancaire de l'Union monétaire ouest-africaine, Etats-Unis, Fédération de Russie, France, Hong-Kong (Chine), Inde, Italie, Japon, Mexique, Pays-Bas, République de Corée, République tchèque, Royaume-Uni et Singapour. Sont également représentés la Commission européenne, le Financial Stability Institute, le FMI et la Banque mondiale.
8. Ainsi, dans le document du FMI mentionné plus haut en ce qui concerne les résultats des premières évaluations, on peut lire qu'en raison du manque de personnel et de temps, les évaluations ne sont pas toujours aussi approfondies qu'il le faudrait pour déceler toutes les carences sous-jacentes. En outre, il est difficile d'évaluer si les effectifs et les compétences des services de contrôle, ainsi que les compétences des banquiers privés sont suffisants. Pour faire une évaluation valable du contrôle bancaire, il faut des enquêtes approfondies sur place, comprenant des entretiens avec les responsables du contrôle et des banquiers et permettant de se faire une bonne idée des capacités institutionnelles et de l'efficacité du contrôle (FMI, 2000b, par. 57).
9. Ainsi, en 1996, avant le déclenchement de la crise financière en Asie de l'Est, selon les estimations officielles, le ratio de fonds propres des banques en République de Corée, pondéré en fonction du risque, était supérieur à 9%. Toutefois, si l'on avait employé des règles de comptabilité plus proches des normes internationales, l'ensemble des créances improductives aurait été supérieur au total des fonds propres (Delhaise, 1998 : 115). Au milieu des années 90, dans plusieurs des pays touchés par la crise, les normes de fonds propres de l'Accord de Bâle de 1988 avaient été intégrées dans le régime juridique des banques (voir *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, première partie, chap. III,

- encadré 3). Toutefois, en l'absence de règles appropriées pour l'évaluation des actifs des banques, ces normes n'avaient pas grand sens pour bon nombre des établissements auxquels elles étaient censées s'appliquer.
10. Pour un tour d'horizon des pratiques comptables et autres règles d'information financière prévues par le régime de réglementation de 23 pays, pour la plupart industriels, qui met en évidence l'ampleur des insuffisances par rapport aux pratiques considérées comme optimales sur le plan international dans la première moitié des années 90, voir Cornford (1999, sect. III).
 11. Ce cadre d'analyse des politiques visant à assurer la stabilité du secteur financier est souvent employé par William White de la BRI (White, 1996 : 23).
 12. Traditionnellement, les opérations sur devises s'appuient sur les systèmes de paiement nationaux pour le transfert de fonds entre les banques correspondantes des pays dont les devises sont concernées. Par exemple, dans le cas d'un ordre de paiement international transmis entre banques par la Société mondiale des télécommunications financières interbanques (réseau SWIFT), entreprise privée qui transmet des messages financiers pour le compte des banques membres du système et des autres établissements financiers agréés de 88 pays, les banques doivent s'occuper du règlement et de la compensation elles-mêmes, soit au moyen de relations bilatérales entre banques correspondantes, soit en transmettant des ordres au système national de transferts interbancaires.
 13. L'OICV est un groupe qui réunit des organes de réglementation des opérations sur titres (organes officiels ou organes d'autorégulation) de plus de 90 pays. Elle a été créée en 1984 et c'est une organisation privée sans but lucratif dont les principaux objectifs sont de coopérer pour améliorer la réglementation des marchés, l'échange d'information, la normalisation et l'assistance mutuelle afin de protéger l'intégrité du marché.
 14. Pour un commentaire des principes fondamentaux et une analyse de l'historique de cette initiative, voir Sawyer et Trundle (2000). (John Trundle, de la Banque d'Angleterre, a présidé l'équipe de travail qui a formulé les principes fondamentaux).
 15. Plus précisément, cette initiative a été prise en réponse à la conclusion d'un groupe de travail spécial sur la stabilité financière dans les pays émergents, créé après le Sommet de 1996 du Groupe des sept, concernant le rôle essentiel de la fiabilité du système de paiement dans le fonctionnement des économies de marché, ainsi qu'aux préoccupations croissantes des pays émergents eux-mêmes concernant cette question. Voir document ronéotypé du Groupe de travail sur la stabilité financière dans les pays émergents : *Financial stability in emerging market economies : A strategy for the formulation, adoption and implementation of sound principles and practices to strengthen financial systems* (avril 1997, chap. II).
 16. Dans un système multilatéral de compensation, chaque participant compense ses obligations envers l'ensemble des autres participants tout au long d'une période déterminée (généralement un jour) et règle le débit ou le crédit en suspens à la fin de la période par l'intermédiaire de l'agent commun du système.
 17. La deuxième partie du rapport est une réponse aux nombreuses observations suscitées par la première partie, selon lesquelles il fallait plus de précisions pour l'interprétation et l'application des principes.
 18. Ce programme vise à évaluer la vulnérabilité du secteur financier des différents pays et à définir les interventions prioritaires, en s'appuyant notamment sur les normes convenues à l'échelon international dans ce domaine.
 19. L'IASC a été créé en 1973 par les principaux ordres d'experts-comptables et regroupe aujourd'hui plus de 130 organes de ce type, qui représentent plus de 100 pays. Les entités concernées par les normes comptables internationales sont non seulement les ordres d'experts-comptables, les sociétés internationales d'experts-comptables, les sociétés transnationales et les autres créanciers et investisseurs internationaux, mais aussi des organismes comme les fédérations syndicales internationales qui ont leur mot à dire dans les affaires commerciales transfrontières.
 20. Dans une étude faite en 1997, le Financial Accounting Standards Board (FASB) des Etats-Unis a recensé 255 divergences entre les normes des Etats-Unis et les normes internationales, dont bon nombre ont été jugées importantes. Voir Scott et Wellons (2000 : 67). Pour une analyse plus détaillée du *IASC-US Comparison Project*, travail qui a été à l'origine de cette conclusion, voir Grossfeld (2000).
 21. Dans la première moitié des années 90, on a fait une enquête parmi les investisseurs institutionnels, les entreprises, les promoteurs d'émission de titres et les organes de réglementation (citée dans Iqbal, Melcher et Elmallah, 1997 : 34), qui a montré que les domaines dans lesquels il serait le plus difficile de concilier les pratiques des différents pays étaient les suivants : comptabilisation des éléments incorporels, impôts différés, évaluation des stocks, méthodes d'amortissement, réserves discrétionnaires, évaluation des actifs fixes, retraites, opérations en devises, crédit-bail, consolidation des états financiers et exigences de divulgation financière.
 22. La Fédération internationale des comptables a été créée en 1977 pour formuler des normes internationales en matière d'audit et de questions connexes. Elle a un accord avec l'IASC qui prévoit une étroite coopération et des consultations mutuelles et les organes qui sont membres de l'une sont automatiquement membres de l'autre.
 23. Cet argument est étayé par de nombreuses études de cas provenant de l'histoire des entreprises des Etats-Unis dans Kennedy (2000, part 1).
 24. Les mécanismes proposés plus loin, à la section B du chapitre VI, pour un règlement ordonné des problèmes d'endettement transfrontières, supposent

- qu'il existe des régimes de règlement des faillites satisfaisants à l'échelle nationale.
25. L'exposé qui suit s'appuie beaucoup sur le travail du Groupe des 30 (2000, chap. 2, sect. 1).
 26. Cela a récemment été souligné dans une publication de l'OCDE: « L'incidence des crises bancaires et leur coût pour les pays concernés est considérable et les effets systémiques de la faillite d'un grand établissement bancaire sont d'un ordre de grandeur très différent de ceux de la faillite des petits établissements. En particulier, le coût du sauvetage d'un très grand établissement pourrait être élevé par rapport aux ressources du pays dans lequel il est domicilié. Il est difficile de dire si l'accroissement de la taille des établissements bancaires et, peut-être, l'élargissement de leur champ d'action géographique, accroissent le risque de faillite. Quoi qu'il en soit, il y a des accidents et il est probable que les effets systémiques des faillites de banques augmenteront à mesure que les banques grandissent. En outre, la situation est plus complexe dans le cas des banques qui opèrent à l'échelle internationale. » (OCDE, 2000a : 138-139).
 27. Voir Group of Thirty (2000, en particulier chap. 4-6). Les questions de politique générale sont analysées dans Group of Thirty (1998).
 28. Pour des lignes directrices plus détaillées concernant l'application de ces principes, voir Association internationale des organismes de contrôle des assurances (IAIS, 2000b). Cette association a été créée en 1994 et elle réunit aujourd'hui des organismes de plus de 100 pays.
 29. Le principal organisme qui s'occupe de ces questions est le Forum mixte sur les conglomerats financiers, qui a été créé en 1996 et réunit des représentants de pays développés au BCBS, à l'OICV et à l'IAIS.
 30. Voir par exemple les articles sur des cas récents de blanchiment d'argent à Londres publiés dans le *Financial Times*, 20 octobre 2000, et sur le rapport du Sous-Comité du Sénat des Etats-Unis sur l'utilisation des services de correspondance fournis par les banques de ce pays à des fins de blanchiment d'argent, dans *International Herald Tribune*, 6 février 2001. Cet article reproduit un éditorial du *New York Times* dans lequel on peut lire la phrase suivante : « Il ne fait pas de doute que les banques voient d'un mauvais œil les restrictions légales qui augmentent leurs coûts et dissuadent les déposants, en particulier dans l'activité très lucrative qu'est la gestion de fortune. Toutefois, les Etats-Unis ne peuvent pas condamner la corruption à l'étranger tout en autorisant leurs propres banques à faire fortune grâce à elle ».
 31. Plusieurs autres organismes régionaux ou internationaux s'occupent aussi de lutte contre le blanchiment d'argent, soit exclusivement soit dans le cadre de leurs autres travaux. Il s'agit notamment du Asia/Pacific Group on Money Laundering (APG), de la Caribbean Financial Action Task Force (CFATF), du comité PC-R-EV du Conseil de l'Europe et du Offshore Group of Banking Supervisors.
 32. Dans un entretien (Roldan, 2000: 21-22), José Roldan, Président du GAFI en 2000-2001, a appelé l'attention sur ces liens entre les différentes initiatives internationales visant les centres financiers offshore.
 33. Pour un commentaire plus détaillé de ce rapport, voir Cornford (2000b).
 34. Ce rapport concerne essentiellement d'importants établissements non réglementés et peu transparents, qui sont pour la plupart des fonds spéculatifs. Toutefois, il indique qu'on ne peut pas toujours faire une distinction claire entre les pratiques de ces fonds et celles d'autres établissements mieux réglementés.
 35. Australie, Hong-Kong (Chine), Malaisie, Nouvelle-Zélande, Singapour et Afrique du Sud.
 36. Un exemple qui a beaucoup retenu l'attention en 1998 est la pratique appelée « double jeu » à laquelle certains établissements financiers se seraient livrés à Hong-Kong (Chine). Elle est décrite dans le rapport du Groupe de travail (SFS, 2000c : 117). « Selon certains participants, des opérateurs auraient essayé de pratiquer un double jeu, intervenant à la fois sur le marché boursier et sur le marché monétaire, en commençant par ouvrir des positions à découvert sur le marché boursier, puis en vendant le dollar de Hong-Kong pour faire monter les taux d'intérêt et donc baisser le cours des actions. D'autres participants doutaient qu'une telle stratégie ait été appliquée. A l'époque, une telle opération aurait été assez facile en raison du régime de taux de change qui rendait les taux d'intérêt à court terme très sensibles à toute variation de la masse monétaire, ainsi qu'en raison du manque de liquidité du marché dû à la crise asiatique. Parmi ceux qui ont pris des positions à découvert sur le marché boursier figuraient quatre grands fonds spéculatifs, dont l'ensemble des positions (vente à terme et options) représentait l'équivalent d'environ 40% des positions ouvertes sur les contrats à terme d'actions au début du mois d'août, avant l'intervention de l'Autorité monétaire de Hong-Kong. (A l'époque, il n'y avait aucune limite concernant les positions à terme sur les actions, ni d'obligation de notifier les positions importantes). Les statistiques relatives aux différentes positions font apparaître une corrélation, toutefois très imparfaite, en ce qui concerne le moment où les positions à découvert ont été ouvertes. » Voir aussi Yam (1998).
 37. Un des groupes de travail du Comité du système financier mondial concernant la transparence des positions globales, qui avait pour mission d'examiner quel genre de données globales sur les marchés financiers il serait possible de recueillir pour améliorer leur fonctionnement, a été démantelé car il avait conclu qu'il serait impossible d'obtenir des renseignements suffisamment exhaustifs et à jour sur la base du volontariat et difficile de mettre en œuvre des solutions par la voie législative (voir White, 2000 : 22).
 38. Comme l'indique ce rapport (FSF, 2000d: 9), il est difficile de définir ce qu'est un centre offshore, mais on peut dire qu'il s'agit en général d'une place qui

- attire beaucoup d'activités de non-résidents. Traditionnellement, l'expression implique une partie ou l'ensemble des caractéristiques suivantes : absence d'impôts sur les bénéfices des entreprises ou les revenus de placement, ou impôts très légers; absence d'impôts à la source; régimes très libéraux et souples en matière de création et d'immatriculation de sociétés; contrôle laxiste; grande facilité pour l'utilisation de fiduciaires et autres structures spéciales; absence d'obligation d'avoir une présence physique dans le cas des établissements financiers ou autres structures sociales; loi rigoureuse sur le secret bancaire; impossibilité pour les résidents de bénéficier des mêmes avantages. Comme les centres offshore visent en général à attirer des non-résidents, leur chiffre d'affaires est nettement plus important que ce qui correspond aux activités locales. Les actifs détenus par les établissements installés dans la plupart des centres financiers offshore sont placés dans les grands centres financiers internationaux.
39. Cet argument a été développé de façon convaincante dans un récent éditorial du périodique *The Financial Regulator*: « L'intégration du système financier mondial a créé des externalités dangereuses et aujourd'hui de petits pays peuvent causer des dégâts considérables. Comme il ne faut pas s'attendre à l'apparition d'un gouvernement mondial dans un avenir prévisible, il sera probablement difficile de contrôler ces externalités. Pour le moment, il n'y a pas de solution autre que la coopération internationale. Lorsque les grands pays bousculent les petits, même si c'est pour d'excellentes raisons, ils discréditent cette coopération indispensable. Le problème, pour ceux qui souhaitent améliorer la stabilité financière mondiale, est de trouver un moyen de négocier une meilleure réglementation tout en évitant d'exercer des contraintes injustifiables sur les centres offshore, comme on a tendance à le faire aujourd'hui. » Voir « Justice for offshore centres », *The Financial Regulator*, septembre 2000.
 40. Le FSF emploie le mot « incitations » pour désigner des mesures qui peuvent aussi être des sanctions.
 41. Pour une description de la LCP, voir chap. VI, encadré 6.3.
 42. Le BCBS a proposé dans *A New Capital Adequacy Framework* (voir encadré 4.1) les mesures incitatives suivantes en ce qui concerne le respect des normes : i) pour que le coefficient de pondération appliqué aux créances sur un pays soit inférieur à 100%, il faudrait que ce pays respecte la NSDD; ii) le coefficient appliqué aux créances sur une banque ne peut être inférieur à 100% que si l'organe de contrôle des banques du pays concerné a mis en œuvre ou a approuvé et est en train de mettre en œuvre les principes fondamentaux du contrôle bancaire du BCBC; et iii) le coefficient appliqué aux créances sur une société de commerce de valeurs ne peut être inférieur à 100% que si l'organe de contrôle de cette société a approuvé et a entrepris de mettre en œuvre les *Objectifs et principes de la régulation financière de l'OICV* (1998).
 43. Voir 18 sect. B.3 ci-dessus.
 44. Allemagne, Argentine, Australie, Canada, Etats-Unis, France, Hong-Kong (Chine), Italie, Japon, Royaume-Uni et Suède.
 45. Néanmoins, comme nous le verrons dans l'encadré 4.1 (concernant les propositions de réforme de l'Accord de Bâle sur les fonds propres), on peut encore douter que ces agences aient vraiment su employer cette connaissance à bon escient.
 46. Par exemple, dans presque tous les pays de l'OCDE sauf une petite minorité, il a fallu entre sept et plus de vingt ans pour libérer les taux d'intérêt. Il a fallu plus de 30 ans pour établir dans l'UE un marché unique des services financiers (voir Cornford et Brandon, 1999 : 11-13).
 47. On attribue un rôle essentiel aux ratios de fonds propres dans la réglementation et le contrôle prudentiels. Ces ratios ont fait l'objet de plusieurs grandes initiatives internationales, la plus importante étant l'Accord de Bâle, qui est en cours de révision. Voir encadré 4.1.
 48. C'est bien sûr pour cette raison qu'il y a des liens entre les politiques sectorielles visant à promouvoir la stabilité financière et les politiques macroéconomiques et notamment les mesures prises à des fins de balance des paiements (parmi lesquelles il convient d'inclure, en particulier dans les pays en développement et en transition, le contrôle des transactions en capital).
 49. Le raisonnement exposé ici est inspiré d'Akyüz et Cornford (1999 : 30-31). Voir aussi *Rapport sur le commerce et le développement 1998* (première partie, chap. IV, sect. 3).
 50. Voir par exemple Caouette, Altman and Narayanan (1998 : 91, 240). Les limites des modèles de risque de crédit pour ce qui concerne l'analyse des corrélations entre défaillances sont examinées dans BCBS (1999b, Part II, sect. 6, et Part III, sect. 3).

RÉGIMES DE TAUX DE CHANGE ET POSSIBILITÉS DE COOPÉRATION RÉGIONALE

A. Introduction

Les régimes de taux de change des pays en développement et en transition ont attiré beaucoup d'attention dans le récent débat sur la réforme de l'architecture financière internationale, en raison de leur influence sur la vulnérabilité extérieure et les crises financières et monétaires. Dans les pays qui sont étroitement intégrés dans le marché financier mondial, les régimes de parités ajustables sont de plus en plus considérés comme des causes majeures des cycles de surchauffe et de crise. C'est pourquoi on conseille généralement à ces pays d'adopter soit un régime de taux de change flottant, soit de s'engager de façon crédible à défendre une parité fixe en mettant en place un système de caisse d'émission ou en adoptant comme monnaie nationale une des monnaies de réserve (dollarisation); en d'autres termes, on préconise qu'ils adoptent une solution extrême plutôt qu'un régime intermédiaire de parités ajustables¹. On estime que près des deux tiers des pays émergents avaient un régime intermédiaire en 1991, mais en 1999 cette proportion est tombée à 42%, les autres 58% appliquent soit un régime de parité fixe soit un régime de flottement plus ou moins intégral (Fischer, 2001, fig. 2). Toutefois, si de nombreux pays ayant subi une crise financière durant la dernière décennie ont ensuite opté pour un régime de parité flottante, l'aggravation de la volatilité associée à ce régime est devenue préoccupante. C'est pourquoi les pays en transition et en développement semblent de plus en plus tentés par des régimes de parité fixe. De plus, dans un système financier mondial de plus en plus intégré, certains observateurs s'interrogent sur la nécessité de conserver autant de monnaies indépendantes (Hausmann, 1999).

Pour les pays émergents, les régimes de parités ajustables posent des problèmes, si la liberté des

mouvements de capitaux est garantie, car ils peuvent provoquer des cycles de surchauffe et une surévaluation excessive de la monnaie. Toutefois, ni le flottement intégral ni la parité fixe ne sont des solutions viables. La surévaluation ou la sous-évaluation de la monnaie et la forte volatilité du taux de change associés aux régimes de flottement peuvent avoir de graves répercussions sur un petit pays en développement dont l'économie est ouverte et qui a un stock relativement important de dette extérieure libellée en monnaies de réserve. Toutefois, pour la plupart des pays en développement et en transition, le fait de rattacher leur monnaie à une monnaie de réserve et d'abandonner toute autonomie en matière de politique monétaire peut impliquer un sacrifice considérable en termes de croissance, d'emploi et de compétitivité internationale, dont le coût est largement supérieur aux avantages que ce régime pourrait apporter en stabilisant les prix et le taux de change. On retrouve ces conclusions dans un document sur les régimes de taux de change des pays émergents établi conjointement par les Ministères des finances français et japonais à l'occasion de la Réunion des Ministres des finances d'Europe et d'Asie tenue à Kobe (Japon) en janvier 2001 :

Rien ne garantit qu'un mécanisme de caisse d'émission permette d'éviter les inconvénients des régimes de parité fixe... Les régimes de flottement intégral de la monnaie ont aussi leurs inconvénients : volatilité excessive et spéculation. (Ministry of finance, Japan, 2001 : 3-4)

Si l'on accepte cette recommandation, il se pourrait que des pays en développement dont le commerce extérieur a une structure similaire se retrouvent dans des situations complètement différentes en matière de taux de change, certains

optant pour le flottement et d'autres pour une parité fixe par rapport au dollar, même s'il y a d'importants courants d'échange entre eux. Par conséquent, leurs monnaies respectives flotteraient l'une par rapport à l'autre et leur taux de change bilatéral serait très influencé par les variations du cours du dollar par rapport aux autres monnaies. Vu les excès et l'instabilité qui caractérisent le marché monétaire, cela entraînerait des modifications aberrantes et inattendues de la compétitivité entre les pays en développement. Lorsqu'il y a un important commerce bilatéral, comme entre le Brésil et l'Argentine, ces modifications peuvent avoir de fortes répercussions sur l'économie des pays concernés et susciter des tensions dans leurs relations commerciales. En bref, les régimes de taux de change extrêmes risquent de déboucher sur une situation incohérente pour les pays en développement considérés dans leur ensemble.

La question essentielle est de savoir s'il peut exister un régime de taux de change satisfaisant pour les pays en développement et en transition étroitement intégrés dans le marché financier mondial alors que les principales monnaies de réserve sont très volatiles et peuvent être durablement surévaluées ou sous-évaluées, et que l'ampleur et la soudaineté des mouvements de capitaux internationaux peuvent rapidement déborder les autorités nationales et limiter considérablement leur marge de manœuvre. Peut-on s'attendre à ce que ces pays règlent leurs problèmes de taux de change de façon unilatérale alors que l'ampleur, le sens et les conditions des flux de capitaux sont très influencés par les politiques appliquées dans les pays dont la monnaie est une monnaie de réserve, tandis que les marchés financiers et monétaires internationaux se caractérisent par des comportements spéculatifs et grégaires ? Il est vrai qu'un certain contrôle des mouvements de capitaux pourrait aider les pays en développement et en transition à gérer leur taux de change. D'ailleurs, quelques pays, comme la Chine, ont réussi jusqu'à

présent à appliquer un régime de parité ajustable sans trop de problèmes. Toutefois, plusieurs pays émergents ont déjà opté pour une intégration étroite dans le système financier mondial et ne veulent pas contrôler les mouvements de capitaux. De plus, il serait très difficile à un pays isolé de résister à cette forte tendance à libéraliser les mouvements de capitaux, en particulier s'il a des liens étroits avec le marché international par le biais des investissements directs et des échanges commerciaux.

La question essentielle est de savoir s'il peut exister un régime de taux de change satisfaisant pour les pays en développement et en transition étroitement intégrés dans le marché financier mondial, alors que les principales monnaies de réserve sont très volatiles.

Tout cela implique que c'est à l'échelon mondial qu'il faudrait rechercher une solution, mais les chances d'y parvenir sont maigres étant donné l'attitude des grandes puissances en ce qui concerne les taux de change. Comme on ne peut pas s'attendre à ce qu'un système mondial de taux de change stables soit mis en place dans un proche avenir, il faut se

demander si l'on pourrait trouver des solutions à l'échelon régional. A cet égard, les efforts déployés par l'Europe depuis la fin du système de Bretton Woods pour mettre en place des mécanismes visant à stabiliser les taux de change intrarégionaux et, en fin de compte, établir une union monétaire, peuvent être instructifs pour les régions en développement, en particulier l'Asie de l'Est et l'Amérique du Sud. Les arrangements régionaux en matière de taux de change et la coopération monétaire entre pays en développement pourraient apporter certains avantages, mais ils ne règlent pas le problème du régime de taux de change à adopter et de sa stabilisation par rapport aux trois grandes monnaies de réserve. Même s'ils parviennent à une plus grande intégration, les pays en développement ne peuvent pas négliger la question de leur taux de change par rapport à ces monnaies. Il apparaît donc que des arrangements régionaux réunissant des pays en développement ne pourraient garantir une certaine stabilité et éviter des crises coûteuses qu'à condition que des pays dont la monnaie est une monnaie de réserve y soient associés ou qu'un régime commun de contrôle des capitaux soit mis en place.

B. Régimes de taux de change

1. Parités ajustables

Il est établi depuis longtemps qu'un pays résolu à garantir la liberté des mouvements de capitaux (ou incapable de contrôler efficacement ces mouvements) ne peut pas à la fois fixer son taux de change (à une valeur précise ou dans une fourchette étroite) et avoir une politique monétaire indépendante. Tôt ou tard, il se retrouvera dans des situations inextricables qui le contraindront à abandonner l'un de ces deux objectifs. Une des solutions consisterait à fixer définitivement la parité, en mettant en place une caisse d'émission ou en adoptant la dollarisation, au détriment de l'autonomie monétaire. L'autre serait d'adopter un flottement intégral du taux de change, si bien que la politique monétaire n'aurait plus à se soucier de défendre telle ou telle parité. On considère que l'effondrement du système de parités ajustables de Bretton Woods, la crise de 1992-1993 du Mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) et les récentes crises des pays émergents sont dus au fait qu'on ne peut pas simultanément libéraliser le compte de capital, avoir un objectif de taux de change et mener une politique monétaire indépendante.

Le système de Bretton Woods s'appliquait dans un cadre caractérisé par un contrôle général des mouvements internationaux de capitaux. Toutefois, des contradictions entre la structure des taux de change et la politique économique de plusieurs grands pays ont provoqué d'importants déséquilibres des paiements, ce qui incitait les détenteurs de capitaux à contourner le contrôle pour placer leurs fonds à l'étranger. Cela a fini par entraîner l'effondrement du système et l'adoption généralisée de taux de change flottants. Dans le cas du SME, les parités ajustables étaient considérées comme une étape vers l'union monétaire (parité fixe) et s'accompagnaient d'une importante coopération monétaire intrarégionale, mais les contradictions entre la situation macroéconomique et la structure des taux de change ont fini par provoquer une crise et le démantèlement du mécanisme de change en 1992-1993. L'adoption d'un régime de parités ajustables est aussi considérée comme une des causes fondamentales des récentes crises financières qu'ont

subies des pays émergents comme le Mexique, la Thaïlande, l'Indonésie, la République de Corée, la Fédération de Russie et le Brésil. Le fait que par la suite ces pays aient adopté un régime de taux de change flottants confirmerait que les parités ajustables ne sont pas viables pour des pays très intégrés dans le système financier mondial.

La contribution des régimes de parités ajustables à la fragilité extérieure et au déclenchement de crises financières dans les pays émergents est bien établie². Dans la plupart des pays émergents, les taux d'intérêt nominaux sont plus élevés que dans les pays industriels, ce qui est dû en grande partie au fait que leur taux d'inflation est aussi plus élevé. Cette situation offre des possibilités d'arbitrage aux investisseurs et créanciers internationaux et incite les entreprises à réduire leurs coûts financiers en empruntant à l'étranger. D'autre part, du fait qu'ils offrent une garantie implicite aux créanciers et aux débiteurs internationaux, les régimes de parités ajustables peuvent encourager à emprunter et à prêter de façon imprudente. On ne tient pas compte du risque de dépréciation de la monnaie en raison de la stabilité du taux de change nominal et de la confiance créée par la libéralisation rapide de l'économie. La crédibilité de la défense de la parité et les possibilités d'arbitrage augmentent lorsque le pays applique une politique monétaire rigoureuse pour maîtriser l'inflation ou prévenir la surchauffe de l'économie.

Toutefois, si le taux de change nominal est fixé et que le taux d'inflation est plus élevé que dans le pays de référence, cela entraîne une appréciation de la monnaie en termes réels et une aggravation du déficit courant. Si le pays tolère une forte augmentation du déficit et des engagements extérieurs, le risque monétaire s'accroîtra rapidement. Comme les autorités ne se sont pas fermement engagées à défendre la parité, l'aggravation de la situation économique finit par susciter des anticipations de dévaluation et encourage la fuite des capitaux. Cela provoque une crise de liquidités et force les autorités monétaires à durcir encore la politique monétaire. Tôt ou tard, la parité fixe est abandonnée et le cours de la monnaie tombe en chute libre, tandis que les taux d'intérêt augmentent, ce qui cause une grave crise économique.

Malgré ce risque, de nombreux pays où l'inflation est relativement élevée ont opté pour une politique de maîtrise de l'inflation fondée sur la stabilisation du taux de change par rapport à une monnaie de réserve considérée comme solide. Cela vaut non seulement pour les petits pays d'Europe à l'économie ouverte, comme l'Autriche, les Pays-Bas et la Suisse, mais aussi pour des pays plus grands comme l'Italie, qui a dû faire face à plusieurs attaques spéculatives et a connu des perturbations importantes dues au processus de convergence vers les taux d'intérêt de ses principaux partenaires commerciaux de l'UE. De nombreux pays en développement, notamment en Amérique latine, ont aussi eu recours à un régime de parités ajustables pour maîtriser l'inflation. Il s'est révélé difficile de réajuster ces parités sans causer trop de perturbations, mais il convient de relever que ces pays ont réussi à éviter une reprise de l'inflation après la crise, malgré une importante dévaluation. Par exemple, après avoir lancé un plan de stabilisation fondé sur ce principe (*Plano Real*) en 1994, le Brésil a réussi à faire tomber son taux d'inflation de plus de 1000% à moins de 10% en 1998. Malgré plusieurs ajustements du taux de change et un déclin relativement rapide de l'inflation, la monnaie brésilienne s'était appréciée d'environ 20% à la fin du processus de désinflation. Toutefois, il n'a pas été possible d'adapter le taux de change à cette nouvelle situation et le Brésil a subi plusieurs attaques spéculatives à la fin de 1998, dues en partie à l'onde de choc de la crise russe. Cela a entraîné une chute brutale de la valeur du real par rapport au dollar, mais le taux d'inflation, après avoir monté dans un premier temps, s'est stabilisé à un niveau assez bas (voir *Rapport sur le commerce et le développement 1999*, première partie, chap. III, sect. B).

En général, lorsqu'un pays opte pour un programme de stabilisation fondé sur la défense d'un taux de change, il est inévitable que sa monnaie s'apprécie en termes réels en raison de la viscosité des prix intérieurs. En fait, c'est justement cela en partie qui permet de maîtriser l'inflation, car l'ouverture au commerce extérieur, qui entraîne une baisse des prix à l'importation et une intensification de la concurrence à l'exportation, aide à discipliner les producteurs nationaux et à modérer les revendications salariales. Toutefois, ces programmes sont souvent lancés sans qu'on ait suffisamment tenu compte des problèmes que pourrait poser l'appréciation de la monnaie en termes réels et préparé une stratégie de sortie (c'est-à-dire déterminé à quel moment et de quelle façon il conviendra de modifier la parité et/ou le régime de change). Du

point de vue économique, il peut paraître simple de rétablir la compétitivité internationale par une dévaluation, mais cette solution peut créer des difficultés politiques qu'on tend à sous-estimer. Souvent, les gouvernements ne veulent pas abandonner la parité fixe et dévaluer alors qu'ils ont dû faire des efforts considérables pour convaincre la population que la parité fixe lui avait fait plus de bien que de mal. En outre, ils craignent une perte de confiance des marchés et une inversion brutale des flux de capitaux, suivies d'un effondrement du taux de change.

Vu le comportement grégaire des investisseurs et créanciers internationaux, cette crainte d'un atterrissage en catastrophe n'est pas toujours injustifiée, même si, comme nous l'avons vu plus haut, une forte dévaluation a rarement pour effet d'attiser l'inflation. Il est délicat d'annoncer à l'avance la stratégie

de sortie, car il n'est pas toujours facile de prévoir combien de temps il faudra pour que l'inflation diminue. Le programme de stabilisation appliqué par la Turquie en décembre 1999 comportait une telle stratégie. Toutefois, l'objectif d'inflation n'a pas été atteint et, après une série de crises économiques et politiques, le gouvernement a été obligé d'abandonner la parité fixe et de laisser flotter la livre avant la date annoncée (voir chap. II, encadré 2.1). En Europe, les mécanismes institutionnels prévus dans le cadre du SME, selon lesquels les pays de référence devaient aider les autres pays en cas de difficulté, ont permis à plusieurs reprises d'ajuster les taux de change sans déstabilisation ni contagion (voir plus loin). Toutefois, il est difficile à des pays émergents de reproduire de tels mécanismes lorsqu'ils décident unilatéralement de fixer leur taux de change. L'appui des institutions internationales de financement pourrait faciliter le retour à la normale, mais les résultats obtenus jusqu'à présent ne sont pas très encourageants³.

Les régimes de parités ajustables ne sont pas employés uniquement pour lutter contre l'inflation. En Asie de l'Est par exemple, la stabilité du taux de change était un élément important de la stratégie de développement tirée par l'exportation appliquée par différents pays et devait favoriser la division du travail à l'échelle régionale en fonction du niveau de développement des pays. Comme une grande partie des produits exportés par la région étaient facturés en dollars, les taux de change nominaux, sans être absolument fixes, avaient généralement été stabilisés dans une fourchette de fluctuation d'environ 10% par rapport au dollar depuis la fin des années 80. L'inflation étant modérée, dans la plupart des pays de la région l'appréciation de la monnaie a été limitée ou

Les programmes de stabilisation fondés sur la défense d'un taux de change sont souvent lancés sans qu'on ait suffisamment tenu compte des problèmes que pourrait poser l'appréciation de la monnaie en termes réels et préparé une stratégie de sortie.

négligeable. La conjugaison d'un taux de change nominal stable, d'une croissance économique rapide et d'un taux d'intérêt nominal relativement élevé a suscité la confiance et attiré des investisseurs et créanciers internationaux. Toutefois, cela a entraîné l'accumulation d'un risque de change considérable et aggravé la fragilité financière extérieure, jusqu'au jour où les capitaux ont pris la fuite, phénomène qui a touché tous les pays de la région. Même l'Indonésie n'a pas pu ajuster son taux de change sans perturbation majeure, alors que sa situation macroéconomique était saine et que le gouvernement n'a pas hésité à élargir la fourchette de fluctuation de la monnaie pour éviter la contagion spéculative (*Rapport sur le commerce et le développement 1998*, première partie, chap. III ; Akyüz, 2000).

L'une des solutions consisterait à contrôler les mouvements de capitaux tout en appliquant un régime de taux de change ajustables. Les impôts et les ratios de réserve visant les capitaux étrangers, qui ont pour objectif d'éliminer les possibilités d'arbitrage à court terme, peuvent aider à préserver l'autonomie monétaire et permettent de fixer le taux de change à un niveau assez élevé sans que cela attire des capitaux spéculatifs et crée un risque de change excessif. Toutefois, tant que l'inflation reste forte, on ne peut pas éviter une appréciation de la monnaie, ce qui est particulièrement dangereux lorsque le régime de change est employé à des fins de désinflation. Quoiqu'il en soit, la grande majorité des pays en développement n'ont pas voulu limiter l'afflux de capitaux spéculatifs durant la phase d'expansion, pour les mêmes raisons qu'ils n'ont pas voulu abandonner la parité fixe après avoir réussi à maîtriser l'inflation. Comme nous le verrons au chapitre prochain, ils sont encore moins enclins à contrôler les sorties de capitaux pour stabiliser le taux de change et protéger leur politique monétaire contre les pressions qui s'exercent sur le marché des changes en période d'attaques spéculatives et de crises.

2. Le flottement

Les régimes de flottement sont-ils une solution viable pour les pays en développement et en transition ? Ces pays peuvent-ils vraiment laisser la valeur extérieure de leur monnaie à la merci des caprices des mouvements internationaux de capitaux et mettre leur politique monétaire uniquement au service d'objectifs intérieurs tels que la stabilité des prix ou le plein emploi ? Dans quelle mesure la

volatilité excessive et la surévaluation ou la sous-évaluation qui sont indissociables du flottement de la monnaie ne risquent-elles pas de compromettre la réalisation de ces objectifs ?

Un tel régime, quel que soient ses avantages, est particulièrement mal adapté aux pays en développement et en transition, ainsi qu'aux petits pays industriels, pour plusieurs raisons. Ces pays sont très tributaires du commerce extérieur, et leurs échanges sont généralement facturés en devises étrangères. En moyenne, la part du commerce international dans leur PIB est deux fois plus élevée qu'aux Etats-Unis, dans l'UE ou au Japon, si bien que les effets des variations des taux de change sur leur situation économique et notamment sur les prix, la production et l'emploi sont plus

prononcés. En outre, leur dette extérieure est plus importante et une grande proportion de cette dette est libellée en devises. Par conséquent, une forte baisse de leur taux de change a tendance à créer des difficultés de service de la dette et des problèmes de liquidités et d'insolvabilité. Au contraire, un pays comme les Etats-Unis peut emprunter dans sa propre monnaie, si bien que ce sont les créanciers qui assument le risque de change⁴.

On soutient aussi que la plupart des pays en développement et en transition n'ont pas d'institutions crédibles, ce qui en soi est une cause de volatilité du marché et du taux de change et aurait amené la plupart des pays émergents à se méfier d'un régime de taux de change flottants. Par conséquent, bon nombre de ces pays, qui prétendent laisser flotter leur monnaie, appliquent en fait un régime intermédiaire et modifient leurs taux d'intérêt ou interviennent sur le marché des changes pour influencer le taux de change. Cela signifie qu'il serait faux d'affirmer que les pays émergents ont eu tendance à abandonner les régimes de parités ajustables (Calvo and Reinhart, 2000 ; Fischer, 2001 ; Reinhart, 2000).

L'histoire des grands pays industriels qui ont adopté des régimes de taux de change flottants entre les guerres mondiales et depuis l'effondrement du système de Bretton Woods donne à penser qu'on ne peut pas imputer la volatilité et les excès du marché des changes uniquement à l'absence d'institutions crédibles. Au contraire, il s'agit là de caractéristiques systémiques d'un marché des changes sur lesquelles les mouvements de capitaux spéculatifs à court terme ont une influence prépondérante. Ainsi, la situation de la France dans les années 20 est très bien décrite dans un rapport établi par la Société des Nations en 1944 :

La grande majorité des pays en développement n'ont pas voulu limiter l'afflux de capitaux spéculatifs durant la phase d'expansion.

Les risques inhérents à de telles variations cumulatives et autoentretenuës dans un régime de taux de change flottants sont bien illustrés par la situation de la France entre 1922 et 1926. Dans un pareil régime, les taux de change sont inévitablement très instables et des facteurs psychologiques peuvent parfois avoir une influence prépondérante. Les économistes français ont été si impressionnés par ce fait qu'ils ont élaboré une théorie « psychologique » des fluctuations des taux de change, soulignant que le taux de change restait indéterminé tant que son niveau était influencé par un marché dominé par des anticipations spéculatives...

Les brutales variations du cours du franc français entre 1922 et 1926 et divers autres épisodes similaires qu'ont subis d'autres monnaies dans les années 30 montrent non seulement qu'il est difficile de préserver une certaine stabilité d'un taux de change flottant, mais aussi qu'il peut être très difficile à la balance commerciale des pays concernés de s'adapter à ces brutales variations. (League of Nations, 1944 : 118, 119)

Analysant les mêmes situations en 1937, von Hayek ne se contentait pas d'expliquer les variations des taux de change par les flux de capitaux à court terme et soutenait que les régimes de taux de change flottants encourageaient ces mouvements spéculatifs :

C'est parce que les mouvements de capitaux à court terme sont dus fréquemment non à une variation de la demande de capitaux destinés à l'investissement mais à une variation de la demande de liquidités qu'ils ont une si mauvaise réputation, en tant que cause de perturbation monétaire. Cette réputation n'est pas entièrement injustifiée... Je ne vois pas en quoi un régime de taux de change variables devrait entraîner une réduction du volume des flux de capitaux à court terme, bien au contraire. Dès qu'il apparaît probable que le cours va varier dans un proche avenir, les détenteurs de capitaux auraient un motif puissant de déplacer leurs fonds du pays dont la monnaie risque de baisser vers ceux dont la monnaie a des chances de monter... Cela signifie que si la cause première est déjà un mouvement de capitaux à court terme, la volatilité des taux de change aura tendance à en multiplier l'ampleur et pourrait transformer ce qui aurait été un inconvénient mineur en une perturbation majeure. (von Hayek, 1937 : 62-64)

Comme nous l'avons vu en détail dans de précédents rapports de la CNUCED, depuis le

démantèlement du système de Bretton Woods, la volatilité et la surévaluation ou la sous-évaluation durables caractérisent aussi les principales monnaies de réserve⁵. Malgré une nette convergence des taux d'inflation et des coûts unitaires de la main-d'œuvre au cours de la dernière décennie, les taux de change des monnaies du G-3 sont restés caractérisés par de fortes variations et des périodes durables de surévaluation ou de sous-évaluation. Cela a causé de graves difficultés aux pays en développement pour ce qui est de la gestion de leur monnaie et de leur dette extérieure et a souvent été une des causes majeures des grandes crises des pays émer-

gents. Toutefois, les grands pays industriels négligent généralement ce problème et donnent la priorité à des objectifs intérieurs, notamment la lutte contre l'inflation. Il est rare que les Etats-Unis et le Japon, par exemple, qui sont attachés à la liberté des taux de change, interviennent sur les marchés des changes et coordonnent leurs politiques lorsque l'instabilité et le niveau inadapté des monnaies menacent sérieusement leurs perspectives économiques : ils l'ont fait une première fois dans la deuxième moitié des années 80, pour faire baisser et stabiliser le taux de change du dollar en raison des pressions protectionnistes liées à l'importance du déséquilibre commercial, et à nouveau au milieu des années 90 lorsque le yen est monté à un niveau sans précédent par rapport au dollar.

On conseille aux pays en développement d'adopter un régime de taux de change flottants au motif que l'incertitude qui en résulterait éliminerait les garanties implicites et inciterait les créanciers et les débiteurs à la prudence.

Toutefois, l'expérience a montré que le risque de crise est tout aussi grand en régime de taux de change flottants qu'en régime de parités ajustables (Banque mondiale, 1998). Lorsque les mouvements de capitaux sont libres, les taux de change nominaux n'évoluent pas automatiquement de façon à compenser les écarts de taux d'inflation (en d'autres termes, la parité de pouvoir d'achat n'est pas préservée), alors que l'adaptation des taux d'intérêt au

taux d'inflation est très rapide. Par conséquent, les monnaies des pays à forte inflation ont tendance à s'apprécier à court terme. Avec un régime de parités ajustables, les capitaux excédentaires (c'est-à-dire les flux de capitaux supérieurs à ce qui est nécessaire

L'histoire des grands pays industriels qui ont adopté des régimes de taux de change flottants donne à penser qu'on ne peut pas imputer la volatilité et les excès du marché des changes uniquement à l'absence d'institutions crédibles.

Malgré une nette convergence des taux d'inflation et des coûts unitaires de la main-d'œuvre au cours de la dernière décennie, les taux de change des monnaies du G-3 sont restés caractérisés par de fortes variations et des périodes durables de surévaluation ou de sous-évaluation.

pour financer le compte courant) attirés par les possibilités d'arbitrage viennent gonfler les réserves internationales et, en régime de taux flottants, ils entraînent une appréciation du taux de change nominal, ce qui a tendance à attirer encore plus de capitaux étrangers et à aggraver la perte de compétitivité due à l'inflation. Plus la monnaie s'apprécie, plus le risque de change augmente, mais les investisseurs et spéculateurs oublient ce risque lorsqu'ils suivent leur instinct grégaire. Par exemple, si les pays d'Asie de l'Est avaient laissé flotter leurs monnaies au début des années 90, lorsque les entrées de capitaux étaient supérieures aux besoins de financement du compte courant, cela aurait entraîné une appréciation de leurs monnaies et une aggravation du déficit de leurs paiements. En fait, au début des années 90, lorsque les capitaux étrangers ont afflué, la plupart ont choisi d'intervenir sur le marché pour empêcher leur monnaie de s'apprécier (*Rapport sur le commerce et le développement 1998*, encadré 2).

Depuis la dernière guerre mondiale, le nombre de pays émergents qui ont adopté un régime de taux de change flottant est assez limité et il s'agit généralement de pays qui venaient de subir une crise financière. Néanmoins, ces cas présentent un certain nombre de caractéristiques qui amènent à douter de la validité de cette option. En Amérique latine par exemple, les taux d'intérêt nationaux ont été plus volatils et plus sensibles aux variations des taux des Etats-Unis dans les pays ayant un taux de change flottant que dans ceux qui avaient un régime de parité fixe ou ajustable, ce qui signifie que ces pays avaient en fait moins d'autonomie pour la conduite de leur politique monétaire et que leur système financier était plus vulnérable (Hausmann, 1999). Les régimes de flottement paraissent amplifier les cycles conjoncturels puisque les taux d'intérêt ont tendance à monter en période de récession. En outre, ils entraînent une contraction du marché financier et obligent à payer des taux d'intérêt élevés car il devient plus risqué de détenir des avoirs libellés dans la monnaie nationale.

3. Parités fixes

Il semble donc que les pays émergents ayant libéré les mouvements de capitaux ne peuvent pas obtenir une stabilité économique et financière durable

en optant pour un régime de taux de change flottant ou de parités ajustables. Il leur reste comme solutions la parité fixe, les systèmes de caisse d'émission ou la dollarisation pure et simple. A la fin des années 90, les monnaies de 45 pays membres du FMI avaient une parité fixe; dans 37 de ces pays (y compris les 11 pays de la zone euro) il n'y avait même pas de monnaie libératoire indépendante et les autres (notamment l'Argentine, Hong-Kong (Chine) et des pays en transition comme la Bulgarie, l'Estonie et la Lituanie) avaient une caisse d'émission (Fischer, 2001). Sauf dans le cas des membres de l'UEM, la plupart des pays ou territoires n'ayant pas de monnaie indépendante étaient petits. Plus récemment, l'Equateur et El Salvador ont adopté le dollar comme monnaie nationale et le Guatemala s'apprête à faire de même.

Ces solutions sont jugées particulièrement adaptées aux pays qui ont un long passé de perturbations monétaires, d'inflation et de laxisme budgétaire (c'est-à-dire là où l'on se méfie particulièrement d'une politique monétaire discrétionnaire) (Eichengreen, 1999 : 109). Elles impliquent la suppression de la Banque centrale et l'abandon d'une politique monétaire autonome, ainsi que de la fonction de prêteur de dernier recours. Le taux de change nominal n'a plus aucun rôle en tant que moyen d'ajustement et tous les objectifs de la politique économique sont subordonnés à l'impératif du maintien du taux de change nominal fixe ou de la dollarisation. Ces contraintes sont justement ce qui garantit la crédibilité nécessaire pour qu'une telle solution réussisse, puisqu'elles impliquent que le gouvernement est prêt à se soumettre à une discipline extérieure, notamment à celle exercée par une banque centrale étrangère ayant une politique monétaire crédible. Les avantages attendus sur le plan économique sont une faible inflation, un taux d'intérêt peu élevé et stable, une réduction du coût des emprunts extérieurs et, en cas de dollarisation, la possibilité d'emprunter à l'étranger dans la monnaie employée dans le pays (même si ce n'est pas la monnaie nationale). De plus, on pense que la dollarisation devrait approfondir le secteur financier et permettre d'emprunter à plus long terme. La dollarisation a souvent la faveur des entreprises privées dans les pays émergents car elle réduit l'incertitude et le coût des transactions.

Certains de ces avantages peuvent être importants. Pour un petit pays dont l'économie est

Le risque de crise est tout aussi grand en régime de taux de change flottants qu'en régime de parités ajustables.

Le taux de change nominal n'a plus aucun rôle en tant que moyen d'ajustement et tous les objectifs de la politique économique sont subordonnés à l'impératif du maintien du taux de change nominal fixe ou de la dollarisation.

étroitement liée à celle d'un grand pays dont la monnaie est une monnaie de réserve, ils peuvent même compenser l'impossibilité de modifier les taux d'intérêt ou le taux de change en réponse à des chocs extérieurs et intérieurs et pour gérer la conjoncture, ainsi que la perte du seigneurage. Cependant, pour la plupart des pays en développement, la caisse d'émission ou la dollarisation ne sont pas des solutions viables à long terme, même si elles peuvent aider à rétablir rapidement la crédibilité après une longue période de troubles monétaires, de laxisme budgétaire et d'inflation. Un rattachement unilatéral à l'une des grandes monnaies de réserve est particulièrement gênant du fait que ces monnaies sont sujettes à des variations importantes et imprévisibles⁶.

Une parité fixe ne met pas l'économie à l'abri des chocs financiers et réels extérieurs, pas plus que ne le faisait l'étalon or. A moins que le pays de référence ne subisse des chocs très similaires et n'y réponde d'une façon qui convienne également à la situation du pays qui a rattaché sa monnaie, le renoncement à une politique monétaire indépendante et la nécessité de défendre une parité fixe peuvent être très coûteux en termes de production et d'emploi. Pour des raisons structurelles et institutionnelles évidentes, un groupe composé de pays en développement et de pays industriels ne peut pas constituer une zone monétaire optimale et ces pays sont souvent exposés à des chocs asymétriques, en particulier dans le cas des pays en développement très tributaires des exportations de produits primaires. De plus, en l'absence d'une intégration économique étroite, il est peu probable que la conjoncture des deux pays soit synchronisée, si bien que la politique monétaire menée par le pays de référence risque de ne pas être adaptée à l'autre pays. Ainsi, un pays ayant rattaché sa monnaie à une monnaie de réserve risque de devoir augmenter ses taux d'intérêt et de voir sa monnaie s'apprécier alors que son économie est déjà en récession et perd de sa compétitivité, comme cela s'est produit en Argentine ces deux dernières années (voir chap. II, encadré 2.2).

On soutient parfois que l'asymétrie des chocs et le manque de synchronisation de la conjoncture ne posent pas de problème tant que les salaires et les prix sont assez souples. A cet égard, la pensée orthodoxe en matière de politique de taux de change est assez contradictoire, car un des arguments initiaux en faveur du flottement des monnaies était que justement la viscosité des prix et des salaires empêchait l'économie de s'adapter rapidement aux chocs externes et internes sans sacrifices en termes de croissance et d'emploi (Friedman, 1953). Même

lorsque les prix et les salaires sont relativement souples, le processus d'ajustement peut être très coûteux car il n'est pas instantané. Si le taux de change est bloqué, le seul moyen de corriger l'appréciation de la monnaie en termes réels est de réduire les salaires nominaux, mais il est impossible de le faire sans réduire en même temps la demande

globale et aggraver le chômage. De plus, pour les raisons décrites par Keynes il y a plus de 60 ans, cette réduction des salaires nominaux réduit à son tour la demande globale et accentue les pressions déflationnistes si elle se traduit par une baisse des salaires en termes réels. Il sera donc très difficile de rétablir la compétitivité sans une déflation. Les mesures d'austérité budgétaire visant à réduire le déficit extérieur ne peuvent qu'aggraver

encore la crise, si bien qu'on aboutit à une situation absurde d'inversion des causes et des effets, décrite par Robert McKinnon il y a près de 40 ans (McKinnon, 1963 : 720). Il est étonnant que l'argument le plus important avancé en faveur des taux de change flottants, à savoir la viscosité des prix et des salaires nominaux, soit oublié par les partisans du système de caisse d'émission ou de la dollarisation.

En outre, la caisse d'émission ne garantit pas que les taux d'intérêt resteront au même niveau que dans le pays de la monnaie de référence. Si l'économie perd de sa compétitivité et accumule d'importants déficits des paiements, la contraction des réserves entraîne une contraction de la liquidité qui fait monter les taux d'intérêt et déstabilise le système bancaire. Certains auteurs soutiennent même qu'un régime de caisse d'émission ne réduit le risque de crise des paiements qu'en aggravant le risque de la crise bancaire (Chang and Velasco, 1998). De plus, les investisseurs internationaux n'ont pas nécessairement une confiance absolue et peuvent exiger une prime de risque importante, comme on l'a constaté dans la plupart des pays à régime de caisse d'émission ces dernières années. Il peut y avoir des attaques spéculatives contre la monnaie même avec un tel régime, comme avec tout autre régime de taux de change, et le coût de la défense d'une parité fixe peut être encore plus élevé que le coût de l'effondrement d'un système de parités ajustables. Par exemple, en termes d'emploi et de production, l'Argentine et Hong-Kong (Chine) ont perdu autant ou plus que les pays voisins dont le taux de change a brutalement baissé durant les récentes crises. Pour une économie dont le secteur financier est ouvert, les différents régimes se distinguent moins par leur aptitude à protéger l'économie réelle que par la façon dont celle-ci est endommagée

Un régime de caisse d'émission ne réduit le risque de crise des paiements qu'en aggravant le risque de la crise bancaire, et le coût de la défense d'une parité fixe peut être encore plus élevé que le coût de l'effondrement d'un système de parités ajustables.

Autrefois, le démantèlement des caisses d'émission se faisait généralement dans le cadre de la décolonisation, et la monnaie de référence antérieure était souvent la livre sterling. Contrairement à leurs homologues contemporains, les anciennes caisses d'émission n'avaient pas été instituées pour rétablir la crédibilité: elles avaient été imposées par la puissance coloniale pour renforcer les relations commerciales avec ses colonies. En principe, la caisse d'émission permet une dévaluation, voire un flottement intégral, puisqu'il existe toujours une monnaie nationale,

contrairement à ce qui se passe avec la dollarisation. Toutefois, aucune des caisses d'émission contemporaines n'a de stratégie de sortie connue et, en fait, la divulgation d'une telle stratégie lui ôterait toute efficacité. C'est pourquoi il est probablement impossible d'abandonner un régime de caisse d'émission sans perturbation majeure, en particulier lorsque son coût économique nécessiterait justement qu'on l'abandonne. Et si le régime donne satisfaction, pourquoi l'abandonner?

C. Arrangements régionaux : le cas de l'Europe

Comme les pays en développement n'ont pas pu trouver de solution unilatérale au problème de la gestion de leur monnaie et de la prévention des crises financières, et que les grandes puissances ne souhaitent pas vraiment réformer l'architecture financière internationale, on s'intéresse de plus en plus aux solutions régionales (Chang, 2000 ; Mistry, 1999 ; Park and Wang, 2000). A cet égard, l'exemple qui retient le plus l'attention est celui de la coopération monétaire et des mécanismes de gestion des taux de change mis en œuvre en Europe après l'abandon du système de Bretton Woods, qui ont débouché sur une union monétaire à la fin des années 90.

Au début des années 70, la première réponse de l'Europe au démantèlement du système de Bretton Woods a été la mise en place du "serpent", conçu pour stabiliser les taux de change intra-européens à l'intérieur de marges de fluctuation relativement étroites, dans un environnement extrêmement instable. Ensuite, les pays membres de la Communauté économique européenne (CEE) ont créé le SME en 1979 et, finalement, introduit l'euro et créé l'Union monétaire européenne (UME) en 1999⁷. Il a donc fallu une trentaine d'années pour passer d'un système de parités ajustables à un système de parités fixes.

Après l'effondrement du système de Bretton Woods, les pays européens ont pu éviter d'importer

l'inflation des Etats-Unis en laissant leurs monnaies s'apprécier par rapport au dollar, et le fait de laisser le marché fixer le taux de change par rapport au dollar était jugé compatible avec l'objectif de stabilisation de la valeur interne des monnaies européennes. Toutefois, comme l'intégration régionale était assez forte, un libre flottement des monnaies européennes les unes par rapport aux autres menaçait de déstabiliser et de perturber le commerce et l'allocation des ressources entre les pays de la région, en particulier dans le cas des petits pays dont l'économie était très ouverte. Ils ont donc considéré qu'une stabilisation des taux de change intrarégionaux, qui collectivement seraient libres de varier par rapport au dollar, serait une solution appropriée, puisque le commerce de l'ensemble de la région avec le reste du monde était relativement modeste.

L'intégration régionale et la coopération monétaire ont été conçues dans le but de faire de l'Europe une grande zone économique, comme celle des Etats-Unis, peu tributaire du commerce avec le reste du monde.

Chaque pays a pris unilatéralement la décision de s'associer à ce dispositif, c'est-à-dire de se lier les mains en matière monétaire, mais le système qui en est résulté impliquait des engagements multilatéraux à l'échelon régional. Comme le deutsche mark avait été la monnaie européenne la plus stable après la guerre et que l'Allemagne était le poids lourd

Les petits pays européens ont certes sacrifié une partie de leur autonomie monétaire mais leur position sur le marché des changes s'est considérablement renforcée et ils sont devenus moins dépendants des institutions financières internationales.

économique de la région, sa monnaie est naturellement devenue le point de référence de nombreux pays européens après le démantèlement du système de Bretton Woods. Etant donné que les pays participants souhaitaient une plus grande intégration, l'Allemagne n'a pas seulement fourni la monnaie de référence ; elle a aussi aidé les autres pays à assurer la stabilité du mécanisme, par des moyens tels que des interventions sur le marché des changes et la fourniture de financements en dernier recours, même si ce dernier rôle n'a jamais été explicite. Quant aux petits pays, ils ont certes sacrifié une partie de leur autonomie monétaire mais leur position sur le marché des changes s'est considérablement renforcée et ils sont devenus moins dépendants des institutions financières internationales.

Dans le processus qui devait conduire à l'établissement d'une monnaie commune, le régime de parités ajustables présentait une différence essentielle par rapport à la situation des pays émergents ces dernières années, du fait que le pays de référence partageait avec les autres pays l'objectif de convergence monétaire et de stabilité intérieure et extérieure des taux de change. En outre, le système était conçu pour réduire la tentation de spéculer, qui aurait pu résulter des écarts d'inflation et de taux d'intérêt, au moyen de fourchettes de fluctuation autour de la grille de parités. Il établissait des obligations d'intervention symétrique et d'octroi de crédits à court terme illimités entre les banques centrales afin d'éviter que les taux de change bilatéraux ne sortent de la fourchette. En outre, il mettait à la disposition des pays membres divers types de soutien de la balance des paiements pour leur permettre de faire face à des situations susceptibles de perturber le marché des changes tout en empêchant le taux de change de leur monnaie de sortir de la fourchette⁸. De plus, il prévoyait des modalités précises pour l'ajustement des fourchettes de fluctuation, et des modalités particulières de participation au mécanisme de change pour les pays les moins avancés (Grèce, Irlande, Portugal et Espagne), notamment une compensation budgétaire considérable, qui ont beaucoup aidé à obtenir la convergence monétaire et budgétaire souhaitée et à respecter les critères de stabilité de l'UEM.

Ce dispositif a été complété par un régime communautaire des mouvements de capitaux qui, jusqu'à l'adoption de la directive de 1988, autorisait les gouvernements à restreindre dans une certaine mesure différentes catégories de transactions, tout en prévoyant quelques obligations de libéralisation qui étaient moins contraignantes pour les opérations à court terme susceptibles d'avoir un caractère

spéculatif. La directive de 1988 a supprimé les restrictions visant les mouvements de capitaux entre résidents des pays de la Communauté, tout en préservant le droit de contrôler les mouvements à court terme en période de tension financière⁹. En outre, les pays de la Communauté devaient s'efforcer de libéraliser au même degré les mouvements de capitaux avec des pays tiers. Toutefois, ils conservaient le droit de prendre des mesures pour lutter contre les mouvements de capitaux spéculatifs. Depuis l'adoption de la monnaie unique, ces mesures ne peuvent plus être prises qu'à l'égard des capitaux provenant de pays tiers ou destinés à des pays tiers.

Malgré la création d'institutions visant à faciliter le fonctionnement du mécanisme de change et l'intégration, l'union monétaire ne s'est pas faite sans difficulté et elle a souvent été perturbée par des chocs ou des erreurs politiques. Dans certains cas, les perturbations ont été très similaires aux crises monétaires subies par des pays émergents qui avaient un régime de parités ajustables. Comme dans ces derniers pays, les écarts de taux d'inflation ont parfois provoqué des tensions : l'inflation était assez prononcée en Italie (puis au Royaume-Uni), moyenne en France et plutôt faible en Allemagne et en Autriche. Par conséquent, les pays à forte inflation devaient ajuster leurs taux de change de temps à autre jusqu'à ce que leur taux d'inflation converge avec celui du pays de référence. A plusieurs reprises, les écarts d'inflation se sont accentués sous l'effet de chocs internes ou externes qui ont mis à l'épreuve la résistance du système et l'attachement des pays participants à la stabilité intérieure et extérieure. Le premier de ces chocs, survenu peu après l'effondrement du système de Bretton Woods, a été la

hausse du prix du pétrole. Au Royaume-Uni et en Italie, le coût unitaire du travail a augmenté beaucoup plus vite et l'inflation a persisté plus longtemps qu'en France, en Autriche et en Allemagne (graphique 5.1). Il a donc fallu ajuster les taux de change.

Toutefois, cet ajustement ne s'est pas toujours fait en douceur. Les événements qui ont débouché sur la crise du SME en 1992-1993 sont instructifs et montrent comment

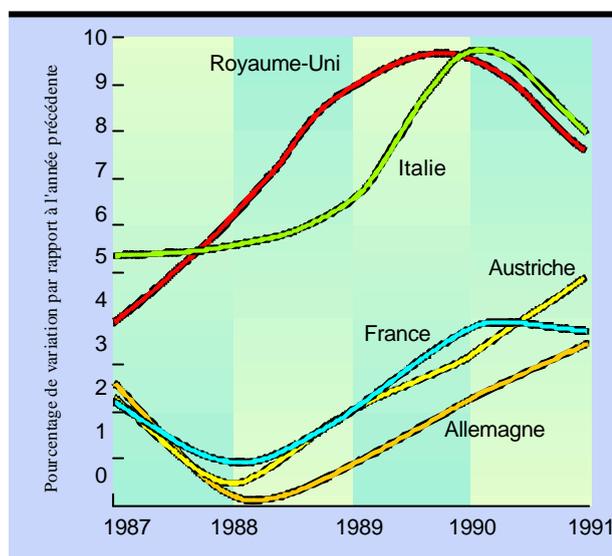
des dispositifs monétaires régionaux, même appuyés par des institutions solides, peuvent s'effondrer lorsque les taux de change sont incompatibles avec l'inflation et le niveau des taux d'intérêt. La crise a eu son origine en 1987, lorsqu'en réponse au crash boursier mondial, les banques centrales des États-Unis et d'Europe ont considérablement abaissé leurs taux d'intérêt. Cela a entraîné une forte stimulation, avec un certain décalage, si bien qu'en Europe le taux

Le régime de parités ajustables a été complété par un régime communautaire des mouvements de capitaux qui, jusqu'à l'adoption de la directive de 1988, autorisait les gouvernements à restreindre dans une certaine mesure différentes catégories de transactions.

Graphique 5.1

COÛT UNITAIRE DU TRAVAIL DANS DIFFÉRENTS PAYS EUROPÉENS APRÈS UNE CONTRACTION DE L'OFFRE, 1972-1976

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)

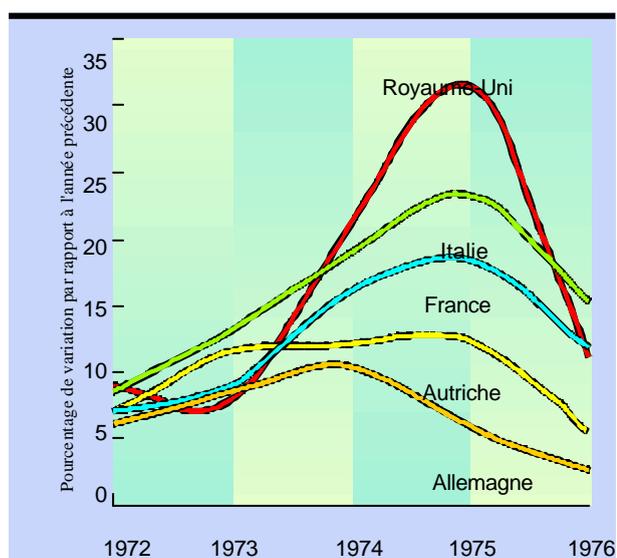


Source : Base de données Ameco, Commission européenne, 2000.

Graphique 5.2

COÛT UNITAIRE DU TRAVAIL APRÈS UNE VARIATION POSITIVE DE LA DEMANDE, 1987-1991

(Pourcentage de variation par rapport à l'année précédente)



Source : Voir graphique 5.1.

de croissance a atteint ou dépassé 4%, le Royaume-Uni prenant la tête à la fin des années 80 et l'Allemagne au début des années 90 (dans le cas de l'Allemagne, cela a aussi été dû aux effets de la réunification). Toutefois, cette accélération de la croissance s'est accompagnée d'une plus grande divergence des taux d'inflation ; le coût unitaire de la main-d'œuvre a considérablement augmenté en Italie et au Royaume-Uni alors qu'il restait plus stable en Allemagne et en France (graphique 5.2). Malgré cela, le taux de change nominal de la lire par rapport au deutsche mark est resté à peu près inchangé entre 1987 et 1992, ce qui impliquait une appréciation de 23% en termes réels. Dans le cas du Royaume-Uni, qui s'était associé au mécanisme de taux de change en 1990 avec une monnaie déjà surévaluée, l'appréciation a été encore plus prononcée. Dans ces deux pays, la perte de compétitivité s'est traduite par une brutale détérioration du solde des opérations courantes. Jusqu'à la crise, les déficits courants de ces pays ont été financés par un afflux de capitaux extérieurs, provenant notamment d'Allemagne, attirés par des écarts de taux d'intérêt considérables. On peut donc dire que la crise du SME, qui a forcé l'Italie et le Royaume-Uni à abandonner le mécanisme de change et à dévaluer leurs monnaies en septembre 1992, était à bien des égards similaire à celle des pays émergents. Pour ces deux pays, l'ajustement des taux nominaux était certainement préférable à une défense des parités qui aurait exigé une déflation pour rétablir leur compétitivité. En revanche, comme nous l'avons vu dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1993* (deuxième partie, chap. I, sect. B), dans le cas de l'attaque spéculative contre le franc français, on ne peut pas dire que c'est le marché qui a fini par imposer sa discipline, car en fait, fondamentalement, l'économie française était aussi solide que l'économie allemande.

Le cas de l'Europe montre que, à l'instar des régimes de parités fixes ou ajustables adoptés unilatéralement, les arrangements monétaires régionaux, même s'ils sont appuyés par des institutions appropriées, peuvent échouer si les autorités ne prennent pas les mesures nécessaires pour que les taux de change soient conformes à la situation réelle de l'économie de chaque membre. De plus, s'il est vrai que dans les arrangements régionaux l'hégémonie du pays de référence est contre-balançée par des obligations qui n'existent pas dans les autres situations, cela n'empêche pas que la politique appliquée par le pays de référence puisse être trop restrictive pour les autres membres. En fait, le resserrement excessif de la politique monétaire de l'Allemagne semble avoir contribué aux attaques spéculatives qui ont visé le franc français durant la crise du SME.

Avec l'instauration d'une monnaie unique, les petits pays membres du système devraient avoir un peu plus d'influence sur la politique monétaire commune. De plus, l'intégration commerciale peut être un facteur de stabilité et de convergence, puisque les pays dont l'économie est en expansion peuvent absorber la production de ceux qui subissent une récession. Les chocs asymétriques et les différences structurelles peuvent toujours entraîner des divergences importantes entre les résultats économiques

des pays selon leur niveau de développement, mais il n'est plus inévitable que ces divergences causent un sérieux dilemme si les pays sont prêts à employer les différents instruments qui restent à leur disposition. Toutefois, dans certaines circonstances, les contraintes imposées en matière de politique budgétaire par le Pacte pour la stabilité et la croissance pourraient faire obstacle à la réduction des écarts économiques intrarégionaux.

D. Le choix des pays en développement : dollarisation ou régionalisation ?

Malgré les revers de 1992 et 1993 et les défauts de conception des politiques et des mécanismes institutionnels qui ont limité la marge de manœuvre des autorités, la coopération monétaire en Europe a réussi à stabiliser les taux de change intrarégionaux, à éviter la contagion financière et résister aux fluctuations par rapport au dollar et au yen. Dans quelle mesure les pays en développement peuvent-ils s'inspirer de cet exemple pour se défendre collectivement contre l'instabilité systémique ? Ces pays peuvent-ils établir des arrangements régionaux sans la participation des trois grands et s'engager dans un processus similaire à celui de l'Europe, passant d'un système de marges de fluctuation garanties au niveau régional à une union monétaire ? Pourraient-ils même passer directement à l'union monétaire en adoptant une monnaie régionale ?

La crise asiatique a suscité beaucoup d'intérêt pour les arrangements monétaires et la coopération à l'échelon régional dans les pays en développement. Ainsi, à l'occasion des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale de 1997, peu après la crise, il a été proposé de créer un Fonds monétaire asiatique. En mai 2000, les pays membres de l'Association des nations d'Asie du Sud-Est (ANASE), la Chine, le Japon et la République de Corée ont lancé une initiative prévoyant des swaps et des accords de rachat (encadré 5.1). Plus récemment, le document franco-japonais mentionné à la section A ci-dessus (Ministry of finance, Japan, 2001 : 5-6) préconisait un renforcement de la coopération régionale en Asie de l'Est, s'inspirant du cas de l'Europe :

Le renforcement de la coopération régionale est un moyen de garantir à la fois stabilité et flexibilité... Le processus de création de l'Union monétaire européenne donne un bon exemple de la façon dont on peut réaliser cette intégration... A cet égard, on a pris le 6 mai 2000 à Chiang Mai une initiative importante pour créer un arrangement financier régional visant à compléter les mécanismes internationaux existants... Il convient d'intégrer la coopération régionale dans le système monétaire et financier global.

L'idée de créer des monnaies régionales, par opposition à la dollarisation, a aussi suscité de l'intérêt en Amérique latine. Le Président de la Banque interaméricaine de développement a récemment déclaré que :

La question (de la dollarisation) est très controversée ; elle a ses partisans et ses détracteurs, mais quoi qu'il en soit, nous pensons que dans la plupart des pays la situation n'y est pas propice... En revanche, les principales conditions requises pour qu'on puisse envisager la création de monnaies régionales sont réunies. (Reproduit dans *SUNS*, 11 janvier 2000)

La création de monnaies régionales pour des groupes de pays en développement pourrait apporter des avantages considérables, similaires à ceux qu'on attend de la création de l'euro. Elle peut réduire les coûts de transaction dans la région en éliminant notamment les commissions de change sur les transactions liées au commerce et à l'investissement intrarégionaux. On estime que cela devrait faire augmenter le PIB de la zone euro d'environ 0,5%. De plus, l'adoption de l'euro devrait stimuler le

COOPÉRATION MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE RÉGIONALE ENTRE PAYS EN DÉVELOPPEMENT

Il existe aujourd'hui peu d'arrangements de coopération financière et monétaire régionale entre pays en développement, à l'exception de ceux d'Asie de l'Est qui sont décrits à l'encadré 5.2. Ceux qui existent prennent diverses formes : mise en commun des réserves de change comme dans le cas du Fonds de réserve des pays andins et du Fonds monétaire arabe, rattachement à une monnaie de référence (zone monétaire du rand) et création d'une monnaie régionale (Union monétaire des Caraïbes orientales). La Communauté financière africaine (CFA) a aussi une monnaie commune, mais présente ceci d'unique qu'elle comporte un accord de coopération en matière de politique monétaire et de politique de taux de change entre ses membres et un grand pays européen.

Le *Fonds de réserve des pays andins* a été créé en 1976 par les membres de la Communauté des pays andins (Bolivie, Colombie, Equateur, Pérou et Venezuela), avec un capital souscrit de 2 milliards de dollars. Il fournit une aide financière à ses membres sous forme de prêts ou de garanties, à des fins de soutien de la balance des paiements, de prêts à court terme (liquidités), de prêts d'urgence, de prêts à l'appui de la restructuration de la dette extérieure publique et de crédits à l'exportation. Ses conditions sont moins rigoureuses que celles du FMI. En outre, il a pour objectif de contribuer à l'harmonisation des politiques de taux de change et des politiques monétaires et financières des pays membres. Il est donc censé promouvoir la stabilité financière et économique de la région et le processus d'intégration de l'Amérique latine¹.

Le *Fonds monétaire arabe* a été créé en 1976, avec une structure similaire à celle du FMI, et il regroupe tous les membres de la Ligue des Etats arabes (sauf les Comores). Son capital souscrit est de 326 500 dinars comptables, ce qui représente environ 1,3 milliard de dollars. Il a pour objectif de promouvoir la stabilité des taux de change entre les monnaies des pays arabes et d'assurer leur convertibilité mutuelle, et il fournit un appui financier aux membres qui ont des difficultés de balance des paiements. Il est aussi censé contribuer à la coopération des membres en matière de politique monétaire et à la coordination de leurs politiques face aux problèmes financiers et économiques internationaux. Son but ultime est de promouvoir la création d'une monnaie commune.

Dans la *Zone monétaire du rand*, le Lesotho et le Swaziland, dont l'économie est très liée à celle de l'Afrique du Sud, ont fixé la valeur de leur monnaie par rapport au rand sud-africain, sans coordination officielle des politiques monétaires.

L'*Union monétaire des Caraïbes orientales* est un système monétaire fondé sur une monnaie commune des membres de l'Organisation des Etats des Caraïbes orientales, qui réunit des petits pays en développement insulaires². Le dollar des Caraïbes orientales a une parité fixe par rapport au dollar des Etats-Unis, mais contrairement à ce que fait la France avec le franc CFA (voir plus loin), les Etats-Unis ne jouent pas de rôle actif dans la gestion de la parité.

La création de la *Communauté financière africaine* remonte à 1948, mais les accords qui régissent actuellement le fonctionnement de la zone CFA ont été signés en 1973. Il y a deux groupes régionaux, possédant chacun sa propre banque centrale : l'Union économique et monétaire ouest-africaine et l'Union économique et monétaire de l'Afrique centrale³. Les 14 pays concernés ont une monnaie commune, le franc CFA, qui n'est pas traité sur le marché des changes, mais peut être converti en francs français à parité fixe. Les mouvements de capitaux à l'intérieur de la zone CFA sont libres, de même qu'entre les pays de la CFA et la France, et les réserves des membres sont mises en commun. Le Trésor français garantit la convertibilité du franc CFA en francs français à parité fixe et joue le rôle de prêteur en dernier recours. En contre-partie, il y a un mécanisme qui limite l'indépendance des deux banques centrales régionales et le Trésor français peut influencer sur la politique monétaire de la zone et sur la détermination du taux de change par rapport au franc français.

Les deux banques centrales régionales ont un compte auprès du Trésor français, sur lequel elles doivent déposer 65% de leurs réserves de change, mais bénéficient d'une possibilité de découvert (au

taux d'intérêt du marché) en principe illimitée. Elles doivent respecter deux règles conçues pour limiter l'offre de francs CFA : i) leurs engagements à vue doivent être couverts par une contre-partie en devises d'au moins 20% et ii) elles ne peuvent pas prêter aux Etats membres plus de 20% de leurs recettes publiques de l'année précédente. La France siège au Conseil d'administration des deux banques centrales⁴. Apparemment, ce dispositif a aidé les pays membres de la CFA à avoir un taux d'inflation nettement inférieur à la moyenne de l'Afrique et, entre 1975 et 1985, leur revenu par habitant a aussi augmenté plus vite que la moyenne. Toutefois, en raison de chocs extérieurs et d'une détérioration de la situation macroéconomique (Hadjimichael and Galy, 1997), il a été mis à rude épreuve à partir de 1985. Les pays membres de la CFA ont subi une forte détérioration de leurs termes de l'échange car les cours mondiaux de certains de leurs principaux produits d'exportation (cacao, café, coton et pétrole) ont chuté et le franc français s'est notablement apprécié par rapport au dollar après l'Accord du Plaza de 1985. En conséquence, le taux de change effectif nominal du franc CFA a augmenté de près de 7% par an entre 1986 et 1993. Les exportations de la zone ont perdu leur compétitivité sur le marché mondial car il s'est révélé impossible de contenir les prix intérieurs ; le déficit courant et le déficit budgétaire de la zone ont augmenté de 6,5% du PIB, et plusieurs pays ont largement dépassé la limite de 20% fixée pour la monétisation de la dette publique.

En 1994, on a décidé de modifier la parité du franc CFA qui est passée de 50 à 100 francs CFA pour 1 franc français (voir aussi *Rapport sur le commerce et le développement 1995*, chap. I, encadré 1 ; Clément, 1996). C'était la première dévaluation du franc CFA depuis 1948, et il n'y en a pas eu d'autre depuis, mais elle a montré la vulnérabilité du dispositif, due notamment à l'absence d'un mécanisme qui permettrait un ajustement progressif des taux nominaux en fonction de l'évolution de la situation macroéconomique et de la balance des paiements. La probabilité de divergence entre la situation macroéconomique de pays en développement tributaires de l'exportation de produits primaires et celle du pays développé dont la monnaie sert de référence est assez grande étant donné que leur réaction à des chocs extérieurs est très différente.

La stabilité et le niveau du taux de change du franc CFA par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux et des concurrents des pays de la zone ont une influence considérable sur leur situation économique globale. Premièrement, le commerce extérieur représente une très grande proportion du PIB dans ces pays. Deuxièmement, le commerce intra-CFA ne représente en moyenne que 8% du commerce total des membres⁵. Troisièmement, en raison de différences structurelles, les pays de la CFA et ceux de l'UE ne constituent pas une zone monétaire optimale. Bien que le commerce avec l'UE représente la moitié du commerce total des pays CFA, la structure de leurs importations et de leurs exportations est très différente et les pays CFA sont en concurrence avec des pays tiers pour leurs exportations de produits primaires tant sur le marché de l'UE que dans le reste du monde. Par conséquent, une politique consistant à bloquer le taux de change par rapport au franc français (puis par rapport à l'euro) tout en le laissant varier librement par rapport aux autres monnaies, même si elle apporte une certaine discipline monétaire et une certaine protection contre les attaques spéculatives, crée des problèmes de compétitivité.

¹ Pour plus de précisions, voir FLAR (2000).

² Les Etats membres sont Antigua et Barbuda, la Dominique, Grenade, Montserrat, Saint-Kitts-et-Nevis, Sainte-Lucie, Saint-Vincent et les Grenadines. Les Iles Vierges britanniques et Anguilla sont membres associés.

³ L'Union économique et monétaire ouest-africaine regroupe le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. La Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale regroupe le Cameroun, la République centrafricaine, le Tchad, le Congo, la Guinée équatoriale et le Gabon. Ces deux groupes ont des monnaies distinctes, mais comme celles-ci ont la même parité par rapport au franc français, elles sont régies dans le même cadre. En outre, comme les mouvements de capitaux entre les deux zones sont libres, on peut considérer que la zone du franc CFA est une zone monétaire unique. Les Comores ont un dispositif similaire mais conservent leur propre banque centrale.

⁴ Pour un exposé détaillé des aspects institutionnels de la CFA, voir Banque de France (1997).

⁵ La part du commerce intra-CFA va de 1,5% du commerce total au Congo à 23,2% au Mali. En revanche, les liens avec l'Europe sont très étroits : 50% des exportations et 66% des importations dans le cas de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale et 49,3 et 46,3% respectivement dans le cas de l'Union économique et monétaire ouest-africaine.

commerce intrarégional, principalement en induisant un détournement du commerce avec le reste du monde (*Rapport sur le commerce et le développement 1999*, première partie, chap. III). Enfin, une banque centrale supranationale peut limiter l'influence de politiques nationales populistes sur la conduite des affaires monétaires, tout en restant comptable devant les pays membres. Contrairement à la dollarisation, une telle solution évite aux pays concernés de perdre l'avantage du seigneurage (Sachs and Larrain, 1999 : 89).

La mise en place d'arrangements régionaux, et notamment la création de monnaies régionales, réunissant des pays en développement aurait aussi pour avantage de réduire le risque de décalage conjoncturel

et de chocs asymétriques dans la mesure où les institutions et les structures économiques des pays concernés sont similaires. En d'autres termes, il est probable qu'un groupe ne comptant que des pays en développement sera plus proche d'une zone monétaire optimale que si des pays développés en font partie.

Toutefois, si l'on veut appliquer l'exemple de l'Europe aux pays en développement, il faut tenir compte des différences. La situation de l'Europe a montré que les petites économies très ouvertes ayant des liens commerciaux étroits à l'échelon régional peuvent créer et préserver un système de taux de change stables par rapport à une monnaie de réserve tant qu'il y a des lignes directrices claires en ce qui concerne le maintien et l'ajustement des fourchettes de fluctuation, la répartition des responsabilités et le rôle des institutions et des politiques d'accompagnement. Ces mécanismes peuvent fonctionner assez longtemps sans grandes perturbations et ils aident à approfondir l'intégration (encadré 5.2). Toutefois, dans le cas de pays plus grands et de poids économique similaire, la mise en place et la préservation d'un tel système pourraient poser des problèmes considérables, en particulier si le groupe ne contient pas de pays dont la monnaie est une monnaie de réserve.

C'est pourquoi, à moins de s'organiser autour d'un pays dont la monnaie est une monnaie de réserve, des pays en développement de taille comparable pourraient avoir du mal à former un groupe capable de créer et de défendre une grille de taux de change similaire au mécanisme de change européen et à faire en sorte que les politiques monétaires et financières appliquées par chacun des pays soient compatibles entre elles et avec la stabilité des taux de change. De plus, si aucun des grands pays dont la monnaie est une monnaie de réserve n'est associé au système, il pourrait être difficile de mettre

en place des mécanismes efficaces pour se défendre contre les attaques spéculatives visant les différentes monnaies du groupe. Dans ces conditions, le passage direct à l'union monétaire, avec l'adoption d'une monnaie régionale, pourrait paraître préférable, mais il poserait les mêmes problèmes concrets que la mise en place d'un mécanisme de taux de change. Pour que les pays en développement réussissent à former des groupes monétaires régionaux capables d'accroître la stabilité des taux de change et la stabilité financière, il est indispensable de tenir compte de ces difficultés et de mettre en place des mécanismes appropriés pour les surmonter.

L'absence d'une monnaie de réserve dans un arrangement régional pose aussi un problème de crédibilité. Il peut être

particulièrement difficile à des pays ayant un long passé de désordre monétaire et d'inflation de former une union monétaire crédible sans y associer un grand pays dont la monnaie est une monnaie de réserve et qui a une solide réputation de discipline et de stabilité monétaire. A cet égard, il est évident que l'Amérique latine est en moins bonne posture que l'Asie de l'Est.

De façon plus fondamentale, pour les pays en développement, la gestion du taux de change par rapport aux trois grandes monnaies de réserve est une tâche extrêmement ardue, qu'elle se fasse dans le cadre d'une union monétaire ou d'un mécanisme type SME. Ils ne peuvent pas laisser leurs monnaies flotter librement par rapport aux autres monnaies du monde, même si l'intégration régionale est très poussée. Par exemple, en Asie de l'Est, le commerce intrarégional (ANASE, nouveaux pays industriels et Chine) est important et ne cesse de croître, mais il ne représente encore que moins de la moitié du commerce total (*Rapport sur le commerce et le développement 1996*, deuxième partie, chap. I, sect. E), contre deux tiers dans l'UE. Rapporté au PIB, le commerce des pays en développement d'Asie de l'Est avec le reste du monde est deux fois plus important que celui des Etats-Unis, de l'UE ou du Japon. Par conséquent, le taux de change de leurs monnaies par rapport à celles des trois grands peut avoir une influence considérable sur leur situation économique. En outre, les arrangements régionaux ne les protégeraient pas contre les chocs financiers, puisqu'ils ont presque tous une lourde dette extérieure libellée dans une monnaie de réserve.

En raison de ces différents facteurs, il n'est pas souhaitable que les pays en développement laissent leurs monnaies flotter par rapport à celles des trois grands et il faut donc se demander quel régime de taux de change ils doivent adopter au niveau régional. L'une des options consiste à établir une parité

*Les pays en développement
peuvent-ils établir des
arrangements régionaux sans la
participation des trois grands et
s'engager dans un processus
similaire à celui de l'Europe ?*

Encadré 5.2**L'INITIATIVE DE CHIANG MAI**

Avant même la crise financière de 1997, l'Asie de l'Est manifestait un intérêt croissant pour la coordination des politiques et la coopération monétaire à l'échelon régional. Divers accords d'échange et de rachat avaient été adoptés et ces initiatives se sont multipliées durant la crise mexicaine au milieu des années 90. Toutefois, elles n'ont pas préparé la région à faire face aux crises monétaires de 1997 et 1998.

Dans une déclaration conjointe sur la coopération en Asie de l'Est, publiée au Sommet « ANASE plus 3 » (c'est-à-dire les 10 membres de l'ANASE plus la Chine, le Japon et la République de Corée) en novembre 1999, il a été convenu de renforcer la concertation, la coordination et la collaboration pour les questions financières, monétaires et budgétaires d'intérêt commun (Ministry of Finance, Japan, 2000a : 8). En mai 2000, les Ministres des finances de la région ont lancé l'initiative dite de Chiang Mai, visant à établir des réseaux de coopération financière à plusieurs niveaux pour accompagner l'interdépendance économique croissante des pays d'Asie et pour essayer d'éviter que des chocs financiers se propagent à l'ensemble de la région¹. Cette initiative prévoit d'employer le cadre constitué par l'ANASE et les trois autres pays pour améliorer l'échange d'informations sur les flux de capitaux et de créer un observatoire économique et financier régional. Le cœur de l'initiative est un mécanisme financier qui renforcerait le soutien intrarégional pour lutter contre les attaques spéculatives. Ce mécanisme, qui s'appuie sur l'ancien Arrangement de crédit réciproque de l'ANASE (ASA), est censé compléter les autres mécanismes existants de coopération financière internationale. Il devrait aussi contribuer à la stabilité des taux de change dans la région.

L'ancien ASA, qui remonte à 1977, réunissait cinq pays seulement (Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour et Thaïlande). Les fonds engagés étaient de 200 millions de dollars, ce qui est négligeable comparé aux 17 milliards de dollars de réserve de change que les cinq pays concernés ont perdus entre juin et août 1997.

Le nouveau dispositif prévu par l'Initiative de Chiang Mai englobe le Brunéi-Darussalam et prévoit une intégration progressive des quatre autres pays de l'ANASE (Cambodge, République démocratique populaire lao, Myanmar et Vietnam). Son élément le plus important est qu'il comporte des accords bilatéraux de crédit réciproque et de rachat entre les pays de l'ANASE et la Chine, le Japon et la République de Corée. Le montant disponible serait de 1 milliard de dollars. Toutefois, il est probable que les engagements des trois pays non membres de l'ANASE en matière de crédits réciproques bilatéraux dépasseront sensiblement ce montant ; ils seront déterminés par le niveau de leurs réserves de change et les montants des accords antérieurs conclus entre le Japon et la République de Corée (5 milliards de dollars) d'une part et entre le Japon et la Malaisie (2,5 milliards de dollars) d'autre part. Les conditions de tirage et plusieurs aspects techniques doivent encore être réglés au moyen de négociations entre les pays concernés, mais il semble que le recours aux arrangements bilatéraux sera en principe subordonné à un appui du FMI (Ministry of Finance, Japan, 2000b).

¹ Pour plus de renseignements sur cette initiative, voir Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of Thailand (2000) ; Ministry of Finance, Japan (2000a et 2000b) ; "Asia finance: Central banks swap notes", *The Economist*, 16 mai 2000.

ajustable par rapport à un panier composé des trois grandes monnaies de réserve, avec une fourchette de fluctuation¹⁰. Le document franco-japonais précité suggère qu'un tel régime intermédiaire pourrait ouvrir la voie à une union monétaire :

Une solution envisageable pour de nombreux pays émergents consisterait à adopter un régime de taux de change à parités ajustables, avec une fourchette de fluctuation implicite ou explicite autour d'un taux central déterminé par rapport à un panier de devises... Un tel régime peut être accompagné, pendant un certain temps et dans certaines circonstances, par des mesures visant à empêcher un afflux excessif de capitaux. (Ministry of finance, Japan, 2001 : 3-4)

Les auteurs de ce document soutiennent qu'un groupe de pays ayant des liens financiers et commerciaux étroits devrait adopter un mécanisme qui fasse automatiquement varier les taux de change de la région dans le même sens et dans des proportions similaires. Cela impliquerait une grille de parités fixe pour les monnaies des membres, comme dans le SME. Toutefois, comme l'a montré l'expérience de l'Europe, il restera nécessaire d'ajuster de temps à autre les parités, par exemple en raison d'écarts d'inflation. Un tel régime, appliqué collectivement, devra peut-être être complété par un système collectif de contrôle des mouvements de capitaux. Pour les raisons déjà exposées, le contrôle des mouvements de capitaux (dans les deux sens) peut être plus facile lorsque les pays agissent collectivement. Dans un tel dispositif, les mouvements de capitaux intrarégionaux pourraient être libres, comme dans l'UEM, tandis que les mouvements de capitaux provenant de pays non membres ou à destination de pays non membres seraient contrôlés, comme dans les premiers temps du SME, de façon à limiter les mouvements à court terme susceptibles de déstabiliser le système.

Tout dispositif monétaire régional doit être complété par des mécanismes de soutien de la monnaie régionale ou des monnaies des pays membres pour éviter que les taux de change sortent des fourchettes de fluctuation et pour décourager les attaques spéculatives. Depuis la crise de l'Asie de l'Est, on a avancé plusieurs propositions concernant la création de mécanismes régionaux d'intervention sur les marchés des changes et de fourniture de liquidités internationales aux pays victimes d'une

fuite des capitaux. La proposition, faite en 1997, de créer un mécanisme asiatique disposant de 100 milliards de dollars a été rapidement combattue par le Trésor des Etats-Unis et le FMI, qui craignaient que cela ne réduise le rôle et le pouvoir de ce dernier et ne rende encore plus difficile l'obtention de l'approbation par le Congrès de la contribution des Etats-Unis à la dernière augmentation des quotes-parts du FMI (Mistry, 1999 : 108)¹¹. Une autre proposition consisterait à mettre en commun les réserves nationales pour défendre les monnaies contre les attaques spéculatives et fournir des liquidités internationales, sans imposer aux pays visés les conditions rigoureuses généralement imposées par les institutions internationales de finan-

cement. Par exemple, à la veille de la crise thaïlandaise de 1997, les réserves nettes de tous les pays d'Asie de l'Est, y compris le Japon, dépassaient 500 milliards de dollars et en 2000 elles atteignaient environ 800 milliards de dollars (Park et Wang, 2000). La mise en commun des réserves pourrait être complétée par des accords régionaux d'emprunt entre les banques centrales de la région, inspirés des accords généraux d'emprunt (AGE) du FMI, comme l'a récemment proposé Singapour.

Des arrangements tels que la mise en commun des réserves nationales ou des mécanismes d'échange entre banques centrales peuvent certainement beaucoup contribuer à stabiliser les taux de change, même lorsqu'ils n'associent que des pays en développement. Toutefois, il est probable qu'ils seront plus efficaces pour limiter la volatilité à court terme et répondre à des attaques spéculatives isolées que pour éviter les crises systémiques. Vu le comportement grégaire des investisseurs

et des spéculateurs, et la rapidité et l'ampleur de la contagion, il pourrait être impossible de préserver un dispositif de ce type en temps de crise uniquement en puisant dans les réserves nationales des membres s'il n'y a pas de possibilité de faire appel à un prêteur en dernier recours à l'échelon régional. De plus, il serait très coûteux de conserver des réserves internationales considérables à cet effet pour se prémunir contre les paniques financières. Comme nous le verrons au prochain chapitre, il serait peut-être plus judicieux de recourir à des moratoires unilatéraux et à des mesures de contrôle des changes et des mouvements de capitaux en cas d'attaques spéculatives.

Pour les pays en développement, la gestion du taux de change par rapport aux trois grandes monnaies de réserve est une tâche extrêmement ardue, qu'elle se fasse dans le cadre d'une union monétaire ou d'un mécanisme type SME.

Tout dispositif monétaire régional doit être complété par des mécanismes de soutien de la monnaie régionale pour éviter que les taux de change sortent des fourchettes de fluctuation et pour décourager les attaques spéculatives.

Dans un monde caractérisé par une instabilité financière systémique globale, tout arrangement régional conçu pour stabiliser les taux de change et éviter les crises, et mieux les gérer si elles se produisent quand-même, doit être complété par d'autres mécanismes visant à renforcer la surveillance régionale, à améliorer l'information et à donner une alerte rapide. Des réformes nationales resteraient nécessaires dans bon nombre des domaines examinés au chapitre précédent pour donner à la coopération régionale des bases solides. De même que des mesures internes, si elles ne sont pas complétées par des arrangements mondiaux, ne suffiront jamais à assurer une plus grande stabilité financière, des arrangements régionaux risquent de ne pas réussir si les pays concernés n'appliquent pas des politiques judicieuses et n'ont pas des institutions nationales solides.

Comme l'a montré le cas de l'Europe, la mise en place d'une union monétaire peut être un processus long et ardu, qui exige une volonté politique forte et une "culture de l'intégration régionale". Dans ces conditions, les initiatives et propositions récentes, si modestes soient-elles, sont les bienvenues.

Comme l'a montré le cas de l'Europe, la mise en place d'une union monétaire peut être un processus long et ardu, qui exige une volonté politique forte et une "culture de l'intégration régionale". Des arrangements régionaux liant plusieurs monnaies nationales dans une grille de taux de change peuvent rencontrer de sérieuses difficultés même lorsque les institutions nécessaires existent. Il ne sera pas facile aux pays en développement de reproduire le modèle européen, avec ou sans l'aide des trois grands. Toutefois, la menace de crises financières virulentes et l'absence de progrès réels dans la réforme de l'architecture financière internationale ont créé un sentiment d'urgence

dans les pays émergents, notamment en Asie de l'Est, qui jugent nécessaire de se doter de mécanismes de défense collectifs à l'échelon régional. Dans ces conditions, les initiatives et propositions récentes, si modestes soient-elles, sont les bienvenues.

Notes

1. Par exemple, dans son rapport, la Commission consultative sur les établissements financiers internationaux créée par les Etats-Unis (ce rapport est généralement appelé « *Rapport Meltzer* »), recommande que les pays évitent les parités ajustables. Le FMI, dans le cadre de ses consultations sur les politiques à mener, devrait recommander soit une parité absolument fixe (caisse d'émission ou dollarisation), soit un régime de flottement intégral (IFIC, 2000 : 8). Un ancien Secrétaire au Trésor des Etats-Unis a exprimé une opinion similaire : « Dans le cas des pays ayant accès au marché international des capitaux, il faut de plus en plus éviter les régimes intermédiaires de parités ajustables au profit de deux options extrêmes, le flottement intégral ou une parité fixe, éventuellement appuyée par l'engagement de renoncer à avoir une politique monétaire indépendante » (Summers, 2000 : 8).
2. Pour une description de ce processus avant l'expansion récente des flux de capitaux vers les pays émergents, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1991* (deuxième partie, chap. III, sect. F) ; *Rapport sur le commerce et le développement 1998* (première partie, chap. III, sect. B) ; et *Rapport sur le commerce et le développement 1999* (deuxième partie, chap. VI).
3. Par exemple, le programme convenu en 1998 par le Brésil avec le FMI prévoyait un abandon de la parité fixe au moyen d'une série de dévaluations progressives en 1999, ainsi qu'un financement d'urgence, mais cela n'a pas empêché la crise.
4. Cette impossibilité pour un pays d'emprunter dans sa propre monnaie a été qualifiée de « péché originel » (Hausmann, 1999 ; Eichengreen and Hausmann, 1999). Son corollaire est que, par définition, l'exposition extérieure globale du pays ne peut pas être couverte contre les variations de change. Supposer qu'il soit possible de la couvrir revient à considérer que ce pays pourrait emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie mais décide de ne pas le faire, alors qu'en fait il n'y a tout simplement pas de marché qui le lui permettrait (Eichengreen and Hausmann, 1999 : 25).
5. Pour une analyse de la situation des années 80 à cet égard, voir Secrétariat de la CNUCED (1987) ;

Akyüz and Dell (1987) ; et *Rapport sur le commerce et le développement 1990* (deuxième partie, chap.I). Pour une analyse des situations plus récentes, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1993* (deuxième partie, chap. I), *Rapport sur le commerce et le développement 1994* (deuxième partie, chap. II), *Rapport sur le commerce et le développement 1995* (deuxième partie, chap. I), *Rapport sur le commerce et le développement 1996* (deuxième partie, chap. I) et *Rapport sur le commerce et le développement 1999* (chap. III).

6. Pour une analyse des coûts et avantages de la parité fixe et du flottement, voir Hausmann (1999) et Sachs and Larrain (1999).
7. La première grande initiative politique en faveur d'une union monétaire européenne a été prise en 1969 avec l'adoption du Rapport Werner, qui proposait plusieurs étapes : premièrement, une réduction des marges de fluctuation entre les monnaies des Etats membres de la Communauté ; deuxièmement, la libération complète des mouvements de capitaux et l'intégration des marchés financiers ; troisièmement, une fixation irrévocable des taux de change entre les différentes monnaies. En 1971, tentant pour la première fois de créer une zone de stabilité monétaire, la CEE a cherché à limiter la marge de fluctuation entre les monnaies européennes, mais en gardant une certaine souplesse (le serpent). Le serpent n'a pas survécu longtemps à l'effondrement du système de Bretton Woods mais a été ressuscité en 1972 sous l'appellation de « serpent dans un tunnel », système qui réduisait les marges de fluctuation entre les monnaies de la Communauté (serpent), à l'intérieur de marges plus larges de fluctuation entre ces monnaies et le dollar (tunnel). Durant la crise monétaire qui a accompagné la crise pétrolière de 1973, ce mécanisme a montré ses limites et différents pays l'ont quitté, jusqu'à la création du SME en 1979. Le Royaume-Uni était membre du SME mais n'a participé au mécanisme de change qu'à partir de 1990. Pour une histoire de l'intégration monétaire européenne et une description du fonctionnement du SME, voir Bofinger and Flassbeck (2000).
8. Pour une analyse utile des mécanismes de soutien des paiements externes dans la CEE, voir Edwards (1985 : 326-346). Dans le cadre de la création de l'Union économique et monétaire, le Fonds européen de coopération monétaire, organisme qui administrait les facilités à court terme au titre du soutien financier mutuel, a été liquidé et ses fonctions ont été reprises par l'Institut monétaire européen (IME).
9. En outre, elle obligeait les pays à prendre les mesures nécessaires pour assurer le bon fonctionnement du système fiscal, du contrôle prudentiel, etc. Pour plus de précisions, voir Akyüz and Cornford (1995).
10. Ce régime est désigné en anglais par le sigle BBC (basket, band and crawl) (Williamson, 2000).
11. On trouve aussi dans ce document une analyse détaillée d'autres propositions de dispositifs régionaux.

GESTION DES CRISES ET PARTAGE DU FARDEAU

A. Introduction

Un nombre croissant d'observateurs pensent que pour gérer efficacement les crises financières dans les pays émergents il faut combiner judicieusement trois types d'intervention : des mesures macroéconomiques à l'échelon national, en particulier sur le plan monétaire et budgétaire et en matière d'ajustement du taux de change, la fourniture rapide de liquidités internationales suffisantes, assorties de conditions appropriées, et la mise à contribution du secteur privé, en particulier les créanciers internationaux. Rétrospectivement, on convient aujourd'hui que la réponse internationale à la crise asiatique était loin d'être optimale, en tout cas au début. On a trop attendu des mesures nationales, et les hausses de taux d'intérêt et l'austérité budgétaire, plutôt que de rétablir la confiance et de stabiliser les marchés, n'ont fait qu'aggraver la récession et les problèmes financiers des débiteurs privés. Les programmes de sauvetage internationaux ont été conçus moins pour protéger les monnaies contre les attaques spéculatives ou pour financer les importations que pour répondre aux exigences des créanciers et préserver la liberté des mouvements de capitaux. Plutôt que de faire contribuer les créanciers privés à la gestion et au règlement des crises, l'intervention internationale coordonnée par le FMI les a tirés d'affaire¹.

Cette forme d'intervention est de plus en plus critiquée pour des raisons de risque moral et d'équité. On considère qu'elle empêche le marché d'exercer sa discipline et qu'elle encourage les créanciers à être imprudents, puisqu'ils finissent par être remboursés par des fonds officiels et n'ont pas à assumer les conséquences des risques qu'ils prennent. Même

lorsque la dette extérieure est une dette privée, ce sont en définitive les contribuables du pays débiteur qui paient, car les Etats sont souvent obligés de se porter garants. Parallèlement, les montants que requièrent ces interventions ne cessent de croître et atteignent les limites de ce qui est politiquement acceptable. La mise à contribution du secteur privé a pour principal objectif de mieux répartir le fardeau du règlement de la dette entre les créanciers privés et officiels ainsi qu'entre les débiteurs et les créanciers.

C'est pourquoi les questions de la participation du secteur privé et de la fourniture d'une aide officielle pour la gestion et le règlement des crises figurent en bonne place dans le débat sur la réforme de l'architecture financière internationale depuis la crise de l'Asie de l'Est. Toutefois, malgré des discussions prolongées et une prolifération de réunions et autres forums, la communauté internationale n'a pas pu se mettre d'accord sur la façon de faire participer le secteur privé au règlement des crises et d'optimiser les prêts officiels en cas de crise. Comme le reconnaît le FMI, on a obtenu certains succès en ce qui concerne la concertation avec le secteur privé, mais il devient de plus en plus clair que la communauté internationale ne dispose pas de tout l'éventail des instruments qui seraient nécessaires pour assurer une mise à contribution raisonnable, coordonnée et rapide des créanciers privés (IMF, 2000a : 10). Dans le présent chapitre, nous étudierons ce problème en décrivant la situation actuelle, en examinant les questions qui restent en suspens et en évaluant les différentes options proposées.

B. Mise à contribution du secteur privé et restructuration de la dette

Mettre le secteur privé à contribution pour le règlement des crises financières, c'est faire en sorte que les créanciers internationaux maintiennent ou accroissent leurs concours aux pays débiteurs qui ont de sérieuses difficultés à s'acquitter de leurs obligations financières extérieures, et créer des mécanismes pour modifier les conditions de ces concours, notamment en ce qui concerne le report des échéances et les annulations de dette². A cet égard, il est utile de faire une distinction entre les mécanismes visant à éviter les retraits massifs de fonds qui rendent la crise inévitable et les mécanismes conçus pour mieux répartir le fardeau du règlement de la crise entre débiteurs et créanciers d'autre part. Dans la mesure où la mise à contribution du secteur privé aiderait à empêcher le chacun pour soi et le dépeçage du débiteur, elle réduirait aussi le fardeau à répartir. Par exemple, un moratoire suivi d'un report des échéances peut empêcher qu'une crise de liquidités provoque des faillites généralisées en aidant à stabiliser la monnaie et les taux d'intérêt. La participation du secteur privé au règlement des crises financières n'est donc pas toujours un jeu à somme nulle. Elle peut en outre aider à régler les conflits d'intérêts entre les créanciers eux-mêmes en assurant un traitement plus équitable.

Les investisseurs étrangers soutiennent souvent qu'ils doivent presque toujours assumer leur juste part du règlement des crises financières dans les pays émergents. D'après eux, les banques internationales subissent des pertes en raison des accumulations d'arriérés et des faillites, les détenteurs d'obligations internationales sont pénalisés parce que les difficultés financières des pays débiteurs se répercutent sur le cours des obligations et la plupart des investisseurs privés évaluent leurs positions au prix du marché (Buchheit, 1999 : 6). Les pertes subies sur les marchés nationaux des obligations et des actions sont aussi mentionnées en tant qu'exemple de mise à contribution des investisseurs privés³.

Pour évaluer les pertes subies par les créanciers, il importe de ne pas oublier que, tant que la valeur de

la créance reste inchangée, la perte correspondant à la baisse du cours de l'actif ne représente en fait qu'une redistribution entre les investisseurs. D'autre part, les pertes nettes des créanciers sont souvent compensées par les primes de risque sur les prêts aux pays émergents. Par exemple, à la veille de la crise asiatique, la dette bancaire totale des pays émergents était de près de 800 milliards de dollars. Si l'on retient une moyenne modeste de 300 points de base,

le rendement de ces créances au seul titre de la prime de risque représente plus de 20 milliards de dollars par an, alors qu'on estime que les pertes subies par les banques étrangères sur la base de la valeur marchande de leurs actifs⁴ totalisent quelque 60 milliards de dollars pour l'ensemble des crises des pays émergents depuis 1997.

Les investisseurs étrangers sont directement mis à contribution lorsque leurs créances sont libellées dans la devise du pays débiteur et qu'ils les vendent en catastrophe. Cela les pénalise d'une part en déclenchant une forte chute du cours des actifs et d'autre part en dépréciant la monnaie du pays débiteur. C'est pourquoi les pays qui empruntent dans leur propre monnaie (ou adoptent comme monnaie une des monnaies de réserve) devraient être moins exposés à des crises monétaires et à des crises d'endettement puisque le montant des pertes éventuelles dissuaderait les ventes massives d'actifs et les attaques spéculatives.

Toutefois, le fait que la dette extérieure soit libellée dans la monnaie du pays débiteur n'élimine pas le problème dit de l'action collective : même si collectivement les créanciers ont intérêt à conserver leurs positions, individuellement, ils ont intérêt à se retirer le plus vite possible, de peur que les autres le fassent avant eux. C'est la raison pour laquelle les créanciers, en se précipitant en masse vers la sortie, rendent la crise inévitable, ce qui est la principale justification des moratoires. La chute du prix des actifs et de la valeur de la monnaie est coûteuse non seulement pour les créanciers, mais aussi pour l'économie du pays débiteur. Dans certains cas, il

La mise à contribution du secteur privé a pour principal objectif de mieux répartir le fardeau du règlement de la dette entre les créanciers privés et officiels ainsi qu'entre les débiteurs et les créanciers.

arrive également que les déposants retirent leurs fonds des petites banques et des banques à capitaux locaux, ainsi que des autres établissements financiers similaires, pour les placer dans des filiales de banques étrangères solidement capitalisées. C'est pour ces raisons que les gouvernements des pays débiteurs sont souvent forcés de prendre des mesures afin d'éviter que les investisseurs étrangers prennent la fuite. Ces mesures peuvent aller au-delà d'un durcissement de la politique monétaire. Ainsi, au Mexique en 1994, sous la pression du marché, le gouvernement a dû remplacer les bons du Trésor libellés en pesos (*cetes*) par des bons indexés sur le dollar (*tesebonos*), dans l'espoir que l'élimination du risque de change persuaderait les créanciers étrangers de rester. Toutefois, cela n'a pas empêché une fuite généralisée, un effondrement du peso et une hausse des taux d'intérêt. C'est pourquoi, même lorsque la dette extérieure est libellée dans la monnaie nationale, des mécanismes visant à mettre à contribution les créanciers privés par un moratoire et un renouvellement automatique des prêts peuvent jouer un rôle important dans la stabilisation financière.

Comme nous l'avons vu en détail dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, les avantages et les principes fondamentaux d'une restructuration concertée de la dette sont à la base des procédures nationales de règlement des faillites. Le chapitre 11 du Code des faillites des Etats-Unis est la référence la plus souvent citée, mais les autres grands pays industriels appliquent des principes similaires, qui combinent trois éléments essentiels : i) gel automatique du service de la dette, qui empêche les créanciers de chercher à dépouiller le débiteur de ses actifs; ii) maintien d'un crédit pour que le débiteur dispose du fonds de roulement nécessaire pour la poursuite de ses activités; et iii) dispositions relatives à la restructuration de l'actif et du passif du débiteur, telles que renouvellement des crédits, report des échéances et annulation ou conversion de créances. La manière dont ces différents éléments sont combinés varie selon les cas, mais l'objectif général est de répartir le fardeau entre les débiteurs et les créanciers et d'assurer un partage équitable du coût du règlement entre les créanciers.

Ces procédures donnent aux débiteurs le sursis nécessaire pour formuler un plan de restructuration de la dette. En principe, on cherche à obtenir l'assentiment des créanciers pour la restructuration, mais il y a des dispositions visant à éviter les blocages en prévoyant que le plan de restructuration puisse être approuvé par une majorité des créanciers, sans que l'unanimité soit nécessaire. Le tribunal des

faillites joue un rôle d'arbitre et de médiateur et, si nécessaire, peut imposer un règlement contraignant pour les créanciers et le débiteur.

Evidemment, l'application des procédures de faillite nationales à des dettes internationales soulève plusieurs questions complexes. Toutefois, il n'est pas indispensable de mettre en place des procédures de faillite internationale très détaillées pour pouvoir

Les pays débiteurs ont bien la possibilité d'imposer une suspension unilatérale des paiements, mais sans base légale une telle mesure peut créer des incertitudes considérables et empêcher une restructuration rationnelle de la dette.

restructurer les dettes internationales de façon rationnelle. L'essentiel est que le débiteur puisse imposer un moratoire approuvé à l'échelon international. Dans certains cas, il est possible de trouver un accord avec les créanciers pour un moratoire volontaire, mais, comme le reconnaît le FMI, en cas de sortie massive de capitaux, il peut être difficile de conclure un accord avec tous les investisseurs concernés, tant

résidents que non résidents (IMF, 2000a : 10). Les pays débiteurs ont bien la possibilité d'imposer une suspension unilatérale des paiements, mais sans base légale une telle mesure peut créer des incertitudes considérables et empêcher une restructuration rationnelle de la dette. De plus, les pays débiteurs peuvent hésiter à appliquer une telle mesure de crainte que les créanciers n'engagent des actions en justice et ne fassent saisir leurs actifs, et par peur d'endommager durablement leur réputation.

Dans le cas de la dette publique, le moratoire implique simplement que l'Etat suspende ses paiements, alors que dans le cas de la dette extérieure privée, il faut imposer un contrôle des changes temporaire qui restreint les paiements à l'étranger pour certaines opérations, notamment les paiements d'intérêts. Il peut aussi être nécessaire d'appliquer des restrictions supplémentaires aux opérations en capital des résidents et des non-résidents (telles que l'achat d'actifs à l'étranger ou le rapatriement de fonds détenus par des non-résidents). A l'évidence, la nécessité de prendre de telles mesures additionnelles dépend de l'ampleur des restrictions visant les mouvements de capitaux qui existent déjà.

Comme la suspension des paiements et le contrôle des changes doivent être imposés et appliqués dans les plus brefs délais, la décision devrait appartenir au pays concerné, sous réserve d'un examen ultérieur par un organisme international, par exemple le FMI. A l'évidence, pour que le débiteur jouisse de la protection du régime des faillites, il faudrait que cette décision ait un caractère exécutoire devant les tribunaux nationaux. Cela exigerait une interprétation assez souple de l'article VIII 2) b) des Statuts du FMI, qui pourrait être faite par le Conseil d'administration du FMI, ou une modification des Statuts de façon que cet article s'applique aussi à la

suspension des paiements au titre de la dette. Le Canada a proposé que les membres du FMI s'entendent sur une « disposition moratoire d'urgence » (Ministère des finances du Canada, 1998).

Toutefois, comme nous l'avons souligné dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, le Conseil d'administration du FMI n'est pas un organe neutre et on ne peut donc pas s'attendre à ce qu'il joue le rôle d'un arbitre indépendant, car les pays concernés par ses décisions sont aussi parmi ses principaux actionnaires. De plus, comme le Fonds est lui-même créancier et est habilité à imposer des conditions aux pays emprunteurs, il peut y avoir un conflit d'intérêts entre lui et les débiteurs ainsi que les autres créanciers. Il conviendrait donc de créer un organe indépendant chargé d'approuver les moratoires. Ce mécanisme serait à bien des égards similaire à celui de l'OMC qui autorise les pays en développement à prendre des mesures d'urgence en cas de difficulté de la balance des paiements (encadré 6.1).

En ce qui concerne la restructuration des dettes des emprunteurs privés, on devrait en principe s'en remettre aux procédures de faillite nationales. Toutefois, dans la plupart des pays en développement ces procédures sont très insuffisantes (voir chap. IV,

sous-section B.6), et il est essentiel que ces pays mettent en place des procédures appropriées pour la restructuration des dettes privées. Les procédures ordinaires de règlement des faillites peuvent être inadaptées et difficilement applicables en cas de crise généralisée et il peut devenir nécessaire d'offrir une protection générale aux débiteurs lorsque les faillites prennent un caractère systémique. Certains auteurs ont proposé d'offrir une protection quasi-automatique aux débiteurs en cas d'alourdissement de leur dette dû à une dévaluation dépassant un certain seuil (Miller and Stiglitz, 1999 : 4). A l'évidence, la nécessité d'une telle protection dépendra du degré auquel les moratoires et le contrôle des changes permettent d'éviter une brutale dépréciation de la monnaie. Pour la dette

publique, il est difficile d'envisager des procédures de faillite officielles à l'échelon international, mais on pourrait aussi donner aux Etats débiteurs une certaine protection en cas d'augmentation de la dette due à l'effondrement de la monnaie. Au-delà, la négociation entre débiteurs et créanciers paraît être la seule option réaliste. Comme nous le verrons plus loin, cette négociation pourrait être facilitée par l'inclusion de diverses clauses dans les contrats de crédit ainsi que par des interventions appropriées des institutions multilatérales de financement.

La communauté internationale reconnaît de plus en plus que le marché ne peut exercer une discipline réelle que si les créanciers doivent assumer les risques qu'ils prennent, mais elle a été incapable de se mettre d'accord sur la façon d'y parvenir.

C. Les débats récents au sein du FMI

Malgré l'intérêt qu'elle présente pour les débiteurs comme pour les créanciers, la mise à contribution du secteur privé au règlement des crises a été l'un des thèmes les plus controversés du débat sur la réforme de l'architecture financière internationale. La communauté internationale reconnaît de plus en plus que le marché ne peut exercer une discipline réelle que si les créanciers doivent assumer les risques qu'ils prennent, mais elle a été incapable de se mettre d'accord sur la façon d'y parvenir. Selon certains, une approche fondée sur le volontariat, au cas par cas, serait le moyen le plus efficace d'associer le secteur privé au règlement des crises. Pour d'autres, il est préférable d'adopter une approche contraignante, fondée sur des règles, dans

l'intérêt de la stabilité financière et de l'équité. Il y a divergence de vues non seulement entre les pays débiteurs et les pays créanciers, mais aussi parmi les principaux pays créanciers eux-mêmes.

Le principal argument en faveur d'une approche contraignante fondée sur des règles est que l'approche au cas par cas pourrait déboucher sur un traitement asymétrique, non seulement des débiteurs et des créanciers, mais aussi des différents types de créanciers. En outre, elle laisserait aux grands pays industriels qui ont une influence considérable dans les institutions internationales de financement une marge de discrétion considérable pour déterminer la nature de l'intervention qu'appellent les crises des pays émergents. Les investisseurs et créanciers

LES DISPOSITIONS DU GATT ET DE L'AGCS RELATIVES À LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES RESTRICTIONS DE CHANGE

Les dispositions des articles XII et XVIII B du GATT de 1994 relatives à la balance des paiements autorisent les Membres à se soustraire aux obligations qui leur incombent en vertu de l'Accord et à imposer des restrictions à l'importation pour faire face à une baisse importante de leurs réserves monétaires ou pour y mettre fin, ou pour se garantir un niveau de réserve suffisant pour mettre en œuvre leur programme de développement économique¹. Les dispositions de l'article XVIII B (c'est-à-dire la section de l'article XVIII qui traite de l'aide publique au développement) visent en particulier les difficultés de paiement qui proviennent principalement des efforts faits par un pays pour élargir son marché intérieur ou de l'instabilité des termes de l'échange. Les mesures autorisées sont les restrictions quantitatives et des mesures fondées sur les prix. Les Membres peuvent appliquer ces mesures à des produits ou groupes de produits bien déterminés. Ils prennent leurs décisions de façon unilatérale, en en notifiant le Secrétariat de l'OMC, et tiennent ensuite des consultations avec les autres Membres dans le cadre du Comité des restrictions appliquées à des fins de balance des paiements. Ces restrictions sont temporaires et sont censées être levées dès que la situation s'améliore. Toutefois, on ne peut pas obliger un Membre à modifier sa politique de développement pour supprimer les restrictions.

L'article XII de l'Accord général sur le commerce des services (AGCS) contient des dispositions similaires : en cas de sérieuses difficultés de la balance des paiements et de financement extérieur, ou de menaces de difficultés de ce genre, un Membre peut adopter ou appliquer des restrictions au commerce des services dans les secteurs dans lesquels il a pris des engagements spécifiques, y compris des restrictions visant les paiements ou transferts associés à des transactions couvertes par ces engagements. Là encore, les restrictions doivent notamment permettre de maintenir un niveau de réserves financières suffisant pour la mise en œuvre du programme de développement ou de transition économique du Membre. Les conditions et modalités d'application de ces restrictions sont similaires à celles qui figurent dans les dispositions du GATT de 1994 relatives à la balance des paiements.

A l'évidence, ces dispositions sont conçues pour éviter que des pays soient forcés de sacrifier leur croissance et leur développement en raison de difficultés temporaires de la balance des paiements courants, et notamment de la balance commerciale. Les pays n'ont pas le droit d'invoquer ces dispositions directement pour restreindre les opérations de change et imposer un moratoire temporaire du remboursement de la dette lorsqu'ils ont de graves difficultés de paiement dues à une fuite rapide des capitaux (et qu'ils subissent donc une crise du compte de capital), mais le fait d'offrir une telle possibilité dans de telles circonstances serait parfaitement conforme à l'esprit de ces dispositions.

¹ Pour une analyse plus détaillée, voir Jackson (1997, chap.7); et Das (1999, chap. III.3).

privés, de même que quelques grands pays industriels, sont de façon générale opposés à des mécanismes contraignants au motif qu'ils créent un risque moral, qu'ils renforcent indûment le pouvoir de négociation des débiteurs, qu'ils retardent le rétablissement de l'accès aux marchés et qu'ils peuvent être employés pour renvoyer à plus tard les ajustements nécessaires⁵.

Le récent débat au sein du FMI concernant la participation du secteur privé au règlement des crises a été axé sur trois mécanismes. Premièrement, il est généralement admis que le FMI devrait s'efforcer, lorsque c'est possible, d'inciter d'autres créanciers à prêter à un pays ayant des difficultés de balance des paiements. Si cela n'est pas opportun ou si le secteur privé refuse de participer, le pays débiteur devrait chercher à conclure avec ses créanciers un accord sur un moratoire volontaire. Enfin, on admet qu'en dernier recours le pays débiteur puisse juger nécessaire d'imposer un moratoire unilatéral s'il n'est pas possible de trouver un terrain d'entente. Toutes ces mesures devraient être accompagnées par un durcissement de la politique monétaire et budgétaire et un ajustement du taux de change. On peut lire dans le rapport de la réunion du Conseil d'administration du FMI consacrée à la participation du secteur privé au règlement des crises financières le passage suivant :

Les administrateurs sont convenus que, dans le cadre suggéré pour la mise à contribution du secteur privé, le Fonds devrait adopter une approche souple, et qu'en raison de la complexité des situations, il devrait soigneusement peser tous les éléments pertinents... Lorsque les besoins de financement du membre concerné sont relativement modestes ou lorsque, même s'ils sont relativement importants, le membre a de bonnes chances de pouvoir à nouveau faire appel au marché dans un proche avenir, on peut s'attendre à ce que la conjugaison de mesures d'ajustement énergiques et de l'appui du Fonds joue un rôle de catalyseur pour inciter le secteur privé à s'engager. Toutefois, dans les autres cas, c'est-à-dire lorsqu'il est irréaliste de s'attendre à un rétablissement rapide de l'accès au marché à des conditions compatibles avec la viabilité extérieure à moyen terme, ou lorsque le surendettement est excessif, il peut être nécessaire d'obtenir un appui plus concerté des créanciers privés, éventuellement en les faisant participer à la restructuration de la dette...

Les administrateurs ont relevé que les mots « moratoire » ou « gel » désignent un large éventail de mesures visant à réduire le montant net du service de la dette ou les sorties de capitaux lorsqu'un pays n'a plus accès au marché international des capitaux.

Il peut s'agir aussi bien d'arrangements volontaires conclus avec les créanciers pour limiter le montant net des sorties de capitaux que de diverses interventions concertées visant à atteindre cet objectif.

Les administrateurs ont souligné que la méthode adoptée pour régler les crises ne doit pas permettre aux pays de se soustraire à l'obligation de s'acquitter ponctuellement de l'intégralité de leur dette. Néanmoins, dans les situations extrêmes, s'il n'est pas possible de conclure un accord de moratoire volontaire, les membres peuvent se trouver dans la nécessité d'imposer un moratoire unilatéral. Les administrateurs ont souligné qu'une telle mesure risquerait de déclencher une fuite des capitaux. Ils ont reconnu que si le durcissement de la politique financière et la flexibilité du taux de change ne suffisaient pas à mettre un terme à la fuite des capitaux, le membre concerné devrait se demander s'il ne serait pas nécessaire de recourir à des mesures plus restrictives de contrôle des changes ou des mouvements de capitaux. (IMF, 2000c)⁶

Certes, il reste toujours la possibilité d'envisager une vaste opération de sauvetage. Certains pays auraient cherché à exclure cette possibilité, mais n'ont pas pu obtenir un consensus :

Plusieurs administrateurs pensaient que la contribution du secteur privé devrait être liée au niveau de l'accès du membre concerné aux ressources du Fonds. D'après eux, une approche fondée sur des règles donnerait plus de prévisibilité au cadre suggéré pour la mise à contribution du secteur privé, et limiterait le risque que les financements publics à grande échelle facilitent la désertion des investisseurs privés. Toutefois, de nombreux autres administrateurs ont souligné que le fait de fixer un plafond pour l'accès aux ressources du Fonds, plafond au-dessus duquel une mise à contribution concertée du secteur privé serait automatiquement requise, pourrait dans certains cas empêcher le rétablissement de l'accès au marché d'un membre ayant de bonnes chances d'obtenir une participation volontaire du secteur privé.

La proposition d'habiliter le FMI à imposer une suspension des poursuites engagées par les créanciers pour donner une protection légale aux débiteurs qui imposent un moratoire temporaire n'a pas non plus suscité l'accord des administrateurs :

La plupart des administrateurs considéraient que, pour montrer qu'il acceptait un moratoire imposé par un membre, le Fonds devrait prendre la décision de prêter aux pays ayant accumulé des arriérés envers des créanciers privés... Quelques administrateurs étaient favorables à une modification du paragraphe 2b) de l'article VIII qui permettrait au Fonds d'offrir à un membre une certaine protection contre le risque de poursuite, en imposant une

suspension temporaire des actions engagées par les créanciers. Les autres administrateurs ne partageaient pas cet avis et ont fait observer que, dans des cas récents, l'engagement de poursuites n'avait pas empêché les débiteurs de trouver un terrain d'entente avec les créanciers privés.

Il faut certainement une grande souplesse dans la gestion des crises financières car leurs caractéristiques et leur gravité varient selon les cas. Toutefois, la situation actuelle laisse trop de discrétion au Fonds et à ses principaux actionnaires en ce qui concerne les décisions relatives au calendrier et à l'ampleur de l'aide officielle que le Fonds apporte aux pays en crise, ainsi que les

conditions auxquelles cette aide est subordonnée, le degré de participation du secteur privé qu'il convient de rechercher et les circonstances dans lesquelles le Fonds devrait approuver des moratoires unilatéraux et des mesures de contrôle des mouvements de capitaux. De façon générale, le cadre proposé ne répond pas aux principales préoccupations des pays débiteurs concernant le partage du coût du règlement des crises et les modalités et conditions de l'appui du FMI. De plus, il ne comporte pas de principes clairs visant à influencer les attentes et le comportement des débiteurs et des créanciers dans le but de garantir une plus grande stabilité.

D. Aide officielle, risque moral et partage du fardeau

L'exposé ci-dessus donne à penser qu'on accorde aujourd'hui plus d'importance à la mise à contribution du secteur privé dans la conception des programmes d'aide officiels aux pays ayant des difficultés financières. Les principaux éléments de la stratégie consistent notamment à employer les fonds officiels pour inciter les investisseurs et créanciers privés à apporter un concours, à continuer de prêter aux pays ayant accumulé des arriérés afin de faciliter la conclusion d'un accord entre débiteurs et créanciers et à subordonner l'aide officielle à une participation préalable du secteur privé. En fait, certains de ces principes ont été appliqués pour le règlement de la crise de la dette dans les années 80, même si leurs objectifs n'ont jamais été entièrement atteints. Par exemple, dans le cadre du Plan Baker, les crédits officiels aux pays en développement surendettés étaient censés jouer un rôle de catalyseur, mais les banques commerciales ont refusé de jouer le jeu et de prêter à ces pays. La pratique du FMI consistant à accorder des prêts à des débiteurs qui ont accumulé des arriérés sur la dette envers des créanciers privés remonte au Plan Brady de 1989, lorsque les banques commerciales, ayant constitué des provisions suffisantes et réduit leurs créances sur les pays en développement, n'étaient plus disposées à collaborer à une restructuration de la dette du tiers monde. Par une décision prise en septembre 1998, le Conseil d'administration du FMI a officiellement reconnu que ce type de prêt faisait partie de la

politique du FMI, et il a élargi cette pratique de façon qu'elle s'applique également aux obligations et aux crédits non bancaires, dans l'espoir que cela aiderait les pays qui mettent en œuvre un programme d'ajustement approuvé par le Fonds à restructurer leur dette envers le secteur privé⁷.

L'importance qu'on accorde aujourd'hui au fait de subordonner l'aide officielle à une participation du secteur privé impliquerait que les institutions officielles s'engagent à ne pas prêter davantage ou annuler une partie de la dette à moins que les créanciers privés ne fassent eux aussi un effort en reportant les échéances, en accordant de nouveaux crédits ou en restructurant leurs créances. Cette stratégie vise non seulement à limiter le risque moral (dans le cas des créanciers privés), mais aussi à répartir équitablement le fardeau entre les créanciers privés et les créanciers officiels. Son principe fondamental est qu'aucune aide publique ne doit être fournie si les débiteurs n'obtiennent pas certains aménagements des créanciers privés et que toutes les catégories de créanciers privés doivent assumer leur part du fardeau⁸. En 1999, les créanciers du Club de Paris ont expressément demandé au Pakistan de chercher à obtenir un traitement comparable de ses créanciers privés (porteurs d'obligations) en rééchelonnant ses euro-obligations. Toutefois, ce principe ne semble pas avoir été appliqué dans le cas du récent plan d'aide officielle à l'Equateur, le FMI n'ayant pas exigé que ce pays conclue un accord de

restructuration avec les porteurs de ses obligations Brady avant de pouvoir obtenir une aide officielle (voir encadré 6.2; et Eichengreen and Ruhl, 2000 : 19).

Il ne fait pas de doute que l'importance accordée au partage du fardeau et à l'égalité de traitement des créanciers privés et officiels constitue un progrès majeur par rapport aux stratégies appliquées dans les années 80 et dans les crises les plus récentes des pays émergents. A ces occasions, les interventions officielles ont été conçues essentiellement pour faire en sorte que les Etats débiteurs continuent d'assurer le service de leur dette envers les créanciers privés et la priorité de la dette multilatérale n'a pas été contestée. Toutefois, le fait d'insister sur un partage équitable du fardeau entre les créanciers n'améliore pas nécessairement la situation en ce qui concerne un aspect plus important encore, celui de la répartition du fardeau entre débiteurs et créanciers.

A cet égard, il est essentiel de se demander si une stratégie qui subordonne l'aide officielle à une participation du secteur privé pourrait faciliter une restructuration plus rationnelle de la dette envers les créanciers privés. La principale justification de cette stratégie est que, si le Fonds refusait de prêter à un pays en difficulté à moins que les créanciers privés ne commencent par prolonger leurs créances, ces derniers s'exposeraient à une cessation de paiement pure et simple, ce qui les encouragerait à négocier avec le débiteur pour conclure un accord. Son principal défaut est que, si la cessation de paiement n'est pas très coûteuse, les créanciers n'auront guère intérêt à restructurer leurs créances. En revanche, si le coût risque d'être très élevé, le FMI ne peut pas rester passif, car la crise menacerait sérieusement la stabilité financière internationale, sans parler de celle du pays concerné. Le refus d'intervention du FMI ne serait pas plus crédible que, par exemple, l'annonce par un gouvernement qu'il n'interviendra pas pour sauver les personnes qui ont construit leur maison dans une plaine inondable⁹. Ce dilemme est un argument très fort en faveur de règles explicites interdisant de construire dans les plaines inondables ou interdisant aux créanciers de « dépecer » le débiteur¹⁰.

Il semble donc qu'une stratégie crédible visant à faire participer le secteur privé au règlement des crises devrait combiner un moratoire temporaire et une limitation rigoureuse de l'accès aux ressources du Fonds. D'ailleurs, ces dernières années, un nombre croissant d'observateurs se sont prononcés en faveur d'une telle stratégie¹¹. Selon certains, on pourrait limiter l'accès aux ressources du Fonds en demandant des taux d'intérêt prohibitifs. Toutefois,

comme il est peu probable que cela suffise à limiter les emprunts d'urgence en cas de crise, il faudra compléter cette mesure par des limites quantitatives. Dans un rapport récent sur la réforme de l'architecture financière internationale, le Council on Foreign Relations (CFR) des Etats-Unis a soutenu que le FMI devrait appliquer systématiquement une limite d'accès égale à 100% de la quote-part par an et à 300% au total, et que les pays devraient pouvoir imposer un moratoire unilatéral lorsque ce financement ne suffit pas à stabiliser le marché financier et la balance des paiements. Les montants engagés dans de récentes interventions dans des pays émergents en crise, à commencer par celles menées en faveur du Mexique en 1995, ont largement dépassé ces limites, étant compris entre 500 et 1900% des quotes-parts.

Toutefois, si l'on fixe de telles limites, il faudra tenir compte du fait que les quotes-parts du FMI ont augmenté moins rapidement que la production et le commerce mondiaux et les flux financiers internationaux, et que leur niveau actuel n'est peut-être pas adapté pour déterminer le montant des opérations de sauvetage du FMI. D'après une estimation, si l'on voulait ajuster les quotes-parts en leur appliquant le taux de croissance de la production ou du commerce mondiaux depuis 1945, il faudrait les multiplier par trois ou par neuf respectivement (Fischer, 1999). Dans une proposition antérieure formulée par le FMI à la veille de la crise mexicaine, consistant à créer une facilité de financement à court terme pour les interventions en cas de crise financière, on avait évoqué la possibilité d'un plafonnement à 300% des quotes-parts (voir *Rapport sur le commerce et le développement 1998*, chap. IV, sect. B.4). Ces montants paraissent plus réalistes que les actuelles limites d'accès ordinaires.

Les ressources du FMI ne sont pas la seule possibilité de financement d'intervention en cas de crise et, dans de nombreux cas, les concours apportés par les grands pays créanciers ont été encore plus importants. Cela a souvent permis à ces pays de faire prévaloir leurs intérêts dans la conception des programmes de sauvetage, notamment en ce qui concerne les conditions dont les prêts sont assortis. Il est très probable que les grands pays créanciers continueront d'agir de la sorte dès que leurs intérêts leur paraissent être en jeu et il se peut même que certains pays débiteurs préfèrent conclure des accords bilatéraux avec eux plutôt que de passer par la voie multilatérale. Toutefois, le plafonnement de l'accès aux ressources du Fonds devrait être respecté abstraction faite des prêts bilatéraux accordés aux pays en crise. En outre, il est souhaitable de conserver une séparation entre ces arrangements

Une stratégie crédible visant à faire participer le secteur privé au règlement des crises devrait combiner un moratoire temporaire et une limitation rigoureuse de l'accès aux ressources du Fonds.

QUELQUES RÉCENTS ACCORDS DE RESTRUCTURATION DE LA DETTE OBLIGATAIRE

Plusieurs accords récents de restructuration de la dette obligataire de pays émergents ont été largement salués par la communauté internationale au motif qu'ils auraient amené certains investisseurs à abandonner l'idée fallacieuse que les obligations internationales émises par des Etats étaient à l'abri de toute restructuration (IMF, 2000a : 10). Toutefois, ils montrent aussi que le dispositif institutionnel actuel ne comporte pas de mécanisme permettant une restructuration concertée de la dette obligataire des Etats et que le processus peut être complexe et épuisant¹. Il n'est pas indispensable que les documents contractuels contiennent une clause d'action collective pour forcer les porteurs d'obligations à s'asseoir à la table des négociations. Une menace crédible de non-paiement peut être tout aussi efficace. Toutefois, même ainsi, il n'est pas sûr que les débiteurs obtiennent un allègement sensible de la dette, surtout par rapport à sa valeur au prix du marché.

Le **Pakistan** a restructuré sa dette obligataire internationale à la fin de 1999 sans invoquer les clauses d'action collective qui figuraient dans ses contrats, préférant une offre facultative d'échange de ses euro-obligations en circulation contre un nouvel instrument d'une durée de six ans, offre qui a été acceptée par la majorité des porteurs. Les problèmes de communication étaient limités car les obligations étaient détenues par une poignée d'investisseurs pakistanais. On pense que l'existence de clauses d'action collective et d'un trustee, ainsi que le fait que le Club de Paris a demandé au Pakistan d'appliquer aux euro-obligations un traitement comparable, s'ajoutant à la menace crédible d'une cessation de paiement, a beaucoup contribué à dissuader les porteurs d'obligations de refuser l'échange². Toutefois, les conditions de l'échange étaient plus favorables aux porteurs que le prix du marché du moment et les nouvelles obligations étaient plus liquides. D'après le FMI, les créanciers ont dû accepter une perte par rapport à la valeur nominale de leurs titres mais pas par rapport à leur valeur marchande, et même si l'impact initial de la restructuration sur le profil de l'endettement du Pakistan a été légèrement positif, en 2001, on estime que le niveau du service de la dette sera aussi élevé qu'avant la restructuration et il restera plus élevé jusqu'à l'échéance de la nouvelle obligation (IMF, 2000b : 137 et tableau 5.2).

L'**Ukraine** a invoqué les clauses d'action collective incluses dans quatre de ses contrats d'émission d'obligations pour une restructuration qui s'est conclue en avril 2000. Contrairement aux obligations émises par le Pakistan, les obligations ukrainiennes étaient largement réparties dans le public, notamment en Allemagne, mais l'Ukraine a néanmoins réussi à obtenir l'accord de plus de 95% des porteurs d'obligations encore en circulation. Comme au Pakistan, l'échange n'a entraîné qu'une prolongation de la durée de remboursement du principal et aucun allègement de la dette puisque le prix d'échange était en fait supérieur au cours du marché (IMF, 2000b, tableau 5.2).

L'**Equateur** a commencé à avoir de sérieuses difficultés à verser les intérêts sur ses obligations Brady à partir du milieu de 1999 et a suspendu ses paiements durant le deuxième semestre. Comme un report des échéances n'aurait pas suffi, il a cherché à obtenir une importante réduction du montant de la dette en offrant d'échanger les obligations en circulation contre des obligations internationales émises au cours du marché mais avec une durée de 20 ans. Les porteurs ont refusé cette offre et ont au contraire voté en faveur d'un remboursement anticipé. Après plusieurs tentatives infructueuses, l'Equateur a invité huit des principaux investisseurs institutionnels détenteurs d'obligations à former un groupe consultatif, chargé d'offrir un cadre officiel de communication avec les porteurs d'obligations mais pas de négocier les conditions d'un échange. A la mi-août, les porteurs ont accepté d'échanger les obligations Brady que l'Equateur avait cessé de rembourser contre des obligations à 30 ans, avec une réduction de 40% du principal, alors qu'à l'époque elles se traitaient sur le marché avec une décote supérieure à 60%. Par conséquent, sur la base de la valeur marchande, les créanciers ont réalisé un gain³.

¹ A propos de ces restructurations, voir de la Cruz (2000) ; Eichengreen and Ruhl (2000) ; Buchheit (1999) ; et IMF (2000b ; encadré 5.3).

² On trouvera dans Eichengreen and Ruhl (2000 : 26-28) un point de vue différent sur les effets de la demande du Club de Paris.

³ Pour une analyse de la restructuration de la dette équatorienne, voir Acosta (2000).

bilatéraux ad hoc et les crédits multilatéraux afin de limiter l'influence de quelques-uns des principaux actionnaires du Fonds sur la politique menée par celui-ci.

Une des questions fondamentales est de savoir s'il conviendrait de dépasser les limites d'accès dans certaines situations. Par exemple, tout en se prononçant en faveur de limites strictes, le CFR suggère dans son rapport que dans les rares cas dans lesquels la crise paraît systémique (c'est-à-dire lorsqu'il y a une crise qui concerne plusieurs pays et que la non-intervention pourrait être une menace pour l'économie mondiale, et qu'en outre les investisseurs et créanciers privés ne parviennent pas à faire la distinction entre les emprunteurs solvables et les autres), le FMI pourrait recourir à des mécanismes de sauvetage « systémiques » (CFRTF, 1999 : 63). Le CFR proposait de créer un mécanisme afin d'éviter la contagion, qui serait financé par une allocation exceptionnelle de droits de tirage spéciaux (DTS)¹² et remplacerait les mécanismes existants du FMI pour les crédits en cas de crise (voir encadré 6.3).

Les préoccupations qui motivent les différentes politiques de crédit en cas de crise systémique ou non

systémique peuvent être justifiées, mais dans la pratique le dépassement des limites de crédit ordinaires laisserait une marge de manœuvre considérable pour le montage de grandes opérations de sauvetage et donnerait au FMI un pouvoir discrétionnaire excessif. Cela impliquerait notamment que, dans le cas des crises qui ne sont pas considérées comme systémiques, l'accès des pays concernés aux ressources du Fonds serait strictement limité, mais ces pays auraient la possibilité d'imposer un moratoire unilatéral. Toutefois, dans les crises touchant de grands pays émergents, on continuerait de préférer les opérations de sauvetage multilatéral au moratoire. Cette hypothèse tendrait à être confirmée par quelques crises récentes : dans le cas du Pakistan et de l'Equateur, les pays en crise ont répudié leur dette (voir encadré 6.2), tandis que dans le cas de l'Argentine et de la Turquie le FMI a monté une opération de sauvetage (voir chapitre II). Dans ces différents cas, la crise était due essentiellement au régime de taux de change appliqué par les pays concernés et non à un effet de contagion internationale. Toutefois, on considère généralement qu'en l'absence d'interventions ces crises auraient pu se propager à d'autres pays émergents.

E. Arrangements facultatifs et dispositions contractuelles

Comme nous l'avons vu plus haut, on attache aujourd'hui beaucoup d'importance aux mécanismes incitatifs visant à amener le secteur privé à contribuer à la gestion et au règlement des crises. Toutefois, en raison de certaines caractéristiques de la dette extérieure des pays en développement, il est extrêmement difficile de faire fond sur de tels mécanismes, en particulier lorsqu'il s'agit d'obtenir rapidement une suspension des paiements et un renouvellement des créances. En particulier, les créanciers et les débiteurs sont très dispersés et il existe une multitude de contrats de crédit, qui prolifèrent en raison de l'intégration et du développement du marché international des capitaux ainsi que d'innovations dans les moyens d'obtenir des capitaux étrangers. De ce fait, l'efficacité de certains des mécanismes facultatifs employés par le passé a beaucoup diminué.

L'évolution la plus importante à cet égard est probablement le fait que les émissions d'obligations internationales ont supplanté les crédits bancaires consortiaux dans le financement des pays émergents; en effet, pour les raisons que nous verrons plus loin, il est beaucoup plus difficile de restructurer une dette obligataire qu'une dette bancaire. Dans l'entre-deux-guerres, époque durant laquelle les pays émergents pouvaient assez facilement accéder au marché obligataire, il était fréquent que les Etats émettent des obligations. Toutefois, la crise financière mondiale de la fin des années 20 et du début des années 30 a provoqué de nombreuses cessations de paiement et, par la suite, jusqu'aux années 90, les pays émergents n'ont plus guère eu recours au marché obligataire. La part des obligations dans la dette à long terme publique ou garantie par l'Etat des pays en développement était d'environ 6,5% en 1980, mais

RÉCENTES INITIATIVES CONCERNANT LES PRÊTS DU FMI EN CAS DE CRISE

Le FMI a pris récemment des mesures pour renforcer sa capacité de financement des pays en crise, même si cette capacité reste inférieure à ce qu'on attendrait d'un véritable prêteur international en dernier recours¹. La Facilité de réserve supplémentaire (FRS), dont la création a été approuvée par le Conseil d'administration du FMI en réponse à l'aggravation de la crise d'Asie de l'Est en décembre 1997, est conçue pour apporter aux pays ayant des difficultés de paiement exceptionnelles des concours illimités, mais dans le cadre d'un accord de confirmation ou d'un accord élargi assorti de conditions très rigoureuses (IMF, 1998 : 7). Toutefois, les moyens de la FRS dépendront des ressources du Fonds qui, si l'on en juge d'après les cas récents, sont probablement insuffisantes pour des interventions de grande ampleur.

La Ligne de crédit préventive (LCP), créée au printemps 1999, est conçue comme une ligne de première défense sous forme de financements à court terme, qui seraient mis à la disposition des pays ayant des problèmes de balance des paiements dus à une contagion financière internationale (IMF, 1999). Ainsi, contrairement à la FRS, qui est conçue pour les pays en crise, la LCP est un mécanisme préventif. Les pays peuvent y accéder s'ils remplissent au préalable des conditions concernant différents indicateurs macroéconomiques et financiers et respectent des normes internationales dans des domaines comme la transparence, le contrôle bancaire, la qualité des relations bancaires et des mécanismes de financement du secteur privé. Il faut que les pressions subies par le compte de capital et les réserves internationales du pays demandeur résultent d'une perte soudaine de confiance parmi les investisseurs, déclenchée essentiellement par des facteurs externes. De plus, même s'il n'y a pas de limite expresse quant au montant des fonds disponibles, comme la FRS, la LCP dépend du niveau des ressources du Fonds. Au départ, on pensait que son caractère préventif limiterait le montant des tirages effectifs, et en fait jusqu'à présent aucun pays n'a demandé à en bénéficier. Selon certains observateurs, les conditions initiales n'incitaient pas les pays à demander la préqualification car les commissions et intérêts perçus par le FMI étaient les mêmes pour la LCP que pour la FRS. De plus, l'accès n'était pas automatique, mais subordonné à une évaluation des politiques appliquées par le pays et des risques de contagion faite par le Conseil d'administration. En septembre 2000, celui-ci a décidé de réduire les commissions et de permettre un accès automatique dans certains cas, afin d'accroître l'utilité potentielle de la LCP (IMF, 2000e), mais celle-ci semble souffrir de problèmes de conception plus sérieux. En particulier, les pays semblent vouloir éviter d'y recourir de crainte que les marchés financiers internationaux n'interprètent cela comme un signal d'alerte et ne ferment le robinet du crédit².

¹ Pour une analyse de ces mesures, voir IMF (2000d). Pour une analyse des questions que soulève la mise en place d'un prêteur international en dernier recours, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1998* (chap. IV, sect. B.4), et Akyüz and Cornford (1999).

² Pour une évaluation antérieure qui va dans le même sens, voir Akyüz and Cornford (1999 : 36). Pour une évaluation plus récente, voir Goldstein (2000 : 12-13).

par la suite elle a rapidement augmenté pour atteindre quelque 21% en 1990 et près de 50% en 1999 (World Bank, 2000). Dans le cas de la dette privée non garantie par l'Etat, la proportion est moins élevée, mais elle a aussi beaucoup augmenté, passant d'environ 1% en 1990 à quelque 24% en 1999. D'après l'Institute of International Finance (IIF), entre 1992 et 1998, sur un total d'environ 1 400

milliards de flux de capitaux nets dans 29 grands pays émergents, 23% provenaient de banques commerciales et 27% d'autres créanciers privés, essentiellement sous forme d'obligations (IIF, 1999, tableau 1).

Autre évolution importante, les prêts au secteur privé représentent une proportion croissante des prêts internationaux aux pays émergents. Dans les années

80, la part des dettes publiques ou garanties par l'Etat dans le total de la dette à long terme des pays en développement dépassait 75%, mais elle était tombée à moins de 60% en 1999. En conséquence, les débiteurs sont aujourd'hui beaucoup plus dispersés qu'autrefois. Une grande partie des emprunts du secteur privé sont des crédits interbancaires, mais dans certains pays émergents les prêts directs aux entreprises ne sont pas négligeables. En Indonésie par exemple, ces prêts représentaient plus de trois quarts de la dette privée. De plus, dans les pays en développement, les crédits bilatéraux représentent une proportion croissante de la dette extérieure du secteur privé, tandis que la proportion des crédits consortiaux a diminué, ce qui implique aussi une plus grande dispersion des créanciers. L'univers des créanciers est encore élargi par les mécanismes de refinancement et les produits dérivés, qui permettent de céder l'intérêt économique correspondant à la créance initiale à un tiers (Yianni, 1999 : 81-84).

D'autres caractéristiques de la dette des pays émergents ont tendance à faciliter la désertion rapide des créanciers, ce qui réduit les possibilités de solutions concertées. La plus importante est sans doute le raccourcissement de la durée des crédits bancaires. Au milieu des années 80, les crédits d'une durée inférieure à un an représentaient quelque 43% du total des crédits bancaires, mais cette proportion est montée jusqu'à près de 60% à la veille de la crise asiatique, avant de retomber ensuite à 50% environ. De même, la multiplication de clauses de défaillance croisée et de remboursement anticipé, ainsi que les options de remboursement intégrées dans les contrats de prêt permettent à un nombre croissant de créanciers de refuser de participer au règlement d'une crise, si bien qu'il est plus difficile aux débiteurs et aux créanciers de se mettre d'accord sur un moratoire et une restructuration volontaires¹³.

Plusieurs propositions visent à faciliter la participation volontaire du secteur privé au règlement des crises. Pour les analyser, il est utile de faire une distinction entre les clauses des contrats d'émission d'obligations et les autres arrangements contractuels ou concertés conçus pour faire contribuer le secteur privé au règlement des crises.

1. Restructuration des dettes obligataires et clauses d'action collective

Comme nous l'avons déjà signalé, ce n'est que depuis peu que la communauté internationale (mais pas nécessairement tous les acteurs des marchés financiers) accepte l'idée qu'il pourrait être nécessaire de restructurer non seulement les crédits bancaires mais aussi les obligations émises par les Etats. Les pays émergents qui avaient émis des obligations dans les années 70 et 80 ont généralement

continué de payer les intérêts et de rembourser le principal durant la crise de la dette des années 80, tout en restructurant leur dette envers les banques commerciales, et ce facteur semble avoir beaucoup contribué à l'expansion rapide des émissions d'obligations dans les années 90, qui ont souvent été préférées au crédit bancaire. En raison de cette expansion et de la multiplication de crises financières aiguës, la restructuration de la dette obligataire est amenée à jouer un rôle plus important, en particulier dans le cas des obligations émises par les Etats.

Toutefois, la restructuration d'obligations soulève de sérieuses difficultés qu'on ne rencontre pas lorsqu'il s'agit de restructurer ou de rééchelonner des crédits consortiaux. Premièrement, il y a un problème de représentation collective qui est beaucoup plus délicat dans le cas des obligations que dans celui des prêts bancaires. Ce problème est lié aux difficultés de communication entre l'émetteur et les porteurs; en général, les porteurs d'obligations sont anonymes et très diversifiés, et l'on trouve parmi eux aussi bien des investisseurs institutionnels que des particuliers. Cette difficulté de communication est aggravée par le fait que les obligations sont échangées sur le marché secondaire. De plus, il y a les obstacles légaux à la création de circuits de communication entre émetteurs et porteurs, et le traitement des porteurs d'obligations qui ne participent pas à la restructuration pose des problèmes délicats, qui varient selon le droit appliqué. Comme les contrats d'émissions d'obligations sont régis par des législations différentes, il est difficile d'appliquer une procédure de restructuration uniforme. De plus, les dispositions actuelles encouragent les porteurs à refuser de participer au règlement et à engager des poursuites car, contrairement à ce qui se pratiquait dans l'entre-deux-guerres, les Etats qui émettent des obligations sont souvent tenus de renoncer à l'immunité souveraine. Les Etats débiteurs ne jouissent pas de la protection accordée aux débiteurs privés par les procédures nationales de faillite, qui interdisent souvent la dissidence des créanciers.

Quelles que soient les dispositions contractuelles et légales qui régissent une obligation, l'Etat émetteur, lorsqu'il a de graves difficultés financières, peut toujours offrir d'échanger les obligations déjà émises contre de nouvelles obligations assorties de conditions différentes. Toutefois, en raison des problèmes de communication et du refus de coopération de certains créanciers, il est difficile de mettre en œuvre de telles solutions. C'est pourquoi, depuis la crise mexicaine, on incite de plus en plus les pays émergents qui émettent des obligations internationales à inclure dans le contrat une clause dite d'action collective, pour améliorer la communication avec les porteurs et faciliter la restructuration¹⁴. Ces clauses paraissent particulièrement souhaitables dans le cas des Etats,

qui ne bénéficient pas de la protection du code des faillites. On peut distinguer trois grands types de clauses d'action collective :

- Les *clauses de représentation collective*, pour désigner un représentant des créanciers chargé de coordonner les négociations entre l'émetteur et les porteurs;

- Les *clauses de décision à la majorité*, qui permettent à une majorité qualifiée (souvent 75%) des porteurs d'approuver une modification des conditions de remboursement contraignante pour tous les porteurs, ce qui empêche qu'une minorité bloque la situation; et

- Les *clauses de partage*, qui visent à faire en sorte que tous les paiements effectués par le débiteur sont répartis entre les porteurs d'obligations au prorata, et doivent éviter des actions en justice isolées.

Il convient de signaler que l'inclusion de telles clauses dans les contrats d'émissions d'obligations, là où elles sont autorisées par la loi, est facultative et dépend souvent des usages. En général, les émetteurs adoptent les usages en vigueur dans le pays du for. Les émissions d'obligations régies par le droit anglais ou le droit de New York ne comportent généralement pas de clauses de représentation collective. Les émissions régies par le droit anglais contiennent systématiquement une clause de décision à la majorité, mais pas celles qui sont régies par le droit de New York, même si celui-ci ne les interdit pas dans le cas des obligations d'Etat. De même, les émissions régies par le droit allemand ou japonais ne contiennent en général pas de clauses de décision à la majorité. En pareil cas, toute modification des conditions de remboursement exige une décision unanime des porteurs. Cela vaut aussi pour les obligations Brady, même lorsqu'elles sont régies par le droit anglais. Apparemment, l'inclusion d'une règle d'unanimité est la principale raison pour laquelle le plan Brady a dû être mis en œuvre sous forme d'un échange de créances contre des obligations, plutôt qu'au moyen d'une modification des contrats de prêt existants (Buchheit, 1999 : 9). Les contrats de prêts bancaires consortiaux contiennent presque toujours des clauses de partage, mais celles-ci sont rares dans les émissions d'obligations car les investisseurs considèrent souvent qu'elles empêchent le créancier de faire valoir sa créance¹⁵. En raison de l'absence de clause de partage et de la renonciation à l'immunité souveraine, les porteurs d'obligations ont d'amples possibilités de résister à une restructuration et d'engager des actions en justice pour obtenir un recouvrement individuel.

D'après les données disponibles, le tiers environ des obligations émises par les pays émergents dans les années 90 étaient régies par le droit anglais; la proportion d'obligations régies par le droit de New York était moins élevée, mais supérieure à 25%, et venaient ensuite le droit allemand (un peu moins d'un cinquième) puis le droit japonais (environ 13%). Il semble que les pays émergents d'Asie et surtout d'Amérique latine ont généralement préféré le droit de New York à celui de l'Angleterre. Le droit japonais régit rarement les émissions d'obligations des pays d'Amérique latine, mais il régit environ le quart des émissions de pays asiatiques, et c'est le contraire pour le droit allemand. Entre 1995 et 2000, la proportion d'obligations régies par le droit de New York a augmenté, mais il est difficile de savoir si cela est lié à la multiplication des crises financières dans les pays émergents (Dixon and Wall, 2000 : 145-146; Eichengreen and Mody, 2000a, tableau 1).

On estime que la moitié environ des obligations internationales en circulation, y compris celles des pays industriels, ne comportent pas de clauses d'action collective, et la proportion est encore plus grande dans le cas des obligations émises par des pays émergents. Les pays émergents craignent que ces clauses limitent leur accès au marché et renchérissent leurs emprunts car elles impliqueraient une plus grande probabilité de défaillance, et insistent donc pour qu'elles soient introduites d'abord dans les émissions des pays industriels. Certains pays industriels, comme le Canada et le Royaume-Uni, ont récemment décidé d'inclure ou d'élargir les clauses d'action collective dans leurs émissions d'obligations internationales, pour encourager les autres pays et en particulier les pays émergents à y recourir plus largement. Les organismes représentant les investisseurs internationaux du secteur privé considèrent que les clauses de décision à la majorité sont acceptables, à condition que le seuil soit fixé entre 90 et 95%, mais préfèrent les offres d'échange facultatives, et ils sont opposés à ce que l'on impose l'inclusion d'une clause d'action collective dans les contrats d'émissions d'obligations (IMF, 2000b : tableau 5.2; Dixon and Wall, 2000 : tableau 2).

L'analyse des données ne permet pas de tirer une conclusion quant à l'incidence des clauses d'action collective sur le coût des obligations internationales (BIS, 1999; Eichengreen and Mody, 2000b; Dixon and Wall, 2000). En fait, ces clauses pourraient avoir deux effets contraires. D'une part, elles peuvent accroître la probabilité de défaillance aux yeux des investisseurs, puisqu'elles peuvent créer

Les pays émergents craignent que les clauses d'action collective ne limitent leur accès au marché et renchérissent leurs emprunts, car elles impliqueraient une plus grande probabilité de défaillance, mais l'analyse des données ne permet pas de tirer une conclusion sur le coût des obligations internationales.

un risque moral, ce qui impliquerait une augmentation de la prime. D'autre part, en cas de défaillance, elles aident les investisseurs à recouvrer leurs créances en facilitant la restructuration. L'effet global dépend du poids que les investisseurs accordent à ces deux facteurs. Dans le cas des pays ayant une bonne note de crédit, l'effet positif pourrait être prépondérant si bien que l'inclusion d'une clause d'action collective pourrait en fait réduire le coût du financement. En revanche, pour les pays jugés peu solvables, ces clauses pourraient bien accroître considérablement la prime de risque sur les nouvelles émissions d'obligations.

Faute d'une expérience suffisante, il est difficile de dire si l'introduction de clauses d'action collective dans les contrats d'émissions d'obligations aurait une grande influence sur la restructuration de la dette¹⁶. Quoiqu'il en soit, même si les pays émergents introduisaient rapidement de telles clauses dans leurs nouvelles émissions d'obligations, cela n'aurait dans un premier temps qu'une incidence limitée étant donné qu'il existe un stock considérable d'obligations déjà émises qui ne comportent pas de telles clauses. En outre, les pays émergents ont rarement invoqué ces clauses, même lorsqu'elles figuraient dans les contrats d'émissions, en partie de peur que les assemblées de porteurs d'obligations puissent être employées pour mobiliser une opposition contre les tentatives de restructuration de la dette et pour exiger le remboursement immédiat (lequel nécessite en général l'approbation de 25% des porteurs). Il est clair que ces risques ne sont pas négligeables, car la décision définitive concernant la restructuration appartient aux porteurs d'obligations et l'Etat emprunteur ne peut pas demander aux tribunaux d'approuver le plan de restructuration, comme peuvent le faire par exemple les entreprises qui ont émis des obligations en vertu de certaines dispositions du Code des faillites des Etats-Unis.

Pour évaluer le rôle que pourraient jouer les clauses d'action collective dans la mise à contribution du secteur privé au règlement des crises, il importe de faire une distinction entre les moratoires et la restructuration de la dette. En ce qui concerne les émissions d'obligations, la pratique actuelle ne laisse guère de possibilités d'obtenir rapidement un moratoire volontaire¹⁷. Pour pouvoir obtenir une telle décision, il faut avoir un interlocuteur représentatif, tel qu'un trustee ou un comité de représentants des porteurs, ainsi que des clauses qui interdisent aux porteurs d'engager des poursuites individuelles et/ou des clauses de partage. Comme on l'a déjà vu, les investisseurs privés sont très opposés à l'inclusion de telles clauses dans presque tous les pays et il est peu probable qu'elles puissent être introduites sur la base

du volontariat. Les clauses de décision à la majorité à elles seules ne permettent pas d'obtenir un moratoire volontaire dans des délais relativement brefs ni d'imposer cette décision aux porteurs dissidents, car leur application implique une procédure lourde qui laisse aux dissidents largement le temps d'étrangler le débiteur.

Les investisseurs privés font souvent observer que les grandes crises financières dans les pays émergents n'ont pas été déclenchées par des initiatives telles que poursuites en justice ou par des tentatives de dépeçage émanant des porteurs d'obligations de l'Etat, mais par la fuite de capitaux fébriles (Buchheit, 1999 : 7). Cela est certainement vrai dans le cas de l'Asie de l'Est, où la dette

obligataire publique était généralement négligeable. Toutefois, en raison de l'expansion rapide du marché obligataire, le fait d'accorder aux porteurs d'obligations une possibilité illimitée d'engager des poursuites ou d'obtenir la saisie des actifs pourrait être une source d'instabilité considérable. Comme nous l'avons déjà vu, la volonté actuelle des créanciers officiels de faire participer le secteur privé au règlement des crises ne suffira probablement pas à inciter les créanciers privés à accepter un moratoire volontaire et un report des échéances en temps de crise.

Les conséquences d'une suspension unilatérale du remboursement des obligations pourraient être plus sérieuses que le fait de ne pas rembourser la dette bancaire, car elles se répercuteraient immédiatement sur les marchés secondaires. Une forte hausse de la prime de risque et une chute brutale du cours des obligations offriraient alors des occasions extrêmement profitables aux investisseurs dits « vautours », qui pourraient acheter les obligations avec une décote importante et engager des poursuites pour s'approprier des actifs¹⁸. D'autre part, comme l'ont montré certaines opérations récentes de restructuration de la dette obligataire, même lorsqu'un moratoire unilatéral débouche sur un accord de restructuration, le processus est généralement chaotique et il n'apporte pas toujours un soulagement notable au débiteur (voir encadré 6.2).

Par conséquent, une solution pourrait être de combiner un moratoire contraignant, approuvé à l'échelon international, et des clauses de décision à la majorité pour empêcher le dépeçage du débiteur et faciliter la restructuration volontaire. Buitert et Silbert (Buitert and Silbert, 1999) préconisent une approche contractuelle du moratoire, laquelle exigerait que tous les accords de prêts internationaux comportent une option de renouvellement automatique et universel de la dette, moyennant une pénalité. Toutefois, il est peu

En ce qui concerne les émissions d'obligations, la pratique actuelle ne laisse guère de possibilités d'obtenir rapidement un moratoire volontaire.

probable qu'une telle clause puisse être introduite sur la base du volontariat et cela exigerait donc un instrument international contraignant. Une autre possibilité consisterait à habiliter le FMI à imposer ou à approuver une suspension du remboursement des obligations dès le début d'une crise (voir par exemple Miller and Zhang, 1998). Le Fonds pourrait compléter cette mesure en continuant d'accorder des crédits, si nécessaire, pour éviter que les pays débiteurs soient étranglés par le manque de liquidités et pour encourager une restructuration rapide. La restructuration elle-même devrait être régie par un accord volontaire entre les porteurs et l'émetteur, sous réserve des obligations figurant dans le contrat d'émission. Il n'est ni possible ni souhaitable d'habiliter le FMI ou tout autre organisme international à imposer une restructuration de la dette des Etats, de façon analogue à ce qui se pratique dans le cas des créanciers privés en vertu des dispositions du chapitre 11 du Code des faillites des Etats-Unis. Néanmoins, le Fonds pourrait exercer une influence considérable sur le processus par le biais des conditions auxquelles il subordonne ses prêts.

Selon certains observateurs, des propositions telles que l'inclusion de clauses d'action collective et la création de comités de porteurs d'obligations sont judicieuses si la plupart des pays qui subissent une crise ont des problèmes de fond qui exigent une restructuration de la dette même en l'absence d'une opération de sauvetage, tandis que des options automatiques de renouvellement universel de la dette avec pénalités et des moratoires sanctionnés à l'échelon international seraient préférables si au contraire la plupart des crises sont dues à la fuite des capitaux, ce qui impliquerait pour rétablir l'ordre sur le marché financier il suffit de calmer le jeu pendant un certain temps (Eichengreen and Ruhl, 2000 : 4, note 4). Toutefois, les considérations ci-dessus donnent à penser qu'il faut disposer de ces deux types d'instruments car le règlement des crises exige à la fois une période de refroidissement et une restructuration de la dette. Même lorsque la crise est due à des facteurs fondamentaux, les débiteurs ont besoin de pouvoir respirer un moment, car les marchés ont tendance à réagir de façon excessive, si bien que la dévalorisation des actifs et la baisse du taux de change vont plus loin que ce qui est justifié, ce qui aggrave les difficultés financières des débiteurs. Dans ces conditions, un moratoire permettrait de disposer du temps nécessaire pour concevoir et mettre en œuvre une solution concertée.

2. Restructuration des prêts bancaires

Pour les raisons que nous avons déjà évoquées, on considère généralement qu'il est plus facile de restructurer la dette bancaire internationale que la dette obligataire publique des pays émergents, étant donné que dans ce cas il y a plus de possibilités de concertation et de volontariat. De plus, la restructuration des crédits consortiaux dans les années 80 et le renouvellement des crédits bancaires lors des crises récentes de la République de Corée et du Brésil sont souvent mentionnés comme exemples de succès de la restructuration de la dette bancaire¹⁹. Toutefois, une analyse plus fouillée de ces cas montre que les procédures présentaient de nombreuses lacunes et qu'en définitive le secteur privé, loin d'être mis à contribution, a pu s'en tirer à bon compte.

Un des principaux facteurs qui a facilité les négociations avec les banques commerciales dans les années 80 est qu'il existait des comités de représentants des banques, choisis principalement en fonction de l'importance de leurs créances sur le pays concerné. A l'évidence, cela a aidé à régler le problème de la représentation en fournissant un cadre de négociation. De plus, le fait que les contrats de crédits consortiaux comportaient des clauses de partage et l'immunité des Etats ont dissuadé les créanciers d'engager des poursuites contre les pays débiteurs. Toutefois, les décisions devaient se prendre à l'unanimité des membres du comité, qui en outre était censé conclure un accord acceptable pour les banques qui n'en faisaient pas partie. Cela laissait en fait aux banques dissidentes une grande marge de manœuvre, un peu de la même façon que dans le cas d'une émission d'obligations ne comportant pas de clause de décision à la majorité. Cette dissidence a prolongé les négociations et créé des tensions non seulement entre les débiteurs et les créanciers mais aussi parmi les créanciers eux-mêmes. Comme l'a dit un des observateurs de la restructuration des dettes publiques dans les années 80, du point de vue de l'emprunteur, le principe de l'unanimité entraîne toujours l'adoption du plus petit commun dénominateur, c'est-à-dire d'une solution acceptable pour tous les membres du comité, après consultation de leurs mandants. En d'autres termes, chaque banque participante pouvait empêcher l'adoption d'un règlement global si elle désapprouvait un seul de ses aspects (de la Cruz, 2000 : 12).

Une solution pourrait être de combiner un moratoire contraignant, approuvé à l'échelon international, et des clauses de décision à la majorité pour empêcher le dépeçage du débiteur et faciliter la restructuration volontaire.

L'objectif essentiel de ces négociations était d'éviter la cessation de paiement et de faire en sorte que le débiteur ait suffisamment de liquidités pour continuer d'assurer le service de sa dette. L'argent nécessaire était fourni par les banques créancières dans le cadre du processus de rééchelonnement, ainsi que par des créanciers officiels. Cela permettait aux banques de conserver les actifs dans leur bilan sans violer la réglementation relative à la valeur des créances. Les prêts étaient renouvelés lorsqu'ils arrivaient à échéance, mais il n'y avait ni bonification des taux d'intérêt ni allègement de la dette envers les banques commerciales.

Comme nous l'avons indiqué dans le *Rapport sur le commerce et le développement 1988*, il s'agissait d'un processus concerté, dans le cadre duquel chaque banque rééchelonnait sa créance et apportait des fonds additionnels au prorata de son exposition, le montant global étant égal à ce qui était jugé nécessaire pour éviter l'accumulation d'arriérés. En outre, le FMI subordonnait l'octroi de ressources aux pays débiteurs (pour leur permettre de continuer de verser les intérêts dus aux banques commerciales) à une mise à contribution des banques commerciales. En somme, l'intervention officielle consistait à employer de l'argent public pour payer les banques créancières, même si elle était en théorie conçue pour les faire participer au règlement de la crise. A l'issue du processus de restructuration, la dette des pays en développement envers les banques commerciales et les créanciers officiels augmentait, car ils devaient emprunter pour pouvoir continuer de payer des intérêts (*Rapport sur le commerce et le développement 1988*, première partie, chap. V).

Ces règlements négociés ont aussi entraîné une nationalisation de la dette privée dans les pays en développement lorsque l'Etat a été forcé à assumer les pertes, si bien qu'en définitive c'est le contribuable qui a payé. Par exemple, dans le cas du Chili, on a fait observer que les dettes privées ont été incluses dans le rééchelonnement négocié entre l'Etat et le comité des banques créancières étrangères. Apparemment, le gouvernement a cédé à la pression du comité. Pour que leurs intentions soient absolument claires, les banques étrangères ont apparemment limité l'octroi de crédits commerciaux à très court terme au Chili durant le premier trimestre de 1983, comme elles l'avaient déjà fait avec un certain succès une dizaine d'années auparavant. Le Fonds monétaire international, qui a participé au processus de rééchelonnement de la dette, n'a pas critiqué en public cette menace (Diaz Alejandro, 1985 : 12). Pour l'ensemble de l'Amérique latine,

avant la crise de 1982, les deux tiers environ des prêts accordés par des banques des Etats-Unis l'avaient été à des emprunteurs du secteur privé. En 1983, première année de la restructuration, la proportion de la dette garantie par l'Etat des pays emprunteurs est montée jusqu'à deux tiers et en 1985 elle a atteint 85% (UNCTC, 1991).

Ce processus de négociation interminable entre banques et débiteurs, avec la médiation des institutions internationales de financement, a duré plusieurs années sans parvenir à résoudre même partiellement le problème et à éliminer le surendettement. Les pays en développement très endettés contestaient de plus en plus ces acrobaties financières qui les obligeaient à continuer d'emprunter pour assurer le service de leur dette, et qui ont fini par contraindre certains d'entre eux à cesser de verser les intérêts et à engager une bataille judiciaire avec les banques. De leur côté, les créanciers aussi commençaient à douter de l'intérêt de jeter de l'argent dans un puits sans fond et se sont mis à revendre leurs créances sur le marché secondaire dès qu'ils avaient accumulé des provisions suffisantes. Le Plan Brady a fini par associer le secteur privé au règlement de la crise, mais le développement des pays débiteurs avait pris dix ans de retard.

Dans les crises financières plus récentes qui ont touché des pays émergents, les banques créancières ont de nouveau pu s'organiser et se regrouper pour négocier avec les débiteurs (avec la République de Corée en janvier 1998 et le Brésil en mars 1999). Là encore, dans les deux cas, la négociation n'a avancé et des accords n'ont pu être conclus qu'après une aggravation de la crise. Au Brésil, les banques ne voulaient pas reporter les échéances à la fin de 1998 et n'ont fini par y consentir qu'après l'effondrement de la monnaie. En République de Corée, le gouvernement avait déjà suspendu les paiements à la fin de 1997 et, comme le reconnaît le FMI, l'accord visant à stabiliser les créances interbancaires sur la Corée a été conclu lorsque la plupart des participants ont compris que les réserves étaient presque épuisées et que sans accord la cessation de paiement serait inévitable (IMF, 2000a : note 26). Plusieurs banques avaient déjà déserté, ce qui a aggravé la panique sur le marché des changes.

Dans ces deux cas, la restructuration de la dette a permis de souffler un peu, mais le résultat obtenu est beaucoup moins satisfaisant que si l'on avait appliqué un moratoire plus tôt. Comme l'a indiqué le Gouvernement de la République de Corée dans un rapport ultérieur au G-20, bon nombre des observateurs qui ont analysé la crise en 1997 et 1998

"Bon nombre des observateurs qui ont analysé la crise en 1997 et 1998 soutiennent que la Corée aurait pu régler ses problèmes de liquidités plus tôt si l'on avait imposé un moratoire au moment où elle a demandé l'aide du FMI."

soutiennent que la Corée aurait pu régler ses problèmes de liquidités plus tôt si l'on avait imposé un moratoire au moment où elle a demandé l'aide du FMI (Ministry of Finance and Economy, Republic of Korea, 1999 : 13), c'est-à-dire à la fin de novembre 1997²⁰. En Indonésie, la restructuration s'est faite encore plus tard qu'en République de Corée (près de huit mois après le premier programme du FMI) et n'a guère contribué à stabiliser l'économie²¹.

Il convient surtout de souligner que ces restructurations n'ont pas contraint le secteur privé à assumer les risques qu'il avait pris. Dans le cas de la République de Corée, les dettes privées ont été nationalisées par le biais d'une garantie de l'Etat. Ce procédé a également été employé plus tard pour la restructuration de la dette en Thaïlande et en Indonésie. De plus, les créanciers se sont retrouvés en meilleure posture après le rééchelonnement : il n'y a pas eu d'annulation de créances mais simplement une prolongation de leur durée, avec une augmentation de la marge d'intérêts. La marge supplémentaire était considérée comme relativement modeste, notamment en comparaison avec les intérêts demandés par la Facilité de réserve supplémentaire du FMI, mais il ne faut pas oublier que les prêts initialement consentis comportaient déjà une prime de risque²².

Malgré tous leurs défauts, on s'est aperçu que ces opérations de rééchelonnement ne pouvaient pas être reproduites dans d'autres pays. D'après le FMI, le succès du rééchelonnement de la dette coréenne a été dû à deux caractéristiques qu'on n'a guère de chances de retrouver dans d'autres cas. Premièrement, la Corée appliquait un régime assez restrictif au compte de capital, ce qui forçait une grande partie de l'épargne étrangère importée à passer par l'intermédiaire des banques coréennes. Deuxièmement, au moment où la crise a éclaté, la dette extérieure de l'Etat coréen était très faible, si bien qu'il a pu se permettre de garantir les dettes privées (IMF, 1999 : 41-42). Il est donc admis que la restructuration de la dette envers des banques étrangères peut devenir très difficile lorsque les débiteurs sont très dispersés et que les mouvements de capitaux sont libres. Cette dernière caractéristique pourrait même dissuader les banques créancières de participer à la restructuration, car cela permettrait à

d'autres investisseurs de désertir à leur détriment. Il est aussi admis qu'une restructuration concertée de la dette privée envers les banques internationales dans les pays émergents exige une garantie de l'Etat (pratique héritée des années 80, comme on l'a vu plus haut), alors que cela ne fait pas partie des principes établis pour le rééchelonnement concerté des dettes privées.

Le rééchelonnement concerté pose une autre difficulté : il faut que les organes de contrôle des banques créancières exercent une certaine pression morale. En conséquence, les grands pays industriels ont une influence considérable qu'ils n'appliqueront pas toujours de façon prévisible et équitable dans les différentes crises. Comme le reconnaît le FMI, il est probable que les organes de contrôle bancaire hésiteront beaucoup à exercer une pression morale sur les banques qui sont placées sous leur tutelle, sauf dans les circonstances extrêmes, en particulier si la crise du débiteur ne constitue pas une menace systémique pour le système bancaire national ou international (IMF, 1999 : 41-42). Une fois de plus, cela signifie que les pays dont les crises n'ont pas de caractère systémique n'auraient pas d'autre choix que d'imposer un moratoire unilatéral.

On voit donc que, dans le cas des crédits bancaires internationaux aussi, il est très difficile de réaliser une restructuration concertée et rapide pour empêcher que la désertion des créanciers n'entraîne une crise et pour faire en sorte que les créanciers assument les risques qu'ils prennent. Comme dans le cas des dettes obligataires, certaines clauses contractuelles ex ante pourraient faciliter le rééchelonnement. Une des possibilités consisterait à introduire dans les contrats de crédit interbancaires des options qui permettraient un renouvellement automatique dans certaines conditions, par exemple si le pays débiteur demande l'aide du FMI. Toutefois, à moins que tous les contrats de crédit comportent une telle clause, le fait de l'inscrire dans les seuls contrats interbancaires pourrait avoir des effets pervers en déclenchant une fuite des capitaux dès que le pays débiteur a des difficultés financières et engage des négociations avec le FMI. Quoi qu'il en soit, il est peu probable que de telles clauses soient adoptées volontairement.

F. Conclusions

En conséquence, on peut dire que le seul moyen efficace et viable de faire contribuer le secteur privé au règlement des crises dans les pays émergents serait de combiner des mécanismes volontaires conçus pour faciliter la restructuration de la dette et des moratoires temporaires, sous réserve d'approbation internationale, auxquels le pays débiteur pourrait recourir en cas de besoin. Ces mécanismes devraient être complétés par la fourniture de liquidités internationales visant essentiellement à aider les pays débiteurs à continuer d'importer et à maintenir leur activité économique, et non à leur permettre de préserver la liberté des mouvements de capitaux pour que les créanciers et les investisseurs privés puissent retirer leurs billes sans subir de pertes. En principe, l'accès ordinaire aux mécanismes de financement du FMI, à condition que les montants pouvant être mobilisés soient ajustés pour tenir compte de l'expansion de la production et du commerce mondiaux, devrait suffire à répondre à ces besoins. Dans certains cas des financements additionnels pourraient être nécessaires, mais il ne faut pas oublier que, dès lors qu'on admet des exceptions pour éviter les répercussions à l'échelle mondiale et l'instabilité systémique, ces exceptions peuvent facilement devenir la règle, ce qui aggraverait le problème du risque moral. En conséquence, il faudrait au minimum exiger une participation du secteur privé, à partir du moment où les financements officiels dépassent les limites de prêt normales ou un certain seuil, comme l'ont suggéré certains des administrateurs au Conseil d'administration du FMI.

On a écrit beaucoup de choses à propos des avantages et des inconvénients d'une suspension officiellement approuvée des paiements pour le règlement des crises financières dans les pays émergents. Certains grands pays créanciers ainsi que des investisseurs privés sont très opposés à une suspension temporaire des poursuites au motif que cela créerait un risque moral et affaiblirait la discipline exercée par le marché. Toutefois, ces objections ont été réfutées de façon convaincante par le Gouverneur adjoint de la Banque d'Angleterre:

La menace d'une suspension des paiements devrait inciter les créanciers à rechercher des solutions concertées, en particulier pour la dette des Etats, ce qui éviterait justement la nécessité d'imposer un moratoire.

Selon certains observateurs, le fait de prévoir expressément un moratoire pourrait avoir des effets pervers en affaiblissant le principe selon lequel les débiteurs doivent s'acquitter ponctuellement de l'intégralité de leurs obligations. Toutefois, un moratoire bien organisé devrait compléter et non remplacer les forces et la discipline du marché. Le droit des faillites des entreprises privées s'est développé lorsqu'il est devenu évident que les forces du marché ne faisaient pas que des gagnants et qu'il fallait régler rationnellement la situation des perdants. C'est ainsi que le droit des faillites soutient les mécanismes du marché.

Lorsque les débiteurs sont des Etats, la situation n'est pas différente. Un cadre bien défini pour régler les problèmes de liquidités des Etats devrait réduire l'inefficacité et l'inéquité dues au fait que les moratoires et les suspensions de poursuites se font dans le désordre. Il renforcerait le marché international des capitaux. Il n'inciterait pas plus les débiteurs à répudier leur dette que le droit des faillites n'incite les entreprises à se mettre en faillite. (Clementi, 2000)

On craint aussi que la menace d'un moratoire accélère la fuite des capitaux et aggrave donc la crise. En fait, c'est justement la raison pour laquelle les moratoires et les mesures de contrôle des changes doivent être imposés très rapidement, ce qui implique que la décision doive appartenir au pays concerné. De plus, comme nous l'avons vu plus haut, la menace d'une suspension des paiements devrait inciter les créanciers à rechercher des solutions concertées, en particulier pour la dette des Etats, ce qui éviterait justement la nécessité d'imposer un moratoire.

Certains soutiennent que les moratoires empêcheraient les pays débiteurs de retrouver rapidement le chemin des marchés financiers internationaux et les forceraient à une réduction draconienne de leurs importations, les forçant à compter uniquement sur les financements officiels, mais c'est justement pour cela qu'on peut s'attendre à ce qu'ils ne recourent à un tel expédient qu'avec prudence. Après tout, les pays qui pourraient avoir besoin d'imposer un moratoire temporaire sont probablement ceux qui sont les plus intégrés dans le marché financier mondial et qui auraient le plus à perdre s'ils prenaient une telle décision à la légère. A

cet égard, le cas récent de la Malaisie est instructif. La Malaisie a notamment décidé une suspension temporaire et sélective des paiements, afin d'éviter une aggravation de la crise monétaire et une multiplication des faillites. Il n'y a pas eu de sorties massives de capitaux lorsque les restrictions ont été levées en septembre 1999, et en décembre de la même année la note de crédit de la Malaisie pour sa dette en devises a été revue à la hausse et ses relations avec le marché international des capitaux se sont normalisées²³.

Les responsables de certains pays émergents craignent qu'en incluant dans l'arsenal des mesures prévues pour régler les crises financières des moratoires approuvés par la communauté internationale, et en subordonnant la fourniture de financements d'urgence à grande échelle à une plus grande mise à contribution du secteur privé, on limiterait leur accès au marché international des capitaux. Cette préoccupation est particulièrement courante dans les pays à revenus moyens dont le taux d'épargne et le taux d'investissement sont faibles et dont la croissance est irrégulière, et qui ont du mal à attirer des investissements étrangers de création dans le secteur exportateur et à renforcer ce secteur. Ces pays sont très tributaires des flux de capitaux étrangers pour couvrir le déficit de leurs opérations courantes, qui a tendance à se creuser rapidement dès que la demande intérieure augmente.

Les mesures préconisées ici auraient presque certainement pour effet de réduire quelque peu le montant global des flux financiers vers les pays émergents en dissuadant les placements spéculatifs à court terme. Toutefois, cela serait plutôt bénéfique, car ces capitaux spéculatifs ne contribuent guère au financement du développement, peuvent être très déstabilisateurs et provoquent des à-coups dans la croissance (voir *Rapport sur le commerce et le développement 1999*, chap. V, et *Rapport sur le commerce et le développement 2000*, chap. IV). Ces mesures se justifient pour des motifs similaires à ceux qui justifieraient la réglementation et le contrôle des flux de capitaux spéculatifs. Il est souvent tentant pour un pays de s'appuyer sur une vague de capitaux étrangers sans tenir suffisamment compte de ses effets à long terme. Toutefois, il est difficile d'obtenir une croissance soutenue et durable sans faire les réformes nécessaires pour remédier aux obstacles structurels et

institutionnels qui s'opposent à l'accumulation de capital et aux gains de production, réformes qui aideraient aussi à réduire la dépendance à l'égard des capitaux étrangers.

Comme nous l'avons vu plus haut, les risques de contagion touchant d'autres pays émergents semblent être la principale raison pour laquelle les institutions internationales de financement ne veulent

pas encourager les pays qu'elles pensent être d'une importance systémique à imposer des moratoires. Les effets de contagion mentionnés à cet égard sont notamment la réduction des créances sur d'autres pays, la liquidation d'actifs sur d'autres marchés pour couvrir les appels de marge ou un reflux général des fonds placés dans les pays émergents (IMF, 2000a : 22). Toutefois, en faisant du moratoire un outil normal de règlement des crises, on

influerait sur le comportement des créanciers et des investisseurs et la composition des portefeuilles, ce qui pourrait réduire ces interactions déstabilisatrices. Surtout, comme nous l'avons déjà indiqué, un tel mécanisme de restructuration concertée de la dette perturbe beaucoup moins le fonctionnement du marché financier international qu'un moratoire unilatéral sauvage.

L'un des plus importants avantages que pourrait apporter la mise à contribution du secteur privé est que cela pourrait influencer les politiques appliquées par les grands pays créanciers. La politique de taux d'intérêt et la politique de taux de change de ces pays a un impact considérable sur la compétitivité, la balance des paiements et les mouvements de capitaux dans les pays en développement débiteurs, qu'il n'est pas toujours possible de compenser par des mesures d'ajustement intérieur. D'ailleurs, la plupart des

grandes crises financières des pays émergents ont été associées à de brutales variations des taux de change, des taux d'intérêt ou de la liquidité dans les grands pays industriels. Ces derniers ne s'inquiètent pas toujours des répercussions mondiales de leurs politiques, principalement parce que les effets négatifs des crises des pays émergents sur leur marché financier ont pu être contenus, grâce en grande partie aux opérations de sauvetage. De même, le FMI n'a pas été

capable d'atténuer les effets des brutales variations de la politique monétaire ou de taux de change des Etats-Unis et des autres grands pays de l'OCDE, ce

Les mesures préconisées ici auraient presque certainement pour effet de réduire quelque peu le montant global des flux financiers vers les pays émergents en dissuadant les placements spéculatifs à court terme. Toutefois, cela serait plutôt bénéfique.

Des mécanismes efficaces permettant d'associer le secteur privé au règlement des crises dans les pays émergents inciteraient les grands pays industriels à mieux tenir compte des répercussions de leurs politiques, ce que la surveillance multilatérale n'a pas permis d'obtenir jusqu'à présent.

qui est dû principalement à l'insuffisance des modalités actuelles de la surveillance multilatérale (Akyüz and Cornford, 1999 : 31-33). Par conséquent, une meilleure répartition entre les créanciers du coût des crises des pays émergents pourrait inciter les responsables des grands pays industriels à tenir compte de l'impact que pourraient avoir leurs décisions sur ces pays. D'ailleurs, il apparaît que le risque de retombées de la crise en Fédération de Russie a joué un rôle essentiel dans la décision prise par la Réserve fédérale des Etats-Unis à la fin de 1998 de réduire les taux d'intérêt, alors qu'avant la crise on

s'attendait généralement à ce qu'elle les augmente. Comme chacun sait, le moratoire imposé par la Russie a fait subir des pertes considérables aux créanciers et aux investisseurs occidentaux et a menacé de créer un précédent incitant les pays émergents à répudier leurs obligations extérieures. On peut donc s'attendre que des mécanismes efficaces permettant d'associer le secteur privé au règlement des crises dans les pays émergents incitent les grands pays industriels à mieux tenir compte des répercussions de leurs politiques, ce que la surveillance multilatérale n'a pas permis d'obtenir jusqu'à présent.

Notes

1. Pour une analyse de la réponse à la crise asiatique, voir *Rapport sur le commerce et le développement 1998* (chap. III); et *Rapport sur le commerce et le développement 2000* (chap. IV).
2. Dans un sens plus large, il s'agit aussi d'accroître la transparence des politiques et d'améliorer la diffusion des données, car ces mesures semblent essentielles pour que les créanciers et investisseurs puissent évaluer convenablement les risques et se faire rémunérer en conséquence (voir IMF, 2000b, chap. V).
3. D'après l'Institute of International Finance, les pertes subies par les investisseurs privés depuis 1997 dans les crises des pays émergents ont atteint 240 milliards de dollars pour les actionnaires, 60 milliards de dollars pour les banques internationales et 50 milliards de dollars pour les autres créanciers privés, si l'on se fonde sur la valeur marchande des actifs (Haldane, 1999: 190). Les pertes subies par les banques étrangères dans la crise asiatique sont estimées à quelque 20 milliards de dollars (Zonis et Wilkin, 2000 : 96).
4. Il s'agit des pertes correspondant à l'ajustement au jour le jour en fonction du prix des actifs sur le marché, par opposition à la valeur comptable ou historique.
5. Au sujet de la position du secteur privé, voir IIF (1999), et IMF (2000b).
6. Sauf indication contraire, toutes les citations suivantes proviennent de la même source (IMF, 2000c). Pour une analyse plus détaillée, voir IMF (2000a). Dans un rapport antérieur du G-10, la solution de la suspension temporaire avait été envisagée : « ... Dans certains cas exceptionnels, la suspension du paiement de la dette peut être un élément indispensable du processus de règlement de la crise » (Group of Ten, 1996 : 3). Cette proposition a ensuite été appuyée par le Council on Foreign Relations Task Force (CFRTF); voir CFRTF (1999).
7. Cette mesure avait aussi été proposée antérieurement par le Groupe de travail du G-10 : « De tels prêts peuvent à la fois être un signe de confiance envers la politique appliquée par le pays débiteur et ses perspectives à long terme et un message indiquant aux créanciers non remboursés qu'ils ont tout intérêt à conclure rapidement un accord avec le débiteur » (Group of Ten, 1996 : 3).
8. A propos de ce principe et de son application récente, voir Buchheit (1999); de la Cruz (2000); et IMF (2000b).
9. Pour une analyse de ce problème, voir Kydland and Prescott (1977).
10. Voir Miller and Zhang (1998). Des arguments similaires à propos de l'inefficacité des politiques d'aide officielle pour faire contribuer le secteur privé au règlement des crises ont été employés pour préconiser l'introduction de clauses d'action collective dans les contrats d'émission d'obligations, de manière à faciliter les restructurations (voir Eichengreen and Ruhl, 2000).
11. Exception notable, le rapport Meltzer (voir International Financial Institutions Advisory Commission, 2000) préconise une réduction des concours du FMI. Pour une analyse du débat sur les prêts du FMI en période de crise, voir Goldstein (2000).
12. En créant ce mécanisme, tous les membres du Fonds accepteraient de céder leur part de l'allocation de DTS et se mettraient d'accord sur le fait que seuls les pays en développement auraient droit à y recourir. A cet égard, cette proposition se distingue nettement d'une autre consistant à autoriser le Fonds à émettre des DTS annulables en sa propre faveur, pour financer des opérations de prêt en dernier recours (en d'autres termes les DTS alloués seraient rachetés une fois la crise passée). Voir Ezekiel (1998); United Nations (1999); et Ahluwalia (1999).

13. Les clauses de remboursement anticipé permettent aux créanciers d'exiger le remboursement immédiat du principal en cas d'arriéré. Les clauses de défaillance croisée leur permettent de réclamer un remboursement anticipé si le débiteur n'a pas honoré d'autres dettes. Les options de remboursement leur permettent d'exiger le remboursement avant la date contractuelle sous certaines conditions.
14. Voir par exemple Group of Ten (1996). Cette recommandation a été répétée après la crise asiatique (voir Group of Twenty-Two, 1998). Pour une analyse des problèmes de restructuration des dettes obligataires et des clauses d'action collective, voir Eichengreen and Portes (1995); Sixon and Wall (2000); et Buchheit (1999).
15. Dans le cas des obligations régies par le droit anglais et émises en vertu d'une convention de fiducie, le "trustee" représente les intérêts de tous les porteurs et partage tous les fonds recouverts au prorata. Toutefois, ce dispositif est rarement employé pour les émissions d'obligations d'Etat (voir Yianni, 1999 : 79-81; Dixon and Wall, 2000, encadré 1).
16. Au sujet de certains cas récents de restructuration d'obligations émises par des pays émergents, voir encadré 6.2.
17. Ce constat est aussi fait dans IMF (2000a: 16).
18. La crise bulgare de 1996-1997 est souvent citée en exemple de telles situations (Miller and Zhang, 1998 : 16).
19. Voir par exemple IMF (1999: 41-42; et 2000b, chap. V) ; et Eichengreen and Ruhl (2000 : 5, note 7).
20. Pour des arguments en faveur de cette position, fondés sur l'analyse du régime de contrôle des mouvements de capitaux appliqué en Malaisie, voir Kaplan and Rodrik (2000, en particulier p. 27 et 28).
21. Pour une description de la restructuration de la dette en Asie de l'Est, voir Radelet (1999: 66-67).
22. L'accord a porté sur un total de 21 740 millions de dollars de prêts dus à 13 banques, dont la durée a été prolongée de un à trois ans, avec une majoration du taux d'intérêt comprise entre 225 et 275 points de base. La marge d'intérêt sur les prêts de la Facilité de réserve supplémentaire était de 300 points de base, soit moins que la marge maximale sur les prêts renouvelés mentionnés dans la précédente note (Ministry of Finance and Economy, Republic of Korea, 1999 : 14).
23. Voir *Rapport sur le commerce et le développement 2000*, encadré 4.1. Le FMI a reconnu qu'en effet les restrictions imposées par la Malaisie ne paraissent pas avoir eu d'incidence notable à long terme sur le comportement des investisseurs (IMF, 2000f, note 28). Il suggère que le contrôle des mouvements de capitaux a peut-être entraîné un déclin de l'IED en Malaisie, alors que l'IED a augmenté en République de Corée et en Thaïlande (ibid. : 24), mais il est très probable que le net redressement de l'IED dans ces derniers pays en 1999 a été dû à une vague d'investissements et de rachats d'entreprises déclenchée par l'effondrement du prix des actifs et du taux de change.

RÉFÉRENCES

- Acosta A (2000). Fallacies of the renegotiation of the Ecuadorian external debt. *Focus on Trade*, 56, November.
- Ahluwalia MS (1999). The IMF and the World Bank in the new financial architecture: Are overlapping roles a problem? In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. United Nations publication, sales no. E.99.II.D.25. New York and Geneva.
- Akyüz Y (2000a). The debate on the international financial architecture: Reforming the reformers. UNCTAD Discussion Paper, 148, April.
- Akyüz Y (2000b). Causes and sources of the East Asian financial crisis. Paper presented at the Host Country Event: Symposium on Economic and Financial Recovery in Asia, UNCTAD X, Bangkok, 12 February.
- Akyüz Y and Cornford A (1995). International capital movements: Some proposals for reform. In: Michie J and Grieve Smith J, eds. *Managing the Global Economy*. Oxford, Oxford University Press.
- Akyüz Y and Cornford A (1999). Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system. UNCTAD Discussion Paper, 143. Geneva, November.
- Akyüz Y and Dell S (1987). Issues in international monetary reform. In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries*. United Nations publication, sales no. E.87.II.D.3. New York.
- Banque de France (1997). La zone franc. Note d'information no. 106. Paris. Bank of Japan (1999). *Price Developments in Japan – A Review Focussing on the 1990s*. Tokyo, 6 October.
- BCBS (1999a). *Core Principles Methodology*. Basel, Basel Committee on Banking Supervision, October.
- BCBS (1999b). *A New Capital Adequacy Framework*. Consultative paper. Basel, Basel Committee on Banking Supervision, June.
- BCBS (1999c). *Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications*. Basel, Basel Committee on Banking Supervision, April.
- BIS (1997). *Payments Systems in the Group of Ten Countries*. Basel, Bank for International Settlements.
- BIS (1999). The effects of CACs on sovereign bond spreads. *BIS Quarterly Review*. Basel, Bank for International Settlements, November.
- BIS (2000a). *International Banking and Financial Market Developments*. Basel, Bank for International Settlements, November.
- BIS (2000b). *International Banking and Financial Market Developments*. Basel, Bank for International Settlements, August.
- Bofinger P and Flassbeck H (2000). The European monetary system (1979–1988). Achievements, flaws and applicability to other regions of the world. Mimeo. Geneva, UNCTAD.
- Buchheit LC (1999). Sovereign debtors and their bondholders. UNITAR Training Programmes on Foreign Economic Relations. Document No. 1. Geneva, United Nations.
- Buiter W and Silbert A (1999). UDROP: A small contribution to the new international financial architecture. *International Finance*, July.
- Calvo G and Reinhart CM (2000). Fear of Floating. NBER Working Paper, 7993. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, November.
- Caouette JB, Altman EI and Narayanan P (1998). *Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge*. New York, etc., John Wiley and Sons.
- CFRTF (1999). *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial*

- Architecture*. Washington, DC, Council on Foreign Relations Independent Task Force, November.
- Chang R (2000). Regional monetary arrangements for developing countries. Paper prepared for the G-24 Workshop on Coherence or Dissonance in the International Institutional Framework, Vienna, September.
- Chang R and Velasco A (1998). The Asian liquidity crisis. NBER Working Paper, 6796. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, November.
- Clément JAP (1996). Aftermath of the CFA franc devaluation. IMF Occasional Paper, 138. Washington, DC, International Monetary Fund, May.
- Clementi D (2000). Crisis prevention and resolution – Two aspects of financial stability. *BIS Review*, 11 September.
- Cornford A (1999). Standards for transparency and banking regulation and supervision: Contrasts and potential. In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. United Nations publication, sales no. E.99.II.D.25. New York and Geneva.
- Cornford A (2000a). Commentary on the Financial Stability Forum's Report of the Working Group on Capital Flows. G-24 Discussion Paper Series, 7. New York and Geneva, UNCTAD and Center for International Development Harvard University, December.
- Cornford A (2000b). The Basel Committee's proposals for revised capital standards: Rationale, design and possible incidence. G-24 Discussion Paper Series, 3. New York and Geneva, UNCTAD and Center for International Development, Harvard University, May.
- Cornford A and Brandon J (1999). The WTO agreement on financial services; problems of financial globalization in practice. In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. X. United Nations publication, sales no. E.99.II.D.14. New York and Geneva.
- CPSS (2000a). *Core Principles for Systemically Important Payment Systems: Part 1 - The Core Principles*. Consultative Report of the Task Force on Payment System Principles and Practices. Basel, Committee on Payment and Settlement Systems, July.
- CPSS (2000b). *Core Principles for Systemically Important Payment Systems: Part 2 - Implementing the Core Principles*. Consultative Report of the Task Force on Payment System Principles and Practices. Basel, Committee on Payment and Settlement Systems, July.
- Culpeper R (2000). Systemic reform at a standstill: A flock of "Gs" in search of global financial stability. Paper prepared for the Commonwealth Secretariat/World Bank Conference on Developing Countries and Global Financial Architecture, Marlborough House, London, 22–23 June.
- Cunningham LA, ed. (2000). *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers*. New York, John Wiley and Sons.
- Dam KW (1982). *The Rules of the Game. Reform and Evolution in the International Monetary System*. Chicago, IL, University of Chicago Press.
- Das BL (1999). *The World Trade Organization. A Guide to the Framework for International Trade*. Penang, Malaysia, Third World Network.
- De la Cruz A (2000). The new international financial architecture. Has 1999 (Ecuador and others) changed anything? Paper presented to the DMFAS Conference on Debt Management, UNCTAD, Geneva, April.
- Delhaise PF (1998). *Asia in Crisis: The Implosion of the Banking and Finance Systems*. Singapore, John Wiley and Sons.
- Department of Finance, Canada (1998). Finance Minister announces six-point Canadian plan to deal with global financial turmoil. Press release, 29 September (www.fin.gc.ca/newse98/98-094e.html).
- Diaz Alejandro C (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, 19(1/2), September/October.
- Dixon L and Wall D (2000). Collective action problems and collective action clauses. *Financial Stability Review*, June.
- Drage J, Mann F and Michael I (1998). Some issues for policy makers arising from the international financial crisis. *Financial Stability Review*, autumn.
- Eatwell J and Taylor L (1998). International capital markets and the future of economic policy. CEPA Working Paper, 9. New York, Centre for Economic Policy Analysis, September.
- Eatwell J and Taylor L (2000). *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. New York, The New Press.
- ECE (2000). *Economic Survey of Europe 2000*, no. 2/3. United Nations publication, sales no. E.00.II.E.28. New York and Geneva, United Nations Economic Commission for Europe.
- Edwards RW (1985). *International Monetary Collaboration*. Dobbs Ferry, NY: Transnational Publishers.
- Eichengreen B (1999). *Toward a New International Financial Architecture*. Washington, DC, Institute for International Economics.
- Eichengreen B and Hausmann R (1999). Exchange rates and financial fragility. NBER Working Paper, 7418. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, November.
- Eichengreen B and Mody A (2000a). Would collective action clauses raise borrowing costs? NBER Working Paper, 7458. Cambridge, MA, January.
- Eichengreen B and Mody A (2000b). Would collective action clauses raise borrowing costs? An update and additional results. Berkeley, CA, University of California, May.

- Eichengreen B and Portes R (1995). *What Crises? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*. London, Centre for Economic Policy Research.
- Eichengreen B and Portes R (2000). A shortsighted vision for IMF reform. *Financial Times*, 9 March.
- Eichengreen B and Ruhl C (2000). The bail-in problem: Systemic goals, ad hoc means. Mimeo. Berkeley, CA, University of California at Berkeley, and Washington, DC, World Bank, May.
- Ezekiel H (1998). The role of special drawing rights in the international monetary system. In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. IX. United Nations publication, sales no. E.98.II.D.3. New York and Geneva.
- FATF (1999). *The Forty Recommendations* (including an up-to-date version of *Interpretative Notes to the Forty Recommendations*). Paris, Organization for Economic Cooperation and Development.
- FATF (2000). *Review to Identify Non-Cooperative Countries or Territories: Increasing the Worldwide Effectiveness of Anti-Money Laundering Measures*. Paris, Organization for Economic Cooperation and Development, June.
- Feldstein M (1998). Refocusing the IMF. *Foreign Affairs*, 77(2), March/April.
- Fischer S (1999). On the need for an international lender of last resort. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), fall.
- Fischer S (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* New Orleans, American Economic Association, January.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas) (2000). *Achievements and Prospects* (www.flar.net/english/index2.html).
- Friedman M (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago, IL, University of Chicago Press.
- FSF (2000a). Issues Paper of the Task Force on Implementation of Standards. Paper prepared for the meeting of the Financial Stability Forum, Singapore, 25–26 March.
- FSF (2000b). *Report of the Working Group on Capital Flows*. Financial Stability Forum, April.
- FSF (2000c). *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*. Financial Stability Forum, April.
- FSF (2000d). *Report of the Working Group on Offshore Centres*. Financial Stability Forum, April.
- FSF (2000e). *Report of the Follow-Up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards*. Prepared for the meeting of the Financial Stability Forum, 7–8 September.
- Godley W (2000). Drowning in debt. *London Review of Books*, 6 July.
- Goldstein M (2000). Strengthening the international financial architecture. Where do we stand? Working Paper, 00-8. Washington, DC, Institute for International Economics, October.
- Goodhart C, Hartmann P, Llewellyn D, Rojas-Suarez L and Weisbrod S (1998). *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* London and New York, Routledge.
- Grossfeld B (2000). Global accounting: Where internet meets geography. *The American Journal of Comparative Law*, 48(2), spring.
- Group of Ten (1996). The resolution of sovereign liquidity crises: A report to the Ministers and Governors. Working Party Report to the Group of Ten. Basel.
- Group of Thirty (1998). *International Insolvencies in the Financial Sector*. A Study Group Report. Washington, DC.
- Group of Thirty (2000). *Reducing the Risks of International Insolvency: A Compendium of Work in Progress*. Washington, DC.
- Group of Twenty-Two (1998). *Report of the Working Group on International Financial Crises*. Washington, DC.
- Hadjimichael MT and Galy M (1997). The CFA franc zone and the EMU. IMF Working Paper WP/97/156. Washington, DC, November.
- Haldane A (1999). Private sector involvement in financial crisis: Analytics and public policy approaches. *Financial Stability Review*, November.
- Hausmann R (1999). Should there be five currencies or one hundred and five? *Foreign Policy*, fall.
- von Hayek FA (1937). *Monetary Nationalism and International Stability* (1971 reprint of first edition). New York, Augustus M Kelley.
- Helleiner G (2000). Markets, politics and globalization: Can the global economy be civilized? 10th Raúl Prebisch Lecture. Geneva, UNCTAD, December.
- IAIS (2000a). *Insurance Core Principles*. Basel, International Association of Insurance Supervisors, October.
- IAIS (2000b). *Insurance Core Principles Methodology*. Basel, International Association of Insurance Supervisors, October.
- IIF (1999). *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises in Emerging Markets*. Washington, DC, Institute for International Finance, April.
- IIF (2001). *Capital Flows to Emerging Market Economies*. Washington, DC, Institute for International Finance, 24 January.
- IMF (1998a). Code of Good Practices on Fiscal Transparency – Declaration on Principles. Washington, DC, International Monetary Fund, Interim Committee of the Board of Governors, April (www.imf.org/external/np/fad/trans).
- IMF (1998b). *IMF Survey*. Washington, DC, International Monetary Fund, 12 January.
- IMF (1999). *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises*. Washington, DC, International Monetary Fund, April.
- IMF (2000a). *World Economic Outlook*. Washington, DC, International Monetary Fund, October.

- IMF (2000b). *Report of the Acting Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Reforming the IMF and Strengthening the Architecture of the International Financial System*. Washington, DC, International Monetary Fund, April.
- IMF (2000c). Standards and Codes – Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies. Washington, DC, International Monetary Fund, 3 August (www.imf.org/external/standards/index.htm).
- IMF (2000d). *Experience with Basel Core Principle Assessments*. Washington, DC, Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund, 12 April.
- IMF (2000e). Outreach efforts on standards and codes stress consultation and inclusiveness. *IMF Survey*. Washington, DC, International Monetary Fund, 14 August.
- IMF (2000f). *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises – Standstills – Preliminary Considerations*. Washington, DC, International Monetary Fund, 5 September.
- IMF (2000g). *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*. Washington, DC, International Monetary Fund, September.
- IMF (2000h). Executive Board discusses involving the private sector in the resolution of financial crisis. IMF Public Information Notice (PIN), 00/80. Washington, DC, International Monetary Fund, 19 September.
- IMF (2000i). *Review of Fund Facilities – Preliminary Considerations*. Washington, DC, International Monetary Fund, 2 March.
- IMF (2000j). Review of IMF Loan Facilities. A Factsheet. Washington, DC, International Monetary Fund, 30 November.
- International Financial Institutions Advisory Commission (IFIC) (2000). Report (“Meltzer Report”). Washington, DC, March.
- IOSCO (1998). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Montreal, International Organization of Securities Commissions, September.
- Iqbal MZ, Melcher TU and Elmallah AA (1997). *International Accounting: A Global Perspective*. Cincinnati, OH, South-Western College Publishing.
- Jackson JH (1997). *The World Trading System: Law and Policy of International Economic Relations* (second edition). Cambridge, MA, and London, The MIT Press.
- JP Morgan (2000a). *World Financial Markets*. New York, 5 October.
- JP Morgan (2000b). *Global Data Watch*. New York, 27 October.
- JP Morgan (2000c). *Latin American Economic Outlook*. New York.
- Kaplan E and Rodrik D (2000). Did the Malaysian capital controls work? Paper prepared for an NBER conference. Mimeo. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, December.
- Kaufman H (1992). Ten reasons to reform. *Euromoney*, November.
- Kennedy A (2000). *The End of Shareholder Value*. London, Orion Business Books.
- Kydland F and Prescott E (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85.
- Lastra RM (1996). *Central Banking and Banking Regulation*. London, Financial Markets Group of the London School of Economics and Political Science.
- League of Nations (1944). *International Currency Experience – Lessons of the Inter-War Period*. Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Mathieson DJ, Schinasi GJ, et al. (2000). International capital markets: Developments, prospects and key policy issues. *World Economic and Financial Surveys*. Washington, DC, International Monetary Fund, September.
- McKinnon RI (1963). Optimum currency areas. *American Economic Review*, 53.
- Miller M and Stiglitz J (1999). Bankruptcy protection against macroeconomic shocks: The case for a “super” Chapter 11. Paper submitted to the Conference on Capital Flows, Financial Crises and Policies, World Bank, Washington, DC, April.
- Miller MH and Zhang L (1998). Sovereign liquidity crises: The strategic case for a payments standstill. CEPR Discussion Paper, 1820, February.
- Ministry of Finance, Japan (2000a). The road to the revival of the Asian economy and financial system (www.mof.go.jp/english/i/if022g.htm).
- Ministry of Finance, Japan (2000b). Announcement of 24 November 2000 (www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/kaigi006.htm) (in Japanese).
- Ministry of Finance, Japan (2001). Exchange rate regimes for emerging market economies. Discussion Paper prepared by staff of the French and Japanese Ministries of Finance. Tokyo, 16 January (www.mof.go.jp/english/asem).
- Ministry of Finance and Economy, Republic of Korea (1999). The Republic of Korea’s crisis resolution and its policy implications. Report to G-20 (final draft). Seoul, December.
- Ministry of Foreign Affairs of the Kingdom of Thailand (2000). The Chiang Mai Initiative. Discussion Paper. Special ASEAN Finance Deputies Meeting (AFDM) +3, Bangkok.
- Mistry PS (1999). Coping with financial crises: Are regional arrangements the missing link? In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*. Vol. X. United Nations publication, sales no. E.99.II.D.25. New York and Geneva.
- NVCA (2001). Venture capital investments achieve record levels in 2000 – Torrid pace relaxed in fourth quarter. Washington, DC, National Venture Capital Association, 29 January.

- OECD (1999). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris, Organization for Economic Cooperation and Development, Ad Hoc Task Force on Corporate Governance.
- OECD (2000a). *OECD Economic Outlook*, 68. Paris, Organization for Economic Cooperation and Development, December.
- OECD (2000b). *Development Cooperation 2000 Report*. Paris, Organization for Economic Cooperation and Development.
- OECD (2000c). Mergers and acquisitions in the financial sector. *Financial Market Trends*, 75. Paris, Organization for Economic Cooperation and Development, March.
- OECD (2000d). *Towards Global Tax Co-operation: Progress in Identifying and Eliminating Harmful Tax Practices*. Report approved by the OECD Council on 16 June 2000 and reprinted in OECD, *Financial Market Trends*, 77. Paris, Organization for Economic Cooperation and Development, October.
- Park YC and Wang Y (2000). Reforming the international financial system: Prospects for regional financial cooperation in East Asia. In: Teunissen JJ, ed. *Reforming the International Financial System. Crisis Prevention and Response*. The Hague, FONDAD.
- Radelet S (1999). Orderly workouts for cross-border private debt. In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. XI. United Nations publication, sales no. E.99.II.D.25. New York and Geneva.
- Raffer K (1990). Applying chapter 9 insolvency to international debts: An economically efficient solution with a human face. *World Development*, 18(2).
- Reinhart C (2000). The mirage of floating exchange rates. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May.
- Reserve Bank of India (2000). *Comments of the Reserve Bank of India on a New Capital Adequacy Framework*. New Delhi, April.
- Rodrik D (1999). Governing the global economy: Does one architectural style fit all? Paper prepared for the Brookings Institution Trade Policy Forum conference on Governing in a Global Economy, Harvard University, April.
- Rogoff K (1999). International institutions for reducing global financial instability. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), fall.
- Roldan J (2000). Interview. *The Financial Regulator*, 5(2), September.
- Sachs J and Larrain F (1999). Why dollarization is more straightjacket than salvation. *Foreign Policy*, fall.
- Sawyer D and Trundle J (2000). Core principles for systemically important payment systems. *Financial Stability Review*, 8, June.
- Scott HS and Wellons PA (2000). *International Finance: Transactions, Policy, and Regulation* (seventh edition). New York, Foundation Press.
- Silverman G and Hill A (2001). Downturn tests United States Banks. *Financial Times*, 16 January.
- Soros G (1998). Avoiding a breakdown. *Financial Times*, 31 December 1997 and 1 January 1998; and *The Crisis of Global Capitalism*. New York, Public Affairs Press.
- Summers LH (2000a). The troubling aspects of IMF reform. *Financial Times*, 23 March.
- Summers LH (2000b). International financial crises: Causes, prevention and cures. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May.
- Triffin R (1976). Jamaica: "major revision" or fiasco. In: Bernstein EM et al., eds. *Essays in International Finance*, 115. Princeton, NJ, Princeton University, April.
- UNCTAD (1999). *Least Developed Countries 1999 Report*. United Nations publication, sales no. E.99.II.D.2. New York and Geneva.
- UNCTAD (2000a). *World Investment Report*. United Nations publication, sales no. E.00.II.D.20. New York and Geneva.
- UNCTAD (2000b). *Least Developed Countries 2000 Report*. United Nations publication, sales no. E.00.II.D.21. New York and Geneva.
- UNCTAD (2000c). *Capital Flows and Growth in Africa* (UNCTAD/GDS/MDPB/7). New York and Geneva, United Nations.
- UNCTAD secretariat (1987). The exchange rate system. In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries*. United Nations publication, sales no. E.87.II.D.3. New York.
- UNCTC (1991). *Transnational Banks and the International Debt Crisis*. United Nations publication, sales no. E.91.II.A.19. New York, United Nations Centre on Transnational Corporations.
- UN/DESA-UNCTAD (2001). *World Economic Situation and Prospects*. New York, United Nations publication.
- United Nations (1999). *Towards a New International Financial Architecture*. Report of the Task Force of the United Nations Executive Committee of Economic and Social Affairs. New York, January.
- United Nations (2000). Recent developments in the debt situation of developing countries. Report of the Secretary-General (A/55/422). New York, United Nations General Assembly, 26 September.
- White WR (1996). International agreements in the area of banking and finance: Accomplishments and outstanding issues. BIS Working Paper, 38. Basel, Bank for International Settlements, October.
- White WR (1998). Promoting international financial stability: The role of the BIS. In: Teunissen JJ, ed. *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance*. The Hague: FONDAD.
- White WR (2000). What have we learned from recent financial crises and policy responses? BIS Working

- Paper, 84. Basel, Bank for International Settlements, January.
- Williamson J (1983). *The Exchange Rate System*. Washington, DC, Institute for International Economics.
- Williamson J (2000). Exchange rate regimes for emerging markets: Reviving the intermediate option. Washington, DC, Institute for International Economics, September.
- Wolf M (2000). Between revolution and reform – The Meltzer Commission’s vision. *Financial Times*, 8 March.
- Woods N (1998). Governance in international organizations: The case for reform in the Bretton Woods institutions. In: UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. IX. United Nations publication, sales no. E.98.II.D.3. New York and Geneva.
- World Bank (1998). *Global Development Finance, 1998*. Washington, DC.
- World Bank (2000). *Global Development Finance, 2000*. Washington, DC.
- WTO (2000). *International Trade Statistics 2000*. Geneva, World Trade Organization, November.
- Yam, J (1998). Speech of the Chief Executive of the Hong Kong Monetary Authority, Singapore, 14 October; reproduced in *BIS Review*, 23 October.
- Yianni A (1999). Resolution of sovereign financial crises – Evolution of the private sector restructuring process. *Financial Stability Review*, June.
- Zeile (2000). U.S. affiliates of foreign companies. *Survey of Current Business*, 2, August.
- Zonis M and Wilkin S (2000). Crisis management. *The Banker*, May.