

Principaux événements sur la scène économique mondiale en 1997/98

L'évolution de l'économie mondiale et les activités du FMI ont été dominées en 1997/98 par la crise financière en Asie et ses répercussions. C'est en juillet 1997 que la crise a éclaté en Thaïlande, lorsque après plusieurs épisodes de tensions sur le marché des changes et de pertes de réserves, les autorités ont abandonné la parité fixe du baht par rapport au dollar. Ce décrochage forcé a jeté le doute sur la viabilité des régimes de change d'autres monnaies. Les retombées n'ont pas tardé à se faire sentir dans d'autres pays de la région, notamment en Indonésie, en Malaisie et aux Philippines, où des faiblesses structurelles fondamentales sont apparues au grand jour. Des mesures visant à durcir les conditions de la liquidité en Indonésie n'ont pas réussi à enrayer la montée des tensions sur le marché des changes, et, à la mi-août, les autorités indonésiennes décidaient de laisser flotter la roupie. La situation s'est considérablement aggravée au cours des deux mois suivants, et les retombées se sont étendues à d'autres pays. Dans la région administrative spéciale (RAS) de Hong Kong, les fortes tensions auxquelles le dollar de Hong Kong a été soumis en octobre ont fait monter en flèche les taux d'intérêt, après quoi le marché des actions a accusé une forte baisse. En Corée, les tensions à la baisse sur le won se sont intensifiées fin octobre à la suite de l'attaque sur le dollar de Hong Kong, et les cours des actions ont chuté, trahissant l'ébranlement de la confiance dans les perspectives économiques et les difficultés croissantes du secteur financier à obtenir la reconduction des prêts extérieurs. Après s'être efforcées de défendre le won, les autorités coréennes ont élargi la marge de fluctuation journalière de 4½ % à 20 % fin novembre, avant de demander l'aide financière du FMI (voir le chapitre V).

La crise qui prenait corps, marquée par une chute vertigineuse des taux de change et des cours des actions (graphique 1) a été l'une des plus graves que l'on ait connues depuis la deuxième guerre mondiale. Son foyer s'est situé dans des pays qui menaient de longue date des politiques budgétaires prudentes et affichaient des taux d'épargne élevés. Que s'est-il passé? Les principaux facteurs du dérapage, en particulier en Thai-

lande, ont été les suivants : l'accumulation de pressions inflationnistes, qui se sont manifestées par d'importants déséquilibres extérieurs et la surévaluation des marchés de l'immobilier et des actions; le maintien pendant de trop longues périodes de régimes de parités fixes, qui ont fini par être considérés comme des garanties implicites de la valeur de change, encourageant les emprunts extérieurs non couverts — souvent à brève échéance; le manque de données et d'informations actuelles et pertinentes; l'application laxiste des règles prudentielles ainsi que la faiblesse des structures institutionnelles de surveillance des systèmes financiers; les pratiques de crédit dirigé par les pouvoirs publics qui ont gravement nui à la qualité des portefeuilles de prêts des banques, ce qui a interdit tout relèvement des taux d'intérêt; enfin, les problèmes de gestion publique et privée qui, conjugués aux incertitudes politiques, ont aggravé la crise de confiance. Des facteurs extérieurs ont aussi joué un rôle, à la fois du fait que les investisseurs étrangers en quête de rendements plus élevés à un moment où la croissance économique au Japon et en Europe était atone et où les taux d'intérêt internationaux étaient faibles ont sous-estimé les risques et que les effets de contagion de la crise ont entraîné une dévaluation excessive des monnaies concernées.

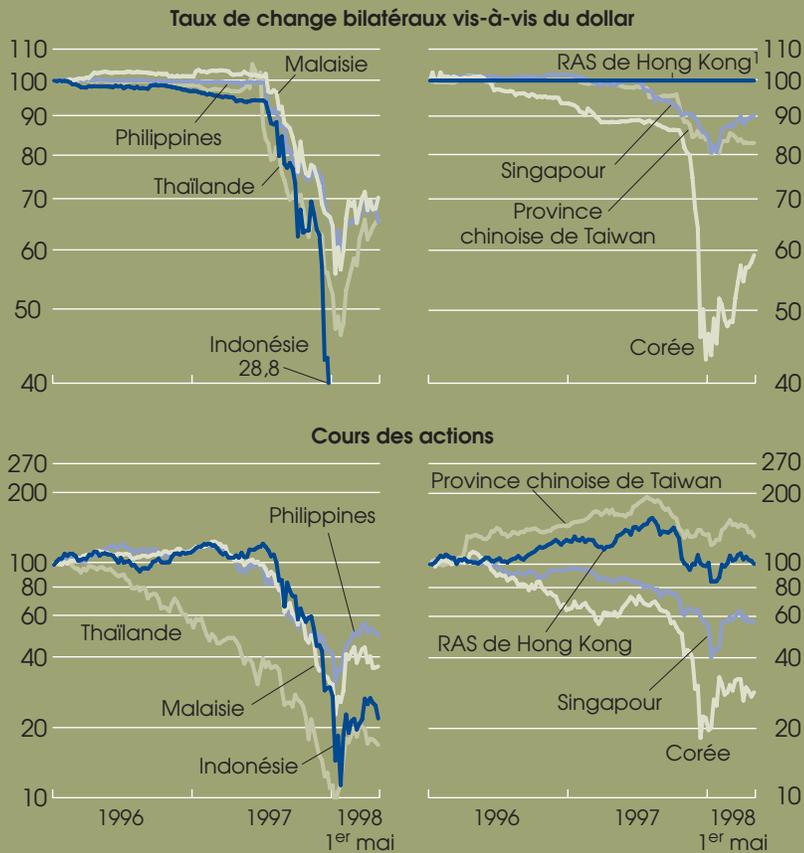
Vue d'ensemble

Les troubles financiers qui ont éclaté en Asie du Sud-Est à partir du milieu de 1997 n'ont pas tardé à avoir des répercussions sur la demande et l'activité dans les pays touchés. Ils ont aussi commencé à freiner la croissance mondiale à la fin de 1997 et au début de 1998. Pour l'ensemble de 1997, la croissance de la production mondiale s'est toutefois poursuivie à un taux d'environ 4 % (graphique 2), l'expansion plus lente en Afrique, en Asie et au Moyen-Orient se trouvant compensée par une croissance plus rapide dans les pays industrialisés, dans les pays en développement de l'Hémisphère occidental et dans les pays en transition (tableau 1). L'expansion en volume du commerce mondial a rebondi à 9½ % en 1997, égalant la progression enregistrée en 1995 — la plus rapide en vingt ans. Cette accélération a

Graphique 1

Économies asiatiques (échantillon) : taux de change bilatéraux vis-à-vis du dollar E.U. et cours des actions

(En dollar par unité monétaire; échelle logarithmique; 5 janvier 1996 = 100)



Sources : Bloomberg Financial Markets, LP, Société financière internationale, Reuters.
 1 Rattachement au dollar.

été largement partagée entre le groupe des pays avancés et celui des pays en développement, mais la croissance des échanges commerciaux des pays en transition s'est quelque peu ralentie.

Les effets de la crise asiatique sur les apports nets de capitaux privés aux économies de marché émergentes ont été spectaculaires (tableau 2). Ces flux avaient atteint un niveau record de 240 milliards de dollars en 1996, l'Asie attirant plus de 40 % du total. Après avoir de nouveau augmenté au premier semestre de 1997, les flux nets se sont fortement contractés alors que la crise en Asie prenait de l'extension, et pour l'ensemble de l'année ils ont été inférieurs d'environ 70 milliards de dollars au montant enregistré en 1996. Les apports nets aux pays en développement d'Asie ont chuté de

plus de 60 milliards de dollars à environ 40 milliards — montant le plus faible depuis 1992. Les pays en développement du Moyen-Orient et d'Europe ont enregistré une diminution moins forte des entrées de capitaux, tandis que les flux à destination de l'Hémisphère occidental, de l'Afrique et des pays en transition ont en fait augmenté. Au premier trimestre de 1998, les flux nets de capitaux à destination des économies de marché émergentes sont restés proches de leurs niveaux déjà réduits de la fin 1997.

La forte contraction des apports de capitaux privés aux économies de marché émergentes d'Asie, bien qu'elle ait été amortie dans une certaine mesure par un accroissement de l'aide publique, a nécessité des ajustements substantiels des positions extérieures de ces pays. Pour l'ensemble des pays en développement d'Asie, le déficit des transactions courantes a diminué de presque 30 milliards de dollars en 1997. Et au début de 1998, les pays les plus touchés par la crise — à savoir la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande — dégageaient des excédents courants. Sur l'ensemble de 1997, l'alourdissement des déficits des transactions courantes dans un certain nombre de pays d'Amérique latine, reflétant l'augmentation des investissements directs étrangers dans la région, a été la principale contrepartie de la diminution des déficits dans les économies de marché émergentes d'Asie (tableau 3). À la fin de 1997 et au

début de 1998, toutefois, les balances extérieures courantes d'un certain nombre d'économies avancées — tout particulièrement celle des États-Unis — et des pays exportateurs de pétrole commençaient à donner des signes de détérioration.

L'inflation sur la base des prix à la consommation a encore reculé dans tous les principaux groupes de pays en 1997 (graphique 2). Ce recul a été favorisé par la faiblesse des cours des produits de base, y compris ceux du pétrole. Au début de 1998, ces derniers ont à nouveau accusé une diminution substantielle; en effet, en avril 1998, les prix du pétrole exprimés en DTS étaient inférieurs d'environ 31 % à leur niveau d'un an auparavant, alors que les prix des autres produits de base avaient baissé de 20 % pendant la même période. Dans

une certaine mesure, ces fléchissements tenaient à la plus faible demande de produits de base dans les pays touchés par la crise en Asie; il se peut aussi que la forte dépréciation des monnaies de ces pays se soit traduite par une baisse des prix de leurs exportations de produits de base exprimés en monnaies étrangères.

La réorientation des flux de capitaux vers les marchés matures après l'éclatement de la crise, ainsi que les perspectives de plus faible inflation ont contribué à une baisse substantielle des taux d'intérêt à moyen et à long terme — qui sont tombés dans certains cas à leur niveau le plus bas en cinquante ans — dans les pays industrialisés à la fin de 1997 et au début de 1998. Cet assouplissement des conditions financières, en particulier en Amérique du Nord et en Europe occidentale, a contribué à son tour à de nouvelles hausses sur les marchés des actions, où de nombreux indices ont atteint de nouveaux records. Cela a contribué à soutenir la croissance de la demande intérieure dans les pays industrialisés, tandis que les exportations nettes commençaient à accuser le contre-coup de la crise en Asie.

Sur les marchés des changes, après un renforcement initial considérable en 1997/98, le yen a subi de fortes pressions à la vente pendant la majeure partie de la période, traduisant les préoccupations des marchés quant aux progrès de la reprise économique du Japon. Après être tombée à 127 yen pour un dollar fin avril 1997, la monnaie nippone s'est vigoureusement redressée en mai et début juin, atteignant un haut de 110 yen pour un dollar. L'essoufflement de la reprise vers le milieu de l'année et les préoccupations suscitées par le secteur financier intérieur ont entraîné un nouvel affaiblissement du yen qui se négociait à 132 yen pour un dollar fin avril 1998. Bien que le deutsche mark se soit encore déprécié par rapport au dollar en 1997 et au début de 1998, la dépréciation en termes effectifs nominaux a été modérée. La livre sterling a enregistré une forte hausse en 1997 et début 1998, principalement due à des facteurs cycliques à court terme.

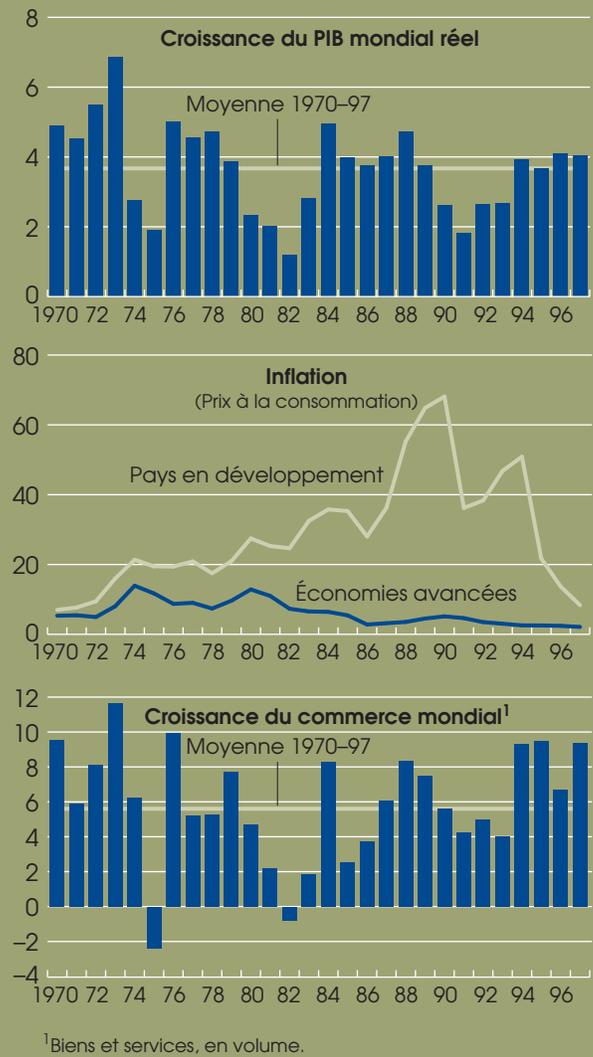
Les économies avancées

Les écarts entre les positions cycliques des économies avancées sont restés considérables en 1997. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont connu une activité économique vigoureuse, à des niveaux proches du potentiel disponible, et les taux de chômage les plus faibles depuis de longues années. Dans les principales économies d'Europe occidentale, la croissance s'est renforcée au deuxième semestre de 1997 et au début de 1998, mais la plupart ont gardé des volants substantiels de capacités oisives. Après le premier trimestre de 1997, l'économie japonaise a marqué le pas avant de sombrer dans la récession au dernier trimestre, la production accusant une contraction de 5,3 % en taux annuel au premier trimestre de 1998. Les effets de la

Graphique 2

Indicateurs mondiaux

(Variation annuelle en pourcentage)



crise asiatique sur les économies avancées ont varié en fonction de deux grands facteurs dont le premier était l'importance des liens commerciaux et financiers avec les économies en crise (ces liens étant généralement les plus étroits dans la région Asie-Pacifique)³, et le deuxième, la situation initiale de l'économie. L'effet de ralentissement produit par la crise a eu un impact défavorable relativement marqué au Japon, où l'activité et

³Par exemple, en 1996, le commerce avec les nouvelles économies industrielles et les économies en développement d'Asie représentait 5 % du PIB du Japon, contre 1½ à 3 % du PIB des principales économies d'Europe et d'Amérique du Nord.

Tableau 1

Aperçu général de l'économie mondiale*(Variation annuelle en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1994	1995	1996	1997
Production mondiale	3,9	3,6	4,1	4,1
Économies avancées	3,1	2,5	2,7	3,0
Principaux pays industrialisés	2,8	2,0	2,5	2,8
États-Unis	3,5	2,0	2,8	3,8
Japon	0,6	1,5	3,9	0,9
Allemagne	2,7	1,8	1,4	2,2
France	2,8	2,1	1,5	2,4
Italie	2,2	2,9	0,7	1,5
Royaume-Uni	4,3	2,7	2,2	3,3
Canada	3,9	2,2	1,2	3,8
Autres économies avancées	4,5	4,3	3,8	4,0
<i>Pour mémoire</i>				
Pays industrialisés	2,9	2,1	2,5	2,9
Union européenne	2,9	2,5	1,7	2,6
Nouvelle économies industrielles d'Asie	7,6	7,3	6,4	6,1
Pays en développement	6,8	6,0	6,6	5,8
Afrique	2,5	3,0	5,5	3,2
Asie	9,6	9,0	8,3	6,7
ASEAN-4 ¹	7,7	8,1	7,1	3,9
Moyen-Orient et Europe	0,7	3,6	4,9	4,4
Hémisphère occidental	5,1	1,2	3,5	5,0
Pays en transition	-7,6	-1,3	-0,1	1,7
Europe centrale et orientale	-3,0	1,4	1,5	2,7
Biélorus et Ukraine non compris	3,0	5,3	3,6	3,1
Russie	-12,6	-4,0	-2,8	0,4
Transcaucasie et Asie centrale	-10,2	-4,3	1,5	2,2
Volume du commerce mondial (biens et services)	9,3	9,5	6,6	9,4
Importations				
Économies avancées	9,7	8,9	6,4	8,6
Pays en développement	7,1	11,9	9,3	12,1
Pays en transition	7,8	18,3	7,6	5,4
Exportations				
Économies avancées	8,8	8,8	5,9	9,8
Pays en développement	13,2	10,6	8,7	10,8
Pays en transition	8,3	12,3	4,9	3,5
Prix des produits de base				
Pétrole ²				
En DTS	-7,8	1,9	24,3	-0,9
En dollars	-5,5	8,0	18,9	-6,0
Produits de base hors combustibles ³				
En DTS	10,8	2,1	3,1	1,6
En dollars	13,6	8,2	-1,3	-3,7
Prix à la consommation				
Économies avancées	2,6	2,5	2,4	2,1
Pays en développement	50,7	21,7	13,7	8,5
Pays en transition	268,4	124,1	41,4	27,8
LIBOR à six mois (en pourcentage)⁴				
Dépôts en dollars	5,1	6,1	5,6	5,9
Dépôts en yen	2,4	1,3	0,7	0,7
Dépôts en deutsche mark	5,3	4,6	3,3	3,4

¹Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.²Moyenne non pondérée des prix du marché du disponible des bruts Brent, Dubaï et West Texas Intermediate. Le prix moyen du pétrole en 1997 était de 19,18 dollars le baril; hypothèse pour 1998 : 14,59 dollar le baril et pour 1999 : 15,94 dollars le baril.³Moyenne fondée sur la pondération des exportations mondiales de produits de base.⁴Taux interbancaire offert à Londres.

la confiance étaient déjà faibles; en revanche, il a vraisemblablement contribué à contenir les pressions inflationnistes dans les pays menacés par la surchauffe.

Après le raffermissement observé en 1996 à la suite de quatre années de reprise hésitante, la croissance au Japon semblait commencer à s'auto-alimenter au début de 1997. Mais l'activité s'est fortement ralentie au deuxième trimestre et ne s'est redressée que mollement pendant le reste de l'année. La décélération de la croissance avant le milieu de l'année a été principalement attribuable à des facteurs intérieurs, notamment le relèvement de la taxe de consommation en avril 1997, la compression des dépenses publiques et la fragilité du secteur financier. Durant la deuxième partie de l'année, les inquiétudes suscitées par la crise asiatique et la situation du secteur financier intérieur, conjuguées à un nouveau fléchissement des cours des actions, ont contribué à la faiblesse persistante de la dépense intérieure. Pour l'ensemble de l'année, le PIB a augmenté de 3/4 %. Les autorités japonaises ont réagi en annonçant un vaste plan de relance budgétaire en avril 1998 et en prenant des mesures pour tenter de résoudre les problèmes bancaires, notamment en affectant des fonds publics au renforcement des systèmes de garantie des dépôts et du capital des banques. Des incertitudes persistaient néanmoins quant à la façon dont les mesures d'assainissement du secteur bancaire allaient être mises en oeuvre. En juillet 1998, les autorités japonaises ont annoncé une série de nouvelles initiatives pour le secteur bancaire dans un plan global de redressement du secteur financier, y compris la création d'un dispositif de «banques relais» destinées à faciliter la liquidation des établissements faillis et des mesures visant à renforcer la surveillance des banques et à accroître la transparence.

Les autres économies avancées de la région Asie-Pacifique se trouvaient dans une situation conjoncturelle

Tableau 2

Pays en développement, pays en transition, nouvelles économies industrielles : flux de capitaux nets¹
(Milliards de dollars)

	1984-89 ²	1990-96 ²	1994	1995	1996	1997
Total						
Flux de capitaux privés nets ³	15,2	148,1	160,5	192,0	240,8	173,7
Investissements directs nets	12,9	63,1	84,3	96,0	114,9	138,2
Investissements de portefeuille nets	4,7	54,1	87,8	23,5	49,7	42,9
Autres investissements nets	-2,5	30,9	-11,7	72,5	76,2	-7,3
Flux de capitaux publics nets	23,9	15,3	-2,5	34,9	-9,7	27,3
Variation des réserves ⁴	-13,8	-81,2	-77,2	-120,5	-115,9	-54,7
Pays en développement						
Flux de capitaux privés nets ³	18,2	131,2	136,6	156,1	207,9	154,7
Investissements directs nets	12,1	56,8	75,4	84,3	105,0	119,4
Investissements de portefeuille nets	4,2	49,3	85,0	20,6	42,9	40,6
Autres investissements nets	1,9	25,1	-23,8	51,2	60,0	-5,3
Flux de capitaux publics nets	25,8	15,6	9,1	27,4	-3,4	15,8
Variation des réserves ⁴	5,8	-55,7	-42,4	-65,6	-103,4	-55,2
Afrique						
Flux de capitaux privés nets ³	3,6	4,4	10,6	13,8	4,5	8,9
Investissements directs nets	1,1	2,9	3,6	4,2	5,3	7,7
Investissements de portefeuille nets	-0,8	-0,2	0,5	1,4	-0,3	2,6
Autres investissements nets	3,3	1,6	6,5	8,1	-0,6	-1,3
Flux de capitaux publics nets	5,1	7,1	8,1	5,2	6,5	6,7
Variation des réserves ⁴	0,2	-1,9	-4,4	-1,4	-6,4	-11,3
Asie						
Flux de capitaux privés nets ³	13,0	55,9	63,1	91,8	102,2	38,5
Investissements directs nets	4,5	32,2	43,4	49,7	58,5	55,4
Investissements de portefeuille nets	1,5	6,8	11,3	10,8	10,2	-2,2
Autres investissements nets	7,0	16,9	8,3	31,3	33,5	-14,7
Flux de capitaux publics nets	7,7	8,4	6,2	5,1	9,3	17,7
Variation des réserves ⁴	-2,1	-29,0	-39,7	-29,0	-48,9	-17,2
Moyen-Orient et Europe						
Flux de capitaux privés nets ³	1,7	25,2	15,5	14,8	20,7	16,1
Investissements directs nets	1,1	3,0	4,2	5,1	4,3	5,1
Investissements de portefeuille nets	4,4	12,8	12,5	8,4	7,9	6,8
Autres investissements nets	-3,8	9,4	-1,2	1,3	8,6	4,2
Flux de capitaux publics nets	4,8	-1,8	-1,2	-4,8	-5,8	-1,3
Variation des réserves ⁴	7,2	-6,4	-3,1	-9,4	-21,2	-14,3
Hémisphère occidental						
Flux de capitaux privés nets ³	-0,2	45,7	47,4	35,7	80,5	91,1
Investissements directs nets	5,3	18,7	24,3	25,3	36,9	51,2
Investissements de portefeuille nets	-0,9	29,9	60,6	-0,1	25,2	33,5
Autres investissements nets	-4,6	-2,8	-37,5	10,5	18,5	6,5
Flux de capitaux publics nets	8,2	1,8	-4,0	22,0	-13,4	-7,3
Variation des réserves ⁴	0,5	-18,4	4,7	-25,9	-27,0	-12,3
Pays en transition						
Flux de capitaux privés nets ³	-1,0	12,8	18,4	29,8	21,3	34,5
Investissements directs nets	-0,2	6,3	5,4	13,2	13,1	18,2
Investissements de portefeuille nets	-	2,0	4,1	2,9	2,2	7,3
Autres investissements nets	-0,8	4,6	8,9	13,6	5,9	9,0
Flux de capitaux publics nets	0,2	0,5	-11,0	8,4	-5,5	0,8
Variation des réserves ⁴	-3,6	-7,8	-8,5	-35,9	0,4	-6,2
Nouvelles économies industrielles d'Asie⁵						
Flux de capitaux privés nets ³	-2,0	4,1	5,5	6,1	11,7	-15,4
Investissements directs nets	1,0	0,1	3,5	-1,5	-3,2	0,6
Investissements de portefeuille nets	0,5	2,8	-1,2	0,0	4,6	-5,0
Autres investissements nets	-3,6	1,2	3,2	7,6	10,3	-11,1
Flux de capitaux publics nets	-2,0	-0,8	-0,6	-0,9	-0,8	10,7
Variation des réserves ⁴	-16,0	-17,7	-26,3	-19,0	-12,9	6,7

¹Les flux nets de capitaux se composent des investissements directs nets, des investissements de portefeuille nets et d'autres flux d'investissement nets à court et à long terme, y compris les emprunts publics et privés.

²Moyennes annuelles.

³En raison des carences des données, il se peut que les autres investissements nets comprennent certains flux de capitaux publics.

⁴Le signe moins indique une augmentation.

⁵Corée, Région administrative spéciale de Hong Kong, Israël, Singapour et province chinoise de Taiwan.

Tableau 3
Solde des transactions courantes
dans un échantillon de pays
(En pourcentage du PIB)

	1995	1996	1997
Économies avancées			
<i>Principaux pays industrialisés</i>			
États-Unis	-1,8	-1,9	-2,1
Japon	2,2	1,4	2,2
Allemagne	-1,0	-0,6	-0,3
France	0,7	1,3	2,7
Italie	2,3	3,2	2,9
Royaume-Uni	-0,5	-0,1	0,3
Canada	-1,0	0,4	-2,0
<i>Autres économies avancées</i>			
Australie	-5,6	-4,0	-3,4
Autriche	-2,0	-1,8	-1,8
Corée	-2,0	-4,9	-2,0
Espagne	0,2	0,3	0,5
Finlande	4,1	3,8	5,3
Grèce	-2,1	-2,6	-2,9
Hong Kong (RAS) ¹	-3,9	-1,3	-1,5
Irlande	2,8	2,0	1,8
Israël	-5,6	-5,6	-3,4
Norvège	3,3	7,1	5,5
Nouvelle-Zélande	-3,7	-4,0	-7,0
Singapour	16,8	15,7	15,2
Suède	2,1	2,5	3,1
Suisse	6,9	7,3	8,3
Taiwan, province chinoise de	2,1	4,0	2,6
<i>Memorandum</i>			
Union européenne	0,6	1,1	1,4
Pays en développement			
Afrique du Sud	-2,0	-1,3	-1,5
Algérie	-5,3	2,7	6,7
Arabie Saoudite	-4,2	0,2	0,2
Argentine	-1,5	-1,9	-3,8
Brésil	-2,5	-3,1	-4,1
Cameroun	-0,4	-2,4	-1,3
Chili	-2,1	-5,4	-5,3
Chine	0,2	0,9	2,4
Côte d'Ivoire	-6,0	-4,8	-4,5
Égypte	2,3	-0,3	0,3
Inde	-1,6	-1,2	-1,5
Indonésie	-3,3	-3,3	-2,6
Malaisie	-10,0	-4,9	-4,8
Mexique	-0,5	-0,6	-1,8
Nigéria	-3,7	2,4	0,4
Ouganda	-2,5	-1,8	-0,9
Pakistan	-3,4	-6,5	-6,0
Philippines	-4,4	-4,7	-5,2
Thaïlande	-8,0	-7,9	-2,0
Turquie	-0,6	-1,5	-1,7
Pays en transition			
Hongrie	-5,7	-3,8	-2,2
Pologne ²	3,3	-1,0	-3,2
République tchèque	-2,7	-7,6	-6,3
Russie	1,3	0,5	-0,3

¹Biens et services hors revenus des facteurs.

²Sur la base des données du solde des transactions courantes, y compris l'excédent dégagé par les transactions commerciales non enregistrées, tel qu'estimé par les services du FMI.

plus forte que le Japon lorsque la crise a éclaté en Asie. En Australie, la croissance s'est renforcée en 1997 dans le contexte d'une inflation en veilleuse, d'un budget proche de l'équilibre et d'un déficit des transactions courantes réduit. Cependant, en partie sous l'effet de la crise asiatique, le dollar australien s'est sensiblement déprécié par rapport aux monnaies des autres pays industrialisés à la fin de l'année. En revanche, la RAS de Hong Kong a subi une perte de compétitivité due à la dépréciation des autres monnaies de la région, et les taux d'intérêt sont montés de manière sporadique à des niveaux relativement élevés reflétant les pressions intermittentes qui se sont exercées sur la monnaie. Ces évolutions, conjuguées aux effets de la crise régionale sur le commerce et sur la confiance, ont eu tôt fait de tempérer la tendance à la surchauffe qui était apparue au début de 1997 et ont conduit à une forte contraction de l'activité au début de 1998. Comme dans la RAS de Hong Kong, la solidité du secteur financier à Singapour et dans la province chinoise de Taiwan a contribué à limiter les effets de contagion de la crise régionale, bien que ces deux économies aient enregistré une dépréciation sensible de leurs monnaies et de fortes augmentations des taux d'intérêt intérieurs.

Les économies avancées d'Amérique du Nord et d'Europe ont été moins durement touchées par la crise asiatique. La performance économique des États-Unis en 1997 a été exceptionnellement vigoureuse, avec une croissance du PIB de 3³/₄ %, la plus rapide en 9 ans. En outre, l'inflation sur la base du déflateur du PIB a été la plus faible en 32 ans, le chômage est tombé à son niveau le plus bas en 24 ans et le budget fédéral a été quasiment équilibré pour la première fois depuis le début des années 70. La vigueur de l'économie des États-Unis a apporté un soutien crucial à la croissance mondiale dans le contexte de la crise en Asie. L'affaiblissement de la demande extérieure associé à cette crise et la force du dollar E.U. ont tempéré les pressions inflationnistes potentielles dans l'économie américaine, donnant gain de cause aux adversaires d'un resserrement monétaire à la fin de 1997 et au début de 1998. Le Canada a aussi connu une forte croissance en 1997; mais étant donné qu'il restait un volant substantiel de ressources inutilisées, l'inflation a encore diminué. Un alourdissement considérable du déficit des transactions courantes, dû en partie à la faiblesse des marchés mondiaux des produits de base, a contribué aux pressions à la baisse qui se sont exercées sur le dollar canadien. Les taux d'intérêt officiels ont été relevés à la fin de 1997 et en janvier 1998, surtout dans le but de neutraliser les conséquences de la dépréciation de la monnaie sur les conditions monétaires.

Dans les pays européens, des différences notables entre les positions cycliques ont continué à être observées en 1997 et au début de 1998. Au Royaume-Uni, la production a augmenté de 3¹/₄ % en 1997 et le chô-

mage est tombé à 5 % en fin d'année, soit son niveau le plus bas en 17 ans. En Allemagne, en France et en Italie, la croissance, qui avait faibli les deux années précédentes, s'est modérément raffermit en 1997. Les taux de chômage sont restés élevés dans les trois pays, mais ils ont affiché un certain recul en France à partir du milieu de 1997 et en Allemagne au début de 1998. En Allemagne, la croissance a été tirée principalement par l'activité toujours soutenue à l'exportation; cependant, les investissements en biens d'équipement professionnel et, ultérieurement, la demande de produits de consommation ont été en hausse. La reprise en France, qui reposait aussi largement sur les exportations, a été rééquilibrée par le redressement de la demande intérieure qui s'est amorcé au deuxième semestre de 1997. En Italie, l'important rééquilibrage des finances publiques n'a pas empêché la croissance de s'affermir également en 1997, soutenue par une reprise de la consommation privée, une remontée des exportations et la reconstitution des stocks. L'inflation a été inférieure à 2 % en Allemagne, en France et en Italie en 1997.

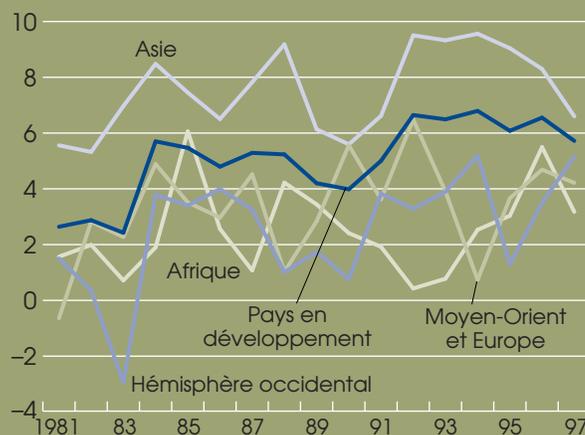
Dans le reste de l'Europe continentale (Danemark, Espagne, Finlande, Irlande, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas et Portugal), la croissance économique est restée vigoureuse en 1997; après des périodes d'atonie, l'expansion est devenue plus ferme en Autriche, en Belgique et Suède. Dans certains cas, d'importantes réformes structurelles mises en oeuvre les années précédentes ont étayé la croissance, notamment en favorisant une plus grande souplesse des marchés du travail. En Suisse, la croissance au ralenti a prolongé la période de stagnation persistant depuis bientôt cinq ans, mais l'activité s'est ressaisie au premier trimestre de 1998. L'inflation dans ces pays est restée assez uniformément faible.

En mars 1998, la Commission européenne a déterminé que onze des quinze États membres de l'UE avaient rempli les conditions requises pour participer à l'Union économique et monétaire (UEM) européenne en 1999. La Commission a formulé sa recommandation en se fondant sur le rapport de convergence de l'Institut monétaire européen, après avoir établi que les pays en question satisfaisaient aux critères de convergence stipulés par le Traité de Maastricht pour 1997, en matière d'inflation, de finances publiques, de taux d'intérêt et de taux de change. Quant aux quatre autres pays de l'UE, le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni ont indiqué qu'ils ne souhaitaient pas participer immédiatement à l'UEM et les autorités grecques visaient une adhésion à l'UEM en 2001. En mars 1998, la drachme est entrée dans le mécanisme de change européen (MCE) de l'UE, avec un cours pivot annoncé par rapport à l'écu qui impliquait une dépréciation de 12½ %; au même moment, la livre irlandaise était réévaluée de 3 % sur la base de son cours pivot.

Graphique 3

Pays en développement : PIB réel

(Variation annuelle en pourcentage)



Les pays en développement

Un certain nombre de pays en développement ont vu leurs marchés de capitaux gagnés par la contagion de la crise asiatique en 1997 et beaucoup d'autres ont commencé à en ressentir les effets économiques sous d'autres formes vers la fin de l'année et au début de 1998, notamment avec des primes de risques plus élevées sur les crédits étrangers. Ces effets ont aggravé un certain nombre d'autres problèmes qui contribuent à freiner la croissance, tels que l'érosion de la compétitivité, la baisse des prix des produits de base et les déséquilibres financiers intérieurs et extérieurs. Dans l'ensemble des pays en développement, la croissance économique s'est ralentie à 5¾ % en 1997 contre environ 6½ % en 1996. Le ralentissement a été sensible en Asie, mais c'est en Afrique qu'il a été le plus marqué (graphique 3). En revanche, dans les pays en développement de l'Hémisphère occidental, la croissance en 1997 a été en fait plus vigoureuse que les deux années précédentes, mais elle s'est affaiblie au premier trimestre de 1998. Cette perte de vitesse est imputable aux retombées de la crise en Asie et aux mesures que les gouvernements ont prises pour réduire la vulnérabilité des économies face aux revirements des investisseurs et à l'alourdissement des déficits des transactions courantes.

Dans la région Asie, les marchés de capitaux en Chine sont restés relativement à l'abri des effets de contagion de la crise, ce qui s'explique par les politiques macroéconomiques appropriées qui ont été appliquées depuis 1993, par le fait que les entrées de capitaux ont surtout pris la forme d'investissements directs avec peu de

possibilités de spéculation financière et par le haut niveau des réserves en devises. Tandis que la monnaie chinoise s'est quelque peu appréciée en termes réels par suite de la dépréciation des monnaies de ses partenaires commerciaux d'Asie, la position commerciale est demeurée forte et la balance extérieure courante excédentaire. Les autorités sont restées fermement résolues à ne pas dévaluer le renminbi, condition indispensable au rétablissement de la stabilité dans la région. D'autre part, l'inflation, qui avait chuté en 1997, est restée faible. En Inde, la croissance de la production est redescendue d'environ 7½ % en 1996 à quelque 6 % en 1997. La roupie s'est affaiblie par rapport au dollar à la fin de 1997, en partie sous les retombées de la crise régionale, mais sa valeur de change a peu varié en termes réels sur une base multilatérale. Au Pakistan, le gouvernement a réagi à l'aggravation des déséquilibres macroéconomiques et à la menace d'une crise de change à la fin de 1996 et au début de 1997 en adoptant un programme de renforcement des politiques macroéconomiques et en engageant des réformes structurelles.

En Amérique latine, l'inflation sur la base des prix à la consommation au Brésil s'est inscrite en recul à 4¼ % en 1997, tandis que la croissance de la production s'est poursuivie à un taux de 3 % *grosso modo* égal à celui de l'année précédente. Face aux retombées de la crise asiatique, les autorités ont nettement durci leurs politiques monétaire et budgétaire en octobre et novembre 1997, ce qui a permis de rétablir la confiance et d'enrayer la baisse de réserves en devises. En Argentine, la production a connu une forte progression de 8½ %, tandis que les prix sont restés généralement stables; comme au Brésil, des tensions ont commencé à se manifester sur les marchés de capitaux en octobre avec une correction sensible du marché des actions et des marges croissantes sur la dette souveraine. Au Mexique, la crise asiatique a considérablement accentué l'instabilité du marché des changes et des taux d'intérêt. La hausse temporaire substantielle de ces derniers a contribué à stabiliser le taux de change, mais le cours du peso par rapport au dollar a chuté en février 1998. Au Chili, le peso a subi des pressions en décembre mais il s'est stabilisé dès la fin du mois de janvier, à la suite d'une intervention relativement limitée sur le marché des changes et d'un relèvement sensible des taux d'intérêt.

Dans la région Moyen-Orient et Europe, la crise en Asie a eu des retombées directes limitées, sous la forme de baisses temporaires des cours des actions dans certains pays et d'un élargissement des marges sur la dette négociée sur les marchés internationaux. Dans la République islamique d'Iran, la croissance du PIB réel s'est ralentie, passant de 4¾ % en 1996 à 3¼ % en 1997, en raison de la stagnation des exportations hors pétrole, de la réduction des dépenses publiques d'investissement liée à la baisse des recettes pétrolières et de la lenteur des réformes structurelles. En Turquie, la

croissance s'est poursuivie à un taux proche de 7 % en 1997, tandis qu'en Égypte, le succès des efforts de stabilisation macroéconomique et de réforme structurelle ces dernières années à favorisé une remontée de la croissance à 5 %. La Jordanie a continué de récolter les fruits de l'application des politiques de stabilisation et de réforme qui se sont traduites par la poursuite d'une croissance vigoureuse de la production, de nouvelles baisses de l'inflation et une réduction du déficit des transactions courantes.

La croissance économique en Afrique a été de 3¼ % seulement en 1997. Ce résultat décevant est principalement attribuable à l'impact sur un certain nombre de pays des intempéries, de la baisse des prix des produits de base et, dans quelques cas, des conflits armés. Pour ce qui est des plus grands pays de la région, la croissance en Afrique du Sud s'est ralentie à 1¾ % en 1997, en raison de la faiblesse de la demande intérieure et extérieure; le Nigéria a lui aussi souffert d'une faible demande intérieure, aggravée par le manque de confiance des investisseurs étrangers. En Algérie, la croissance s'est sensiblement ralentie, principalement à cause des conséquences défavorables de la sécheresse sur l'agriculture et de nouveaux retards dans la reprise de l'activité industrielle. Au Kenya, la croissance a faibli en partie sous l'effet des tensions sur les marchés de capitaux qui ont été liées aux incertitudes politiques. L'inflation est restée maîtrisée dans la majeure partie de la région.

Les économies en transition

En 1997, la Russie et les pays en transition ont enregistré une croissance positive pour la première fois en huit ans. Pour l'ensemble du groupe, la production a augmenté de 1¾ % et l'inflation a été ramenée à environ 27 % — témoignant des progrès que la plupart des pays ont accomplis depuis le début de la décennie dans leur effort de stabilisation et de réforme.

C'est en Russie, en Ukraine et, parmi les pays baltes, en Estonie que les effets de la crise asiatique se sont fait le plus sentir. En Russie, où le rouble a subi des attaques à la fin du mois d'octobre et en novembre, puis à nouveau fin janvier 1998, les autorités ont défendu le taux de change en relevant fortement les taux d'intérêt. Dans ce contexte, le marché des actions a enregistré de fortes baisses. Ces tensions se sont produites en dépit du fait que le solde des transactions courantes était proche de l'équilibre; elles étaient dues à la faiblesse persistante de la situation des finances publiques caractérisée par l'insuffisance des recettes, aux préoccupations quant à l'évolution possible de la position extérieure en l'absence de redressement du déséquilibre budgétaire et à la baisse des prix du pétrole. Si l'Ukraine pouvait envisager de parvenir en 1997 à un taux d'inflation inférieur à 10 % et à une croissance positive, l'insuffisance du rééquilibrage budgétaire a conduit à un alourdissement des emprunts extérieurs publics à court terme. Conjugée à

la lenteur des réformes structurelles, cette évolution a accru la vulnérabilité de l'Ukraine en cas de développements défavorables; ainsi, lorsque la crise en Asie s'est aggravée à la fin de 1997, les pressions sur les marchés des changes ont forcé les autorités à durcir considérablement les conditions monétaires. En Estonie, les tensions intérieures sur les marchés de capitaux induites par l'augmentation rapide du déficit des transactions courantes ont été aggravées par les effets de contagion de la crise asiatique. Les taux d'intérêt ont augmenté sensiblement en octobre et novembre 1997 et les cours des actions, après avoir affiché une forte hausse, ont chuté.

Dans un certain nombre d'autres pays en transition, la crise asiatique n'a guère eu d'impact sur les marchés de capitaux ni sur leur accès aux financements extérieurs, malgré leur ouverture aux marchés internationaux de capitaux. La République tchèque a été le théâtre d'une crise monétaire en mai 1997, déclenchée en partie par les événements en Thaïlande, à laquelle les autorités ont fait front en durcissant leurs politiques budgétaire et monétaire. Cette action a entraîné une réduction sensible du déficit des transactions courantes, certes au prix d'un ralentissement de la croissance, et l'approfondissement ultérieur de la crise en Asie n'a causé que peu de perturbations supplémentaires. En

Hongrie également, la crise asiatique n'a guère créé de tensions sur le marché des changes, ce qui est dû pour une large part à l'amélioration marquée des performances du pays en matière de finances publiques, de croissance et de commerce extérieur, fruit des mesures d'ajustement énergiques mises en oeuvre depuis 1995. En Pologne, la production a augmenté d'environ 7 % en 1997, poursuivant la vigoureuse expansion qui durait depuis près de six ans.

L'importance critique de l'ajustement et des réformes a été particulièrement mise en évidence en Albanie et en Bulgarie. La crise financière qui s'était amorcée en Bulgarie en 1996 s'est poursuivie en 1997, et la production a diminué pour la deuxième année consécutive. En Albanie, la crise qui a éclaté en mars 1997 avec l'effondrement des pyramides financières a aussi provoqué une contraction de la production pendant l'année. Mais, dans les deux cas, des améliorations substantielles de la politique économique ont permis de réduire les déséquilibres macroéconomiques, et la croissance a repris vers la fin de 1997 et au début de 1998. La Bulgarie a également enregistré une baisse spectaculaire de l'inflation en 1997 et le système de caisse d'émission mis en place dans le cadre du programme appuyé par le FMI a joué un rôle décisif à cet égard.



Perspectives de l'économie mondiale

Le Conseil d'administration examine régulièrement l'évolution de l'économie mondiale et les politiques économiques sur la base des rapports établis par les services du FMI sur les Perspectives de l'économie mondiale. Ces rapports, publiés deux fois par an, contiennent des analyses approfondies des perspectives économiques de l'ensemble du monde et des différents pays et régions ainsi que de questions d'actualité.

En 1997/98, le Conseil a consacré trois débats aux Perspectives de l'économie mondiale : en août 1997, en décembre 1997 (sur la base d'une évaluation intérimaire effectuée par les services du FMI) et en mars 1998⁴. La crise financière asiatique a été au centre de ces discussions⁵. En août 1997, un certain nombre d'administrateurs avaient déjà lancé une mise en garde : s'il y avait de nombreuses raisons de croire que l'expansion mondiale pouvait se poursuivre, il ne fallait pas toutefois sous-estimer les risques et facteurs de fragilité présents dans certains pays, et susceptibles d'avoir des répercussions sur la situation économique et financière à l'échelle régionale aussi bien que mondiale. Plusieurs administrateurs ont noté que, dans le monde en développement en particulier, les importants déséquilibres extérieurs et la fragilité des systèmes bancaires avaient ébranlé la confiance des investisseurs et accru les risques associés aux mouvements de capitaux volatils. On ne s'attendait pas à ce que ces difficultés aient des conséquences préjudiciables sur les perspectives à long terme généralement positives de ces pays, à condition que des politiques macroéconomiques disciplinées et les réformes structurelles nécessaires soient mises en oeuvre en temps opportun pour corriger les déséquilibres économiques intenable. Les administrateurs ont cependant souligné que ces efforts sur le plan de la

politique économique devraient être étayés par des réformes institutionnelles de plus vaste portée visant à accroître l'efficacité des administrations publiques, à développer les ressources humaines, à renforcer la gestion du secteur financier, à mettre en place des dispositifs réglementaires et juridiques transparents et à améliorer la gestion des affaires publiques. De telles réformes aideraient à gagner et à entretenir la confiance du secteur privé et de ses investisseurs, condition indispensable à une croissance durable de qualité.

Lors de leur débat de mars 1998, les administrateurs se sont accordés pour penser que, si les perturbations des marchés de capitaux en Asie promettaient de peser de manière non négligeable sur les perspectives de croissance à court terme de l'économie mondiale, il était probable que le ralentissement serait moins prononcé qu'il ne l'avait été lors des précédents épisodes de faiblesse de l'économie mondiale (en 1974–75, 1980–83 et 1990–91). Les mesures correctives prises par la plupart des pays à l'épicentre ou près de l'épicentre de la crise, les solides performances économiques de la plupart des pays industrialisés et les réformes de fond dans un grand nombre d'économies en développement ou en transition au cours des dix années précédentes apparaissaient comme des facteurs cruciaux pour contenir la crise et ses répercussions à l'échelle mondiale. Bien que les projections de croissance pour les pays au centre de la crise aient été révisées nettement en baisse depuis l'examen d'août 1997 des Perspectives de l'économie mondiale, en mars 1998, les administrateurs étaient d'avis que pour les autres économies en développement ou en transition les perspectives demeuraient en général encourageantes.

Cela étant dit, les administrateurs ont fait remarquer que l'incertitude persistait quant au dénouement de la crise; il était donc essentiel que les pays en crise s'attachent résolument à mener à bien leurs réformes. La baisse récente des prix du pétrole et d'autres produits de base risquait en outre d'allonger le processus d'ajustement dans certains pays en crise et de présenter des défis de taille pour les pays exportateurs de produits de base et de pétrole dans toutes les régions. Par ailleurs, il

⁴Les rapports d'octobre 1997 et de mai 1998 ont été publiés en français sous le titre *Perspectives de l'économie mondiale*. Le rapport de décembre 1997, *World Economic Outlook—Interim Assessment*, est paru en anglais seulement.

⁵Le chapitre V du présent rapport rend compte de l'examen par le Conseil des causes de la crise et des réponses appropriées à lui apporter.

était possible que la réévaluation des risques à la suite de la crise par les créanciers internationaux, aussi opportune soit-elle, limite les apports de capitaux aux économies en développement ou en transition à des niveaux inférieurs à ce que justifiaient les fondamentaux de ces économies. Plus généralement, les administrateurs se sont inquiétés de ce que certaines économies de marché émergentes avaient eu trop massivement recours à l'emprunt extérieur et aux instruments de dette à court terme pour financer les déficits publics, accroissant les risques de difficultés financières futures.

Économies avancées

Lorsqu'ils ont examiné en mars 1998 les perspectives des économies avancées, les administrateurs ont remarqué que les retombées de la crise asiatique étaient d'autant plus malvenues au Japon que la reprise naissante avait déjà marqué le pas au premier semestre de 1997, son essoufflement étant dû à la fois à une politique budgétaire qui, rétrospectivement, s'était révélée trop restrictive et aux faiblesses persistantes du système financier. Les administrateurs ont souligné qu'étant donné l'importance de l'économie japonaise pour la région et pour le reste du monde, il était essentiel de renforcer la confiance et de favoriser une croissance durable plus vigoureuse dans le pays. Il convenait de soutenir la reprise économique au moyen d'une politique budgétaire plus expansionniste à court terme tout en maintenant l'objectif du rééquilibrage à moyen terme. Certains administrateurs ont fait observer qu'une réduction permanente des impôts améliorerait les perspectives d'accroissement de la consommation privée, mais qu'il fallait se garder de recourir trop massivement à une augmentation des dépenses de travaux publics, car ce type d'action n'aurait qu'un effet temporaire et ne s'est pas révélé très efficace dans le passé. En revanche, certains autres administrateurs ont émis des réserves quant à l'efficacité d'un allègement des impôts, craignant que l'augmentation correspondante du revenu disponible ne vienne s'ajouter à l'épargne des ménages et n'ait que peu ou pas d'effet sur la consommation et la croissance. Invoquant la dette publique accumulée ces dernières années et les pressions que le vieillissement de la population exercera sur les finances publiques, certains administrateurs ont fait valoir que tout relâchement de l'effort de rééquilibrage budgétaire présenterait des risques, tandis qu'il n'aurait guère d'effet positif sur l'activité.

Les administrateurs ont pris note des indications données par les autorités japonaises selon lesquelles un vaste train de mesures de relance budgétaire allait être prochainement annoncé. Ils ont souligné que pour avoir des effets sensibles et durables ces mesures devraient s'accompagner de réformes sérieuses du dispositif réglementaire et du secteur financier. La plupart des administrateurs ont accueilli favorablement le plan de mobilisation de fonds publics annoncé récemment,

en vue de protéger les déposants des établissements faillis et de recapitaliser ceux qui étaient viables. Ces mesures promettent de rétablir la confiance et de vaincre la réticence des banques à consentir des crédits. Les administrateurs ont toutefois ajouté qu'il fallait veiller à ne pas venir systématiquement en aide à des banques qu'il serait plus approprié de liquider ou de restructurer. Ils ont suggéré que toute allocation supplémentaire de fonds publics soit assortie de mesures explicites destinées à faciliter l'annulation de créances bancaires irrécouvrables de manière à garantir une répartition équitable du coût de la restructuration et à limiter les aléas moraux. À sa réunion d'avril 1998, le Comité intérimaire a salué le train de mesures économiques ainsi que les mesures de renforcement du système financier adoptées par le Japon.

Les administrateurs sont convenus qu'à la différence du Japon, l'économie des États-Unis serait sans doute relativement peu touchée par l'évolution défavorable de la situation en Asie, en grande partie grâce à la phase de haute conjoncture dans laquelle elle se trouvait avant la crise et à l'évolution positive des marchés obligataires qui, de l'avis d'un grand nombre d'administrateurs, traduisait un «afflux vers la qualité» des capitaux d'investissement internationaux. Ils ont jugé appropriée l'orientation actuelle de la politique monétaire, notant que les effets modérateurs de la crise en Asie — conjugués à l'appréciation du dollar E.U. et à la baisse des prix mondiaux des produits de base — avaient réduit la nécessité d'un relèvement des taux d'intérêt officiels. Toutefois, face au resserrement du marché du travail, les autorités devaient suivre attentivement la situation pour détecter les signes qui pourraient nécessiter un inflexionnement de la politique monétaire dans un sens ou dans l'autre.

De l'avis des administrateurs, il est probable que les risques liés à la crise asiatique pour les économies avancées d'Europe sont aussi relativement limités. En ce qui concerne les économies tournant à un niveau proche de leur potentiel, les administrateurs étaient d'avis que le resserrement de la politique monétaire opéré en 1997 et la poursuite du rééquilibrage budgétaire au Royaume-Uni auraient sans doute pour effet de maintenir la demande à un niveau proche des limites de la capacité disponible et l'inflation à un taux proche de l'objectif. Mais de nouvelles mesures seraient justifiées si les perspectives en matière d'inflation se détérioraient. Dans le même esprit, le Comité intérimaire, à sa réunion d'avril 1998, a rappelé que les autorités du Royaume-Uni devaient rester comme toujours vigilantes face aux risques d'inflation. En Allemagne, en France et en Italie, où la production — quoique restant inférieure au potentiel — s'était redressée de manière appréciable depuis le début de 1997, les administrateurs s'attendaient à ce que l'impact global de la crise asiatique soit faible également. Certains administrateurs ont toutefois mis en garde

contre un excès d'optimisme, notant que les exportations avaient été la principale source d'augmentation de la demande dans certains de ces pays. Un affaiblissement des marchés d'exportation pourrait ralentir, voire arrêter, la reprise si la demande intérieure ne se ressaisissait pas. En Europe continentale en général, à neuf mois du début de l'union monétaire entre un grand nombre de pays, l'attention devait se porter sur les réformes des marchés du travail et des produits, sur la poursuite du rééquilibrage des finances publiques et sur la politique monétaire pendant la période de transition.

Pays en développement ou en transition

Les administrateurs ont remarqué que la crise asiatique avait un impact, bien qu'à des degrés divers, sur la plupart des économies en développement ou en transition. Ses effets se faisaient sentir sous la forme, par exemple, d'augmentations des primes de risque sur le coût des emprunts, d'un fléchissement des prix des produits de base, d'une perte de compétitivité pour les pays au centre ou près du centre des perturbations, ou d'un affaiblissement de la demande dans ces pays. Plusieurs pays — dont le Brésil, le Chili, le Mexique et la République tchèque — où la crise asiatique avait engendré des tensions sur les marchés des changes, avaient réussi à éviter la contagion totale grâce à des mesures d'ajustement appropriées. Si ces pays ont bien surmonté la crise dans l'ensemble, il serait prudent, de l'avis des administrateurs, qu'ils continuent à renforcer leur politiques s'ils veulent éviter de se heurter à de nouveaux écueils dans la période à venir. À cet égard, il serait particulièrement important de contenir les déséquilibres extérieurs, d'éviter la surchauffe et d'améliorer la qualité et les délais de production des informations économiques et financières. Il est également essentiel de doter le secteur financier d'une infrastructure solide, y compris d'une réglementation prudentielle, de normes de comptabilité acceptées au niveau international et, dans certains cas, de règles préétablies pour le passage d'un régime de change fixe à un régime souple (voir le chapitre VI). Plusieurs administrateurs ont salué l'attachement de la Chine au maintien de la valeur de sa monnaie ainsi que les efforts qu'elle déploie pour renforcer son système bancaire.

De nombreux administrateurs se sont déclarés préoccupés par les tendances récentes des prix des produits de base et les conséquences néfastes qu'une dété-

rioration des termes de l'échange aussi bien qu'une plus grande volatilité des prix peuvent avoir pour les pays en développement exportateurs de produits de base. Pour l'Afrique, les effets de ces courants d'évolution, conjugués aux intempéries et au fardeau toujours pesant de la dette, sont particulièrement préoccupants. Néanmoins, les administrateurs conservent un optimisme prudent quant aux perspectives de croissance de l'Afrique, dans la mesure où l'on peut compter sur la poursuite de l'ajustement macroéconomique et des réformes structurelles, et sur des flux appropriés d'assistance extérieure. Les administrateurs ont souligné la nécessité de créer un environnement propice à l'investissement étranger direct, notamment en ouvrant plus largement l'économie.

S'agissant des économies en transition, les administrateurs ont noté avec satisfaction qu'aussi bien la Russie que le groupe des pays en transition avaient enregistré une croissance positive en 1997 pour la première fois depuis le début de la transition. Ils ont toutefois signalé que, bien que l'on observe des progrès considérables en matière de stabilisation macroéconomique dans la quasi-totalité des pays, les différences semblent s'être accentuées en ce qui concerne le rythme des réformes et les progrès de la transformation. La plupart des pays ont fait des progrès appréciables sur la voie d'un équilibre budgétaire raisonnable, mais un certain nombre de pays, y compris la Russie et l'Ukraine, continuent à accuser des déficits considérables. Les administrateurs ont rappelé que le financement de ces déficits par l'emprunt en devises et la dette à court terme compromettrait la viabilité des politiques de finances publiques, menaçait indirectement de fragiliser les secteurs bancaires et mettait en danger les progrès chèrement réalisés sur la voie de la stabilisation économique. De graves problèmes de recouvrement des impôts dans un certain nombre de pays en transition empêchent en outre les administrations publiques d'assumer correctement leurs fonctions. Les administrateurs ont reconnu que la poursuite des réformes de la politique fiscale et des améliorations de l'administration des impôts ont peu de chances de produire tous leurs effets s'il n'y a pas aussi une volonté politique plus ferme de recouvrer les impôts. Les administrateurs ont aussi conseillé aux pays en transition d'Europe centrale et orientale d'améliorer le rapport efficacité-coûts de leurs systèmes de protection sociale et de réduire ainsi le niveau global des dépenses publiques.



Marchés internationaux des capitaux

Lors de leur examen annuel de l'évolution des marchés internationaux des capitaux en juillet 1997, c'est-à-dire peu après le début de la crise financière en Thaïlande, les administrateurs se sont livrés à un large débat sur les marchés des capitaux matures, ainsi que sur ceux des économies émergentes, et sur les systèmes bancaires des pays en question. Ils ont également évalué les conséquences de l'Union économique et monétaire européenne (UEM) pour les marchés internationaux de capitaux et ont abondamment commenté les événements survenus sur les marchés émergents, les stratégies de riposte aux attaques spéculatives et les axes à explorer pour une gestion plus efficace des passifs extérieurs souverains. Ultérieurement, en mars 1998, le Conseil a examiné le rôle des fonds spéculatifs et des investisseurs institutionnels dans la crise asiatique et, de façon plus générale, dans un monde où les marchés des capitaux sont de plus en plus intégrés⁶.

Marchés des capitaux matures

Les administrateurs ont noté le rétrécissement des écarts de taux d'intérêt entre les économies parvenues à maturité, et l'ont attribué à un certain nombre de facteurs, notamment l'assainissement budgétaire, la réduction des taux d'inflation et l'intensification de la concurrence sur les marchés bancaires internationaux. Ils ont vu également dans la convergence persistante des taux d'intérêt le signe que les marchés anticipent l'avènement d'une UEM élargie le 1^{er} janvier 1999. En ce qui concerne la forte hausse persistante des cours des actions, en particulier aux États-Unis, deuxième grande tendance constatée sur les marchés matures, de nombreux administrateurs ont fait observer que le niveau relativement élevé de ces cours repose sur les anticipations des investisseurs, qui s'attendent que les bénéfices des entreprises continueront de progresser vigoureusement et que les taux d'inflation resteront assez bas.

⁶Les documents de référence ont été publiés sous les titres *International Capitals Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues* (1997) et *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, Étude spéciale du FMI n° 166 (1998).

Quoique les indicateurs traditionnels des marchés aient été à l'origine d'interprétations divergentes, nombre d'administrateurs se sont déclarés préoccupés par l'éventualité d'un ajustement sur certains marchés des actions et l'incidence éventuellement négative de ces corrections, en particulier sur ceux des économies émergentes. Les administrateurs ont recommandé un suivi étroit de l'évolution des marchés boursiers aux États-Unis et dans d'autres économies.

Systemes bancaires des pays à marché mature

Les administrateurs ont noté que, sur certains marchés matures, le système bancaire a affiché une forte rentabilité pendant les douze mois précédents, tandis que, sur d'autres, il a continué de souffrir d'un volume élevé de prêts improductifs. Ils se sont penchés sur la difficulté d'assurer une surveillance financière effective à cause de la déréglementation financière et de la mondialisation, faisant observer qu'à mesure que s'estompe la distinction entre les banques et les autres institutions financières, un nombre croissant de pays consolident au sein d'un même organisme la surveillance d'une vaste gamme d'établissements financiers.

Aspects structurels de l'UEM

Les administrateurs voient dans la création de l'UEM un important événement financier international qui favorisera sans doute l'apparition de marchés financiers à l'échelle de l'Union, aura des effets bénéfiques pour les systèmes bancaires européens et conduira à la création d'un système européen de paiements plus efficace. Si un certain degré de consolidation et de restructuration des systèmes bancaires est dans l'ensemble considéré comme inévitable, plusieurs administrateurs ont rappelé la diversité des situations entre les pays européens. Certains administrateurs ont souligné qu'il importe d'évaluer l'efficacité des banques européennes en tenant compte des résultats de tous les types d'institutions financières (caisses d'épargne, systèmes de virements postaux et caisses de crédit mutuel, par exemple). Les solutions fondées sur le marché sont jugées souhaitables pour résoudre les problèmes du

secteur bancaire. Certains administrateurs ont souligné que les réglementations, les rapports de force sur les marchés locaux, les rigidités du marché du travail et les structures des entreprises publiques risquent de retarder les ajustements nécessaires. Plusieurs administrateurs ont évoqué le coût budgétaire et l'aléa moral qui risquent de résulter de toute intervention des pouvoirs publics visant à résoudre les difficultés des institutions financières les plus mal en point.

Marchés émergents

Les administrateurs ont noté l'intégration de plus en plus poussée de nombreux marchés émergents dans le système financier mondial, comme le montre le niveau sans précédent des afflux de capitaux privés dans les pays en question en 1996. Ce niveau reflète l'amélioration des fondamentaux dans nombre d'entre eux, une meilleure diversification internationale des portefeuilles des investisseurs institutionnels et l'aptitude croissante des investisseurs à rechercher des rendements plus élevés. Ils craignent toutefois que les marges dont sont assortis les émissions obligataires et les crédits consortiaux ne soient trop faibles et que nombre de ces investisseurs ne soient pas pleinement avertis des risques de crédit qu'ils encourent. Certains administrateurs craignent également que ces faibles marges ne traduisent le sentiment chez les investisseurs que, compte tenu de leur importance systémique, les marchés émergents pourraient bénéficier d'une aide officielle qui leur permettrait d'éviter d'interrompre le service de leur dette. Afin d'éviter tout aléa moral, il faut, ont fait observer plusieurs administrateurs, dissiper l'impression que le FMI interviendrait pour renflouer les créanciers.

Attaques spéculatives et régimes de change

Les administrateurs ont également noté que les événements survenus sur les marchés des changes en Thaïlande et dans les pays voisins montrent une fois de plus, comme lors de la crise mexicaine et de celle du mécanisme de change européen, qu'à cause de l'intégration croissante des marchés financiers, les faiblesses structurelles ou incertitudes qui peuvent être perçues dans la politique macroéconomique risquent davantage de déclencher d'importantes pressions spéculatives sur la monnaie lorsque le régime de change est géré avec rigidité. De nombreux administrateurs ont soutenu qu'un tel régime ne peut être maintenu que s'il s'appuie activement sur une politique macroéconomique vigoureuse et un système financier puissant capable de supporter les hausses brutales et parfois durables des taux d'intérêt qui peuvent être décidées pour riposter à ces pressions.

Les administrateurs ont souligné que la première ligne de défense contre les attaques spéculatives consiste à suivre une bonne politique macroécono-

mique. Lorsque les fondamentaux sont dans l'ensemble convenables, les autorités peuvent appliquer une défense graduée fondée d'abord sur des interventions neutralisées sur le marché des changes, puis, si nécessaire, sur des interventions non neutralisées en laissant les taux d'intérêt intérieurs à court terme s'élever. D'après les administrateurs, même lorsque le maintien de taux élevés a un coût jugé excessif, la réglementation des mouvements de capitaux, qui vise à limiter l'accès des spéculateurs au crédit intérieur, n'a qu'un rôle réduit et passager et les mesures de cette nature ne doivent être utilisées qu'en situation de crise, afin de donner aux autorités le temps de lancer une politique de redressement, et ne sauraient remplacer les réformes nécessaires. Certains administrateurs ont également souligné que les restrictions de change, qui établissent une distinction entre résidents et non-résidents, sont à déconseiller.

En débattant du bien-fondé des régimes de parités fixes, quelques administrateurs ont attiré l'attention sur la question du choix de la monnaie de rattachement, se demandant s'il faut à cet égard se baser sur la composition en monnaies des courants d'échanges ou sur celle des emprunts extérieurs. Par contre, les administrateurs ont été nombreux à souligner que, face à des pressions durables sur les marchés, il importe d'adopter des régimes de change plus souples. Certains ont en outre estimé qu'avec un taux de change plus souple, il serait moins utile d'accumuler des réserves de change et les difficultés que soulève la stérilisation des apports considérables de capitaux seraient atténuées et le coût de cette stérilisation réduit (voir également le chapitre VI).

Systèmes bancaires des pays à marché émergent

Les administrateurs ont salué l'amélioration du système bancaire dans plusieurs pays, tout en faisant observer que de graves problèmes subsistent dans d'autres. Plusieurs d'entre eux ont fait remarquer que les inquiétudes suscitées chez les investisseurs par la fragilité éventuelle du système bancaire de certains pays émergents d'Asie ont concouru à l'instabilité récente des marchés des changes. Les répercussions de la dévaluation en Thaïlande ont provoqué des craintes analogues à celles qu'a soulevées en 1995 la crise mexicaine. Ces deux épisodes ont montré l'importance pour le système bancaire des économies émergentes d'une bonne gestion des risques et d'une réglementation prudentielle solide.

Gestion des passifs extérieurs souverains

Les administrateurs ont également souligné qu'il importe d'améliorer la gestion par les pays à marché émergent de leurs passifs extérieurs souverains, aussi bien bruts que nets. Bien qu'à leur avis, les emprunts en devises soient en général un complément indispensable de la dette intérieure et un moyen d'élargir la

gamme des investisseurs et d'établir des repères internationaux, ils ont fait observer que ces emprunts doivent répondre à des considérations stratégiques, à savoir la capacité de se procurer les recettes correspondantes en devises, et non être motivés par des économies budgétaires à court terme. Le coût ajusté en fonction des risques est celui dont il convient de tenir compte. La stratégie de gestion de la dette devrait prévoir des directives claires sur la composition en monnaies et la structure des échéances, et couvrir également les emprunts extérieurs du secteur privé, ceux des banques commerciales notamment. Citant la crise asiatique à titre d'exemple manifeste de ce qui peut se produire, les administrateurs ont fait état des risques et contraintes que comporte pour la politique macroéconomique un endettement en devises à court terme élevé.

De l'avis général, une gestion plus transparente des actifs et passifs extérieurs permet de mieux gérer les risques de chocs extérieurs. En outre, de nombreux administrateurs ont souligné les avantages que peut présenter un organisme distinct de gestion de la dette, doté de la compétence et de l'expérience voulues en matière de gestion des risques. Ils ont aussi insisté sur la nécessité de coordonner, dans un souci de cohérence, les travaux de cet organisme avec ceux des autorités monétaires ou budgétaires.

Les fonds spéculatifs et la dynamique des marchés financiers

Au début de la réunion qu'ils ont consacré en mars 1998 aux fonds spéculatifs, les administrateurs ont souligné que les renseignements sur ces fonds étaient limités. Ces fonds, qui sont des organismes de placement privés, sont exemptés de la plupart des obligations de déclaration et de publicité imposées aux banques et aux fonds communs de placement. Plus fondamentalement, il est difficile de distinguer avec précision les fonds spéculatifs des autres investisseurs institutionnels et de donner une définition générale de leurs opérations, car leurs gérants poursuivent des stratégies très diverses. Cependant, plusieurs sociétés de services réunissent sur les fonds spéculatifs des informations dont il ressort qu'au troisième trimestre de 1997, les capitaux placés à ce titre — compte non tenu des fonds investissant uniquement dans d'autres fonds spéculatifs — avoisinaient 100 milliards de dollars. Sur ce montant, quelque 25 milliards étaient détenus par ce que l'on appelle des macro-fonds, qui nouent d'importantes positions non couvertes en fonction de l'évolution de la conjoncture mondiale et dont le levier financier démultiplie en général de 4 à 7 fois le capital. Les autres fonds, que l'on appelle fonds d'arbitrage, parient sur les prix relatifs d'effets étroitement liés et sont moins sensibles aux fluctuations économiques; ils s'appuient le plus souvent sur un levier financier plus important que les macro-fonds. À titre de comparaison, le capital de

cette seconde catégorie d'investisseurs institutionnels, tels que les banques d'affaires et les banques commerciales, dépasse vingt mille milliards de dollars sur les seuls marchés matures.

Ces faits étant rappelés, les avis des administrateurs divergeaient quant à l'impact des fonds spéculatifs sur la dynamique des marchés. Tout en reconnaissant que les capitaux de ces fonds ne représentent qu'une fraction de la liquidité des marchés financiers mondiaux, plusieurs administrateurs ont souligné que les fonds à fort effet de levier peuvent prendre des positions importantes à l'échelle des petits marchés émergents. Ils ont par ailleurs noté la marge de manœuvre et la souplesse relatives dont ces fonds disposent pour leurs activités. Si certains d'entre eux ont affirmé que ces fonds encouragent un comportement grégaire chez les investisseurs, d'autres n'ont perçu que des signes limités d'un tel comportement et ont noté le rôle qu'ils peuvent jouer en prenant des positions spéculatives stabilisatrices ou à contre-courant du marché.

Les fonds spéculatifs et la crise asiatique

Les administrateurs avaient des avis divergents sur le rôle des fonds spéculatifs dans la crise asiatique. Pour plusieurs d'entre eux, il n'apparaît pas clairement que ces fonds aient pris des positions à découvert contre les monnaies asiatiques avant les autres investisseurs, ni que ceux-ci aient été amenés par leurs transactions à leur emboîter le pas. Ils ont fait remarquer que, sauf dans le cas du baht, ces fonds ne semblent pas avoir pris d'importantes positions à découvert sur les monnaies asiatiques. Étant donné que certains gouvernements et banques centrales limitent la possibilité pour les contreparties extraterritoriales d'emprunter en monnaie locale aux banques intérieures, d'autres investisseurs jouissant d'un meilleur accès aux marchés intérieurs peuvent se trouver mieux placés pour orienter ces marchés. De l'avis du Conseil, c'est la constellation des investisseurs institutionnels tout entière, et non les seuls fonds spéculatifs, qui a joué un rôle dans les fluctuations du marché en 1997.

Quelques administrateurs ont estimé que le rôle des fonds spéculatifs dans la crise actuelle a été plus important que ne l'ont indiqué les services du FMI dans leur étude sur les fonds spéculatifs⁷, soutenant que ces fonds ont parfois fortement influencé le prix des actifs, eu égard en particulier à la dimension relative de leurs positions sur certains marchés. Cependant, les administrateurs sont en général convenus que les événements en Asie font ressortir la nécessité de poursuivre une politique macroéconomique saine et prudente, qui soit transparente pour les marchés, afin de protéger les économies contre des accès d'instabilité ou de

⁷*Ibid.*

spéculation. En particulier, ils ont recommandé de ne pas offrir la possibilité de prendre des paris dont le résultat ne saurait faire de doute en continuant d'appliquer des politiques incohérentes ou de défendre des taux de change non viables, mais de maintenir des systèmes financiers solides, bien réglementés et concurrentiels et de tenir le public pleinement informé en temps voulu de l'action des autorités et de la situation financière du secteur privé. Tout en reconnaissant le rôle que peut jouer une meilleure information pour éviter les comportements grégaires, plusieurs administrateurs ont toutefois souligné que la divulgation de renseignements «sensibles» risque parfois de déclencher ou d'exacerber l'instabilité des marchés.

Alourdir la réglementation?

Les avis divergeaient aussi sur la question de l'opportunité de soumettre les fonds spéculatifs à des normes de contrôle et de publicité supplémentaires. Pour certains administrateurs, faute de preuves suffisantes que ces fonds ont été spécifiquement à l'origine de dysfonction-

nements des marchés, l'adoption de nouveaux règlements n'apparaissait guère nécessaire. D'autres ont au contraire estimé qu'il convient de s'employer à rendre les opérations des fonds spéculatifs plus transparentes et à convaincre les autorités et les participants que le marché n'est ni dominé ni manipulé par ces fonds.

Certains administrateurs ont signalé que, les fonds spéculatifs n'étant qu'un élément du vaste ensemble des investisseurs institutionnels, tout régime étendu de déclaration des portefeuilles et des positions devrait, pour que les renseignements donnés soient exploitables, s'appliquer aussi aux banques commerciales, aux banques d'affaires, aux compagnies d'assurances et aux fonds de pension. Ils ont par ailleurs fait observer que ce type de régime est plus difficile à mettre en oeuvre sur des marchés, comme celui des changes, qui ne sont pas organisés. Enfin, pour que ces déclarations soient vraiment efficaces, il faudrait que tous les pays y soient soumis, sinon les opérateurs, qui jugent ces formalités coûteuses, risquent purement et simplement d'enregistrer leurs opérations sur les marchés offshore.



L'Union économique et monétaire européenne

Au cours de l'exercice 1997/98, le Conseil d'administration a débattu à plusieurs reprises des questions que soulève l'Union économique et monétaire européenne (UEM). Au début de l'exercice, les administrateurs ont évalué les conséquences de l'UEM pour les marchés financiers (voir le chapitre III). En mai et en août 1997, puis en mars 1998, ils ont dressé un bilan des travaux préparatoires de l'union monétaire dont ils ont en outre débattu dans l'optique des Perspectives de l'économie mondiale.

Lors de leur réunion de mai 1997, les administrateurs ont noté que l'achèvement du processus de l'UEM constituera une étape marquante de l'intégration économique européenne et revêtira une importance majeure pour le système monétaire international. Ils ont souligné qu'il est souhaitable que ce projet soit mené à bien selon le calendrier prévu, constatant que beaucoup a déjà été fait pour préparer à l'UEM les économies des pays de l'UE et définir le cadre dans lequel la politique économique commune sera alors conduite. Il appartient aux autorités de ces pays, ont-ils précisé, de donner suite à leurs engagements et d'agir en étroite concertation pour asseoir l'union monétaire sur des bases solides et passer de manière ordonnée à l'UEM.

Tout en notant que la plupart des pays de l'UE ont déjà atteint un degré élevé de convergence dans les domaines requis par le Traité de Maastricht, et plus particulièrement en matière d'inflation, les administrateurs ont souligné que des progrès devaient encore être réalisés sur le plan des finances publiques en 1997. Ils ont également fait valoir que des mesures budgétaires complémentaires seraient aussi nécessaires dans la plupart des pays en 1998, en vue de rapprocher les déficits des niveaux que prévoit à moyen terme le Pacte de stabilité et de croissance.

Les administrateurs se sont dits préoccupés par la persistance de taux élevés de chômage structurel en Europe et ont souligné qu'une action immédiate s'impose pour remédier aux rigidités du marché du travail dans la plupart des pays de l'UE. Dans le contexte d'une politique commune de la monnaie et des changes, les pays auront plus de difficultés à s'ajuster à des chocs

asymétriques si les marchés du travail manquent de souplesse. Certains administrateurs ont en outre exprimé la crainte que, si elles ne sont pas corrigées, les rigidités du marché du travail provoquent un chômage élevé persistant qui risque, à terme, de miner l'appui de l'opinion publique à la politique macroéconomique suivie pour maintenir l'inflation à un bas niveau. Les administrateurs ont aussi souligné l'importance de la libéralisation des marchés des facteurs et des produits pour assurer durablement la croissance et la création d'emplois au sein de l'UE.

En établissant le cadre macroéconomique de l'union monétaire, il importe de trouver un équilibre entre la marge de manoeuvre à laisser aux décideurs et les règles à imposer pour asseoir la crédibilité des politiques dans un contexte nouveau. De l'avis des administrateurs, le Pacte de stabilité et de croissance concilie assez bien les deux impératifs, et la surveillance du Conseil de l'UE — axée sur la détection des déficits excessifs dès qu'ils se font jour — ainsi que la menace de pénalités financières devraient constituer un solide rempart contre le manque de discipline budgétaire.

Les administrateurs ont en général estimé qu'à terme, l'euro constituerait une monnaie de réserve attrayante qui pourrait rivaliser avec le dollar. Les rôles respectifs des deux monnaies dépendront principalement de l'évolution des marchés financiers européens, notamment du cadre réglementaire et de la panoplie d'instruments offerts, ainsi que des paramètres économiques fondamentaux.

Lorsqu'ils ont abordé la question de l'UEM à l'occasion de l'examen en août 1997 des Perspectives de l'économie mondiale, les administrateurs ont de nouveau pris note du degré impressionnant de convergence économique atteint en Europe, et notamment de l'assainissement des finances publiques, du recul de l'inflation, de la baisse des taux d'intérêt et de la stabilité relative des taux de change. Certains d'entre eux ont estimé que les progrès de la convergence économique et la ferme volonté de respecter le calendrier de l'UEM ont permis d'atténuer considérablement les risques et les incertitudes alors qu'approche la date d'entrée en vigueur de l'UEM.

Un certain nombre d'administrateurs ont souligné que le meilleur moyen de réduire au minimum les dernières incertitudes qui pèsent sur le démarrage de l'UEM et de faire en sorte qu'une UEM forte et durable voie le jour en temps voulu consiste à prendre, pour le reste de 1997 et en 1998, des initiatives budgétaires qui témoignent de l'engagement persistant à respecter les critères de Maastricht et le Pacte de stabilité et de croissance. Plusieurs administrateurs ont noté le risque d'un léger dépassement de l'objectif de déficit par un certain nombre de candidats à l'UEM. Toutefois, ils ont estimé, à l'instar des services du FMI, que, compte tenu en particulier de la réduction des déficits corrigés des variations cycliques intervenue jusqu'à présent et du cadre à plus long terme mis en place par le Pacte de stabilité et de croissance en matière de discipline budgétaire, de légers dépassements des déficits effectifs par rapport à la valeur de référence ne devaient pas être considérés comme un obstacle à l'entrée en vigueur de l'UEM conformément au calendrier convenu. Un petit nombre d'administrateurs ont en revanche souligné combien il importait de respecter strictement le critère de déficit de Maastricht afin de ne pas compromettre la crédibilité de l'UEM.

Les administrateurs ont pris note d'autres problèmes à résoudre durant la transition vers la monnaie unique pour que l'union monétaire soit durable. Ils sont dans l'ensemble convenus que le succès de l'UEM dépendra non seulement de la mise en oeuvre de politiques financières avisées, mais aussi, et de façon décisive, de l'amélioration du fonctionnement des marchés du travail en Europe. Ils ont souligné que l'adoption de réformes globales du marché du travail visant à réduire le chômage structurel aiderait à stimuler la croissance à moyen terme et à améliorer les résultats budgétaires, et permettrait aussi à l'Europe de s'ajuster plus vite aux perturbations économiques lorsque l'union monétaire sera en place, tout en renforçant le soutien de l'opinion publique au projet. Ils sont convenus, en règle générale, que l'indépendance et le mandat du Système européen de banques centrales, ainsi que sa capacité d'assurer la stabilité des prix, devraient être bien garan-

tis par les dispositions mises en place afin d'en assurer le fonctionnement. Ils ont estimé dans l'ensemble que le taux de change ne constituerait pas un point d'ancrage nominal approprié pour la politique monétaire dans la zone euro, et ont fait valoir que l'institution de l'euro s'accompagnera d'une restructuration profonde des marchés financiers et, éventuellement, d'une instabilité de la demande de monnaie. Ils ont déclaré que la Banque centrale européenne (BCE) utilisera probablement un large éventail d'indicateurs pour conduire sa politique monétaire, en particulier aux premiers stades de l'UEM. La transparence de la politique monétaire jouera un rôle important dans l'établissement et le maintien de la crédibilité de la BCE.

Un certain nombre d'administrateurs ont fait observer que, bien que les finances publiques aient été sensiblement assainies, la situation budgétaire de nombreux pays de l'UE risque de s'aggraver à moyen ou à long terme à cause de l'évolution de leur démographie, problème auquel il faudra s'attaquer indépendamment de la question de l'UEM.

Lorsqu'ils ont examiné en mai 1998 les Perspectives de l'économie mondiale, les administrateurs ont constaté que l'objectif d'une union monétaire rassemblant un grand nombre d'États membres de l'UE est en passe d'être atteint, et ce dans les délais prévus. Les progrès de l'ajustement budgétaire et de la convergence des taux d'inflation et des taux d'intérêt ont été impressionnants. Il est souhaitable, toutefois, de poursuivre cet effort d'assainissement des finances publiques à court terme pour renforcer le potentiel de croissance à moyen terme et assurer une certaine souplesse à la politique économique dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Cependant, les administrateurs se sont dits préoccupés, en particulier, par le retard pris dans les réformes structurelles touchant aux marchés du travail et des produits.

Lors de sa réunion d'avril 1998, le Comité intérimaire a demandé au Conseil d'administration de poursuivre l'examen des implications de l'UEM pour les opérations et la mission de surveillance du FMI, et de faire rapport sur ses conclusions à la prochaine réunion du Comité en octobre 1998.

