

IMF Publication

Les risques de la mondialisation et du commerce

page 119

Selon le Directeur général du FMI, la mondialisation financière et le commerce présentent à la fois des possibilités et des risques dans un monde de plus en plus interdépendant. À cet égard, M. de Rato a évoqué les préoccupations concernant les fonds d'arbitrage, qui attirent désormais les fonds de pension, d'ordinaire prudents. Il a aussi plaidé pour que le cycle de Doha soit mené à bien afin d'enrayer le protectionnisme croissant.



Eugene Salazar/FMI

Amérique latine : mieux armée pour faire face à l'adversité

page 120

L'Amérique latine est encore sensible à l'environnement économique et financier extérieur, mais elle ne pâtirait pas d'une légère détérioration de la situation économique. Toutefois, son PIB réel serait mis à rude épreuve dans le cas improbable d'un ralentissement de la croissance mondiale ou des cours des produits de base, ou d'un resserrement marqué du crédit, conclut le FMI dans une analyse de la région et de sa sensibilité au climat extérieur.



Mauricio Lima/AFIP

L'Iraq s'emploie à stabiliser et réformer son économie

page 122

Face à un regain d'insécurité, l'Iraq s'efforce de maintenir la stabilité macro-économique et de promouvoir la croissance. L'inflation a baissé par rapport aux 65 % de 2006 et la croissance s'est établie à 3 % seulement en fin d'année. Malgré les efforts visant à accroître la production pétrolière, celle-ci s'est stabilisée autour de 2 millions de barils par jour. Les autorités ont lancé des réformes structurelles pour moderniser le secteur financier, réduire les subventions énergétiques et libéraliser les importations de combustibles.

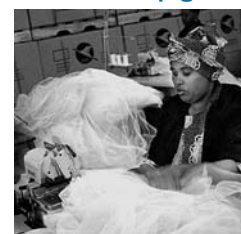


Aref Hassan/Reuters

Études du FMI : Afrique, Brésil, Europe, réserves

page 126

Des études publiées récemment mettent en évidence la diversité des recherches des économistes du FMI. Elles portent sur des sujets tels que les perspectives d'une croissance soutenue en Afrique, le rôle des flux de capitaux en Europe, la sous-estimation de la croissance réelle au Brésil, les tendances mondiales en matière d'autonomie des banques centrales et le niveau optimal de réserves dans les économies émergentes.



Gianluigi Guercia/AFIP

DANS CE NUMÉRO

118 Données financières

119 Actualité

*Risques financiers
et commerciaux*

*Visite de Murilo Portugal
en Afrique*

120 Régions

*Scénarios de croissance
pour l'Amérique latine*

122 Gros plan

*Programme de réforme
en Iraq*

124 Politiques

Restructuration de la dette

126 Études

Cinq documents de travail

128 Forum

*Perspectives de
l'économie mondiale :
les taux de change*

Avis aux abonnés

Changement de fréquence du *Bulletin du FMI*

Le *Bulletin du FMI* change avec le temps. Afin d'améliorer l'accessibilité du contenu et de permettre des mises à jour plus fréquentes, nous lancerons bientôt une nouvelle version Internet du *Bulletin* sur le site du FMI (www.imf.org). Simultanément, la version papier sera publiée à une cadence mensuelle et non plus bihebdomadaire.

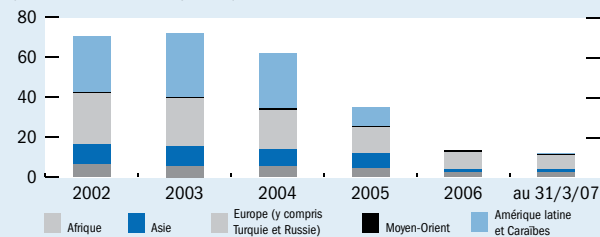
Raisons du changement. Des enquêtes menées auprès des lecteurs ont mis en évidence la nécessité d'un accès plus immédiat et fréquent au contenu du *Bulletin du FMI*. En même temps, les lecteurs ont exprimé le besoin d'un condensé des nouvelles et des études du FMI. Pour répondre à ces besoins différents, et compte tenu des divers niveaux d'accès à Internet dans le monde, le *Bulletin* a l'intention de lancer une édition électronique qui sera actualisée régulièrement et accessible sur www.imf.org, tout en continuant à offrir un condensé de nouvelles en format papier.

Choix de formats. Les lecteurs qui souhaitent recevoir des mises à jour fréquentes pourront s'abonner au service gratuit d'alerte par courriel en s'y inscrivant sur la page d'accueil du FMI. Ceux qui préfèrent la version papier pourront s'abonner à l'édition mensuelle.

Données financières du FMI

Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(milliards de DTS; fin de période)

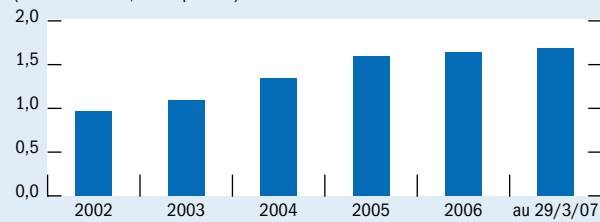


Taux des principales monnaies en DTS

	30 avril 2007	Il y a un an (28 avril 2006)
Dollar EU	1,52	1,52
Euro	1,120	1,173
Livre sterling	0,764	0,813
Yen	182,29	168,14

Allègement de la dette des pays pauvres très endettés¹

(milliards de DTS; fin de période)

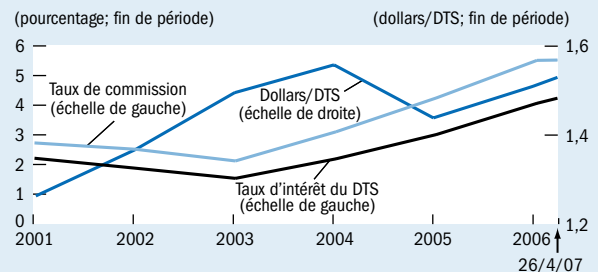


¹Décassements cumulés dans le cadre de l'initiative en faveur des PPTE.

Note : Le droit de tirage spécial (DTS) est un avoir de réserve internationale créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves officielles existantes des États membres. Les DTS sont alloués à chaque État membre en proportion de sa

Évolution des taux

Taux d'intérêt du DTS, taux de commission sur l'encours des prêts non concessionnels et taux dollars/DTS.



quote-part. Le DTS sert aussi d'unité de compte au FMI et à plusieurs autres organisations internationales. Sa valeur est déterminée en fonction d'un panier des principales monnaies internationales.

M. de Rato met en garde contre les fonds d'arbitrage

Le Directeur général du FMI a déclaré, le 2 mai, que dans un monde de plus en plus interdépendant, deux grands domaines présentent des possibilités et des risques : la mondialisation financière et le commerce. Rodrigo de Rato a cité les préoccupations concernant les fonds d'arbitrage, où les fonds de pension, d'ordinaire prudents, placent des sommes énormes. Il a aussi plaidé pour que le cycle de Doha soit couronné de succès afin d'enrayer le protectionnisme croissant.

Dans un discours prononcé à une conférence du Council of the Americas tenue à Washington, M. de Rato a déclaré que les fonds de pension fournissent près de 30 % des placements dans les fonds d'arbitrage, groupes d'investisseurs riches qui font souvent des placements plus risqués pour obtenir des rendements supérieurs à la normale. «Il se pourrait que les fonds de pension recourent à ce type de placement pour diversifier leurs propres risques, mais il y a tout lieu de surveiller une situation où près du tiers du capital des institutions à la pointe du risque financier provient d'institutions dont la première priorité est d'assurer la sécurité des investissements», a-t-il déclaré.

De manière générale, l'évolution récente pousse à se demander si les fonds d'arbitrage contribuent à l'efficacité des marchés financiers en améliorant leur liquidité et en répartissant les risques parmi les investisseurs «les plus prêts à les affronter», a poursuivi M. de Rato. Ces fonds — on en compte 9.500 dans le monde — mobilisent des ressources auprès de clients comme les fonds de pension, qui sont historiquement prudents face aux risques, mais leur rendement avoisine le taux moyen du marché, «ce qui met en doute leur apport à la diversification des risques».

M. de Rato a approuvé l'approche adoptée envers les fonds d'arbitrage par le groupe de travail sur les marchés financiers (établi par l'administration Bush), à savoir que les risques liés à ces fonds doivent être maîtrisés principalement «à travers le devoir de vigilance des investisseurs, la gestion des risques tiers et l'exclusion des investisseurs non avertis». Mais, la structure des marchés évoluant, les organismes de réglementation peuvent être amenés à adapter le cadre de supervision «pour mieux protéger les investisseurs et réduire les risques et vulnérabilités systémiques».

Selon M. de Rato, plusieurs autres aspects des marchés financiers des États-Unis méritent d'être surveillés par les pouvoirs



Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, est préoccupé du fait que les fonds de pension investissent de plus en plus dans les fonds d'arbitrage.

publics aux États-Unis et en Amérique latine, région exposée aux répercussions d'un resserrement du marché financier des États-Unis (voir article connexe, page 120). L'ampleur des problèmes du marché des prêts hypothécaires à surprime n'est pas encore tout à fait perceptible en termes de difficultés financières et de saisies immobilières et pourrait bien prolonger l'atonie du secteur du logement», a déclaré le Directeur général. Il constate en outre «des risques importants liés à la hausse récente des rachats financés par une proportion croissante de dette», car si certains accords tournaient mal, les investisseurs pourraient devenir allergiques au risque, ce qui limiterait l'accès au marché pour les emprunteurs institutionnels moins cotés et réduirait l'investissement et les perspectives de croissance.

M. de Rato a souligné l'importance de faire aboutir le cycle de Doha, entamé fin 2001, sur des réformes ambitieuses. Chacun devra y mettre du sien pour y parvenir, mais l'action des États-Unis est cruciale pour obtenir de bons résultats. «Une extension du pouvoir de négociation accélérée des États-Unis», qui expire le 30 juin, sera presque certainement nécessaire. «Il incombe au Congrès américain d'en définir les modalités, mais les résultats de cette décision sont essentiels tant pour les États-Unis que pour le reste du monde, a conclu M. de Rato. ■

En visite en Afrique, Murilo Portugal souligne l'assistance technique du FMI

Le Directeur général adjoint du FMI, Murilo Portugal, a déclaré que la Tanzanie est un bon exemple de la manière dont le FMI, à travers ses centres régionaux d'assistance technique (AFRITAC) peut aider les pays à renforcer leur gestion financière. La Tanzanie et l'AFRITAC-Est collaborent au renforcement des capacités dans la gestion des finances publiques, l'administration des recettes, et les opérations monétaires et bancaires.

En tournée en Tanzanie, au Burundi et au Rwanda, M. Portugal a cité les efforts déployés par la Tanzanie pour renforcer l'administration fiscale et l'unité chargée des gros contribuables; ces efforts ont permis d'accroître sensiblement les recettes ces deux dernières années. Il a déclaré que l'assistance technique est en train de développer le savoir-faire en Afrique et qu'il importe d'améliorer les opérations de l'État pour réduire la pauvreté.

Scénarios d'évaluation des risques

Amérique latine : mieux armée contre l'adversité

L'Amérique latine connaît sa croissance la plus rapide et soutenue depuis une trentaine d'années, résultat attribuable à des politiques économiques vigoureuses et à un environnement extérieur propice : forte expansion de l'économie mondiale, cours élevés des matières premières et climat financier favorable.

Selon le rapport du FMI sur les *Perspectives de l'économie mondiale*, le maintien d'un environnement extérieur favorable devrait se traduire par au moins deux autres années de forte croissance du PIB réel en Amérique latine — un peu moins de 5 % en 2007 et 4¼ % en 2008. Mais, la région étant historiquement sensible à l'environnement mondial (le FMI estime qu'ici, la variance de la croissance à moyen terme depuis 1995 tient pour moitié à des facteurs extérieurs), le Département Hémisphère occidental du FMI a voulu quantifier cette sensibilité. Il a donc élaboré un modèle intégrant six grandes économies de la région (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou), qui représentent 90 % de la production régionale, un groupe qu'il appelle «AL6».

D'après ce modèle, la croissance en Amérique latine ne pâtirait pas trop de l'évolution probable du climat extérieur à moyen terme. Pour autant, la croissance du PIB réel serait bien plus compromise en cas de détérioration marquée des conditions de crédit, d'effondrement des cours, ou de croissance économique mondiale beaucoup plus faible que prévu — un scénario que le FMI juge très improbable.

Évaluer la sensibilité aux chocs extérieurs

En s'inspirant des *Perspectives*, le FMI a défini quatre types de risques extérieurs à la région :



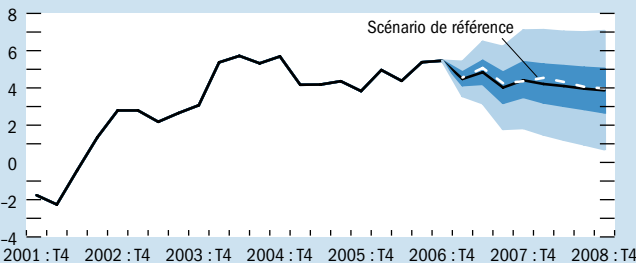
Un fermier brésilien récolte du soja, l'un des produits dont la hausse des prix est bénéfique pour l'Amérique latine.

- un léger décalage à la hausse ou à la baisse par rapport aux projections de croissance mondiale;
- un net recul de la croissance mondiale, scénario peu probable, à moins d'une «résorption perturbatrice» des déséquilibres mondiaux;
- une plus forte chute des cours des matières premières hors pétrole que prévu dans les *Perspectives*;
- un net resserrement des conditions de crédit dans le monde — probablement déclenché par une aversion au risque dans le monde, une crise sur les marchés émergents, ou un autre choc causant une forte hausse des taux d'intérêt sur la dette des économies émergentes.

Graphique 1

Une légère baisse

La croissance du PIB réel dans les pays de l'AL6¹ serait peu affectée si la croissance mondiale était légèrement en dessous des prévisions. (pourcentage)



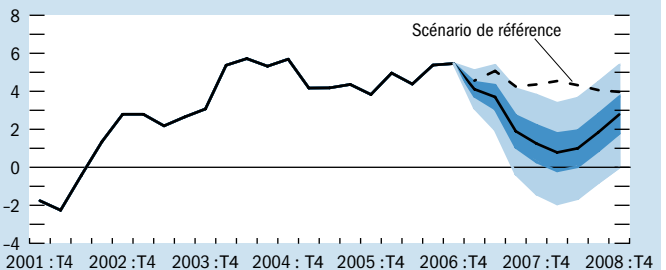
■ 50 % des écarts par rapport au scénario de référence se situeront dans cette marge. ■ 90 % des écarts par rapport au scénario de référence se situeront dans cette marge.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale 2007*; calculs des services du FMI.
¹ Les pays de l'AL6 sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou.

Graphique 2

Si l'économie mondiale s'effondre

La croissance du PIB réel dans les pays de l'AL6¹ serait très affectée si la croissance mondiale était bien en dessous des prévisions. (pourcentage)



■ 50 % des écarts par rapport au scénario de référence se situeront dans cette marge. ■ 90 % des écarts par rapport au scénario de référence se situeront dans cette marge.

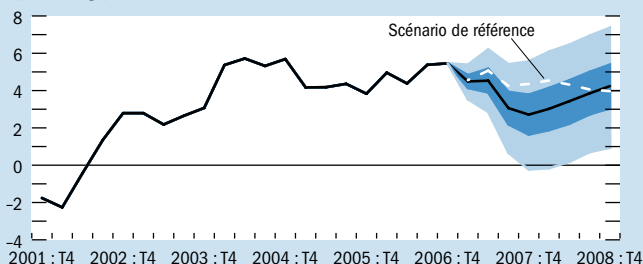
Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale 2007*; calculs des services du FMI.
¹ Les pays de l'AL6 sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou.

Graphique 3

Impact des cours des produits de base

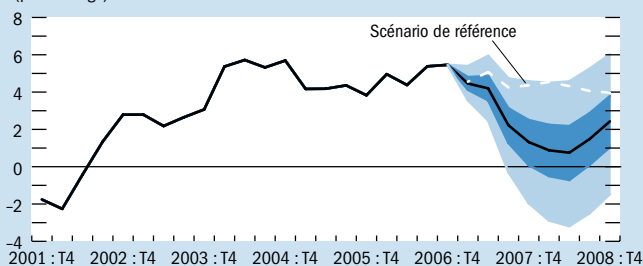
Une baisse de 20 % des prix des produits de base ferait fléchir la croissance du PIB réel sans diminuer sa vigueur.

(pourcentage)



Mais une chute de 50 % conduirait à un ralentissement marqué de la croissance du PIB réel dans les pays de l'AL6¹.

(pourcentage)



■ 50 % des écarts par rapport au scénario de référence se situeront dans cette marge. ■ 90 % des écarts par rapport au scénario de référence se situeront dans cette marge.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale 2007*; calculs des services du FMI.
¹ Les pays de l'AL6 sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou.

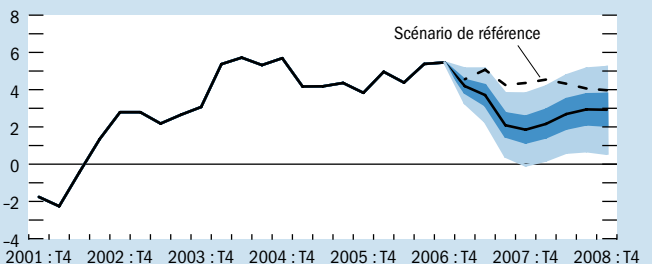
Sur les trois scénarios de croissance, seul celui du «net recul de la croissance mondiale nuirait grandement à l'essor de l'Amérique latine», conclut le FMI. Même un ralentissement de l'activité économique plus grave que prévu aux États-Unis «aurait un impact modéré sur la croissance des pays de l'AL6 (voir graphique 1). Toutefois, une «résorption perturbatrice» des déséquilibres mondiaux, jugée fort improbable, «aurait non seulement une incidence accrue par le biais du commerce, mais augmenterait sensiblement les primes de risque et d'échéance aux États-Unis. En l'occurrence, le modèle prédit une vive contraction de l'activité — 2¾ % environ en 2007 et 1½ % en 2008 (voir graphique 2).

Le modèle brosse un tableau similaire en ce qui concerne les cours des matières premières — moteur de la croissance régionale pendant les trois dernières années —, qui devraient fléchir, selon les *Perspectives de l'économie mondiale*. L'Amérique latine pourrait même absorber une baisse des cours de 20 %. La croissance ralentirait, mais resterait vigoureuse à 3½ % cette année et 3¾ % l'année prochaine (voir graphique 3). Toutefois, une baisse de 50 % «induirait un

Graphique 4

Choc financier

Si les conditions de crédit se détériorent, la croissance du PIB réel dans les pays de l'AL6¹ en pâtirait, mais pas autant que dans le cas d'une grave dépression ou d'une baisse de 50 % des cours des matières premières.



■ 50 % des écarts par rapport au scénario de référence se situeront dans cette marge. ■ 90 % des écarts par rapport au scénario de référence se situeront dans cette marge.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale 2007*; calculs des services du FMI.
¹ Les 6 pays sont l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Mexique et le Pérou.

ralentissement marqué, d'une ampleur presque égale à celle d'une réduction désordonnée des déséquilibres mondiaux». La croissance chuterait à 3 % en moyenne cette année (ce sera pire au second semestre) et 1¼ % en 2008.

En outre, un choc financier sous la forme d'une hausse de 400 points de base des écarts de rendement sur les obligations des pays émergents et de 200 points de base sur les obligations américaines à haut rendement minerait gravement la croissance de l'AL6, «mais moins qu'une crise mondiale ou une chute de moitié des cours des matières premières» (voir graphique 4). La croissance glisserait en deçà de 3 % en 2007 et 2¾ % en 2008.

Le climat extérieur étant si propice depuis si longtemps, les économistes du FMI en concluent que, dans l'ensemble, la probabilité que la croissance s'écarte des projections «est relativement grande». Certains risques jugés improbables pourraient brider davantage la croissance, et il n'existe aucun scénario de croissance beaucoup plus élevée à court terme pour compenser.

Pour prémunir l'Amérique latine contre les chocs, «il faudrait redoubler d'efforts pour réduire la dette publique, assouplir les budgets et les taux de change, renforcer les systèmes financiers et diversifier la structure des exportations», conclut le rapport. ■

Des exemplaires du rapport intitulé *Regional Outlook: Western Hemisphere*, d'avril 2007, sont disponibles au prix de 31 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 128. Le texte intégral peut également être consulté sur le site du FMI (www.imf.org).

Iraq : des mesures pour stabiliser et réformer l'économie

En décembre 2005, le Conseil d'administration du FMI a approuvé un accord de confirmation à titre de précaution d'une durée de 15 mois en faveur de l'Iraq. Le gouvernement iraquien a alors lancé un vaste programme de réformes économiques ayant pour but de remettre sur pied le secteur pétrolier, qui représente deux tiers du PIB du pays; de réduire progressivement un système de subventions omniprésent et inefficace tout en dégagant les ressources nécessaires à l'amélioration des services publics (infrastructures, éducation, santé, sécurité); et de stabiliser globalement le dinar iraquien par rapport au dollar EU, afin d'ancrer la stabilité macroéconomique. Quinze mois plus tard, en mars 2007, le FMI a fait le point sur le programme de réformes iraquien. Nous examinons ici l'évolution économique du pays.

La détérioration inattendue de la sécurité (surtout au second semestre 2006) a considérablement accru les souffrances de la population et le nombre de personnes déplacées. Les autorités ont peiné à préserver la stabilité macroéconomique et à créer les conditions nécessaires à une croissance durable à moyen terme.

En 2006, elles ont adopté une loi de finances visant à maîtriser la croissance des dépenses courantes et à réduire les subventions sur les combustibles, de manière à concentrer les ressources sur la reconstruction, surtout dans le secteur pétrolier. Dans une large mesure, malgré l'extrême gravité de la situation, elles ont atteint plusieurs de leurs objectifs. Toutefois, en raison du climat de violence, du manque de capacités d'exécution et de la difficulté à acheter des biens d'investissement pétroliers sur un marché mondial serré, le taux d'exécution des investissements n'a atteint que 40 % environ. L'État a enregistré un excédent budgétaire global d'environ 11 % du PIB, mais aux dépens d'investissements indispensables, notamment dans le secteur pétrolier.



Les investissements ayant été inférieurs aux prévisions, les autorités iraquiennes ont eu du mal à accroître la production de pétrole.

Le manque d'investissements a empêché la hausse de la production pétrolière, qui est restée inchangée (aux alentours de 2 millions de barils par jour) par rapport à l'année précédente. La croissance du PIB réel, initialement prévue à plus de 10 %, n'a atteint que 3 % en fin d'année.

Un ambitieux programme de réformes

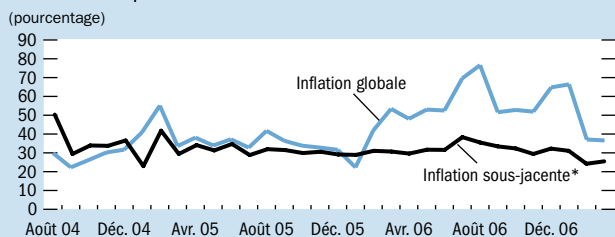
Par ailleurs, les autorités ont lancé un ambitieux programme de réformes structurelles pour accélérer la transition de leur pays vers une économie de marché. Dans le domaine budgétaire, elles ont établi un système moderne d'information de gestion financière; le parlement étudie des amendements visant à assurer la viabilité de la loi sur les retraites. D'autres mesures — dont le recensement des fonctionnaires et l'adoption d'un nouveau système de classification budgétaire conforme aux orientations du FMI — ont été reportées faute de sécurité et de capacités.

Dans le secteur financier, les autorités ont mis en place, avec l'aide du FMI, un système de paiement moderne et ont entrepris de remanier les systèmes de comptabilité, d'information et d'audit de la banque centrale. Simultanément, elles s'emploient à restructurer les banques publiques et à mettre en œuvre un nouveau système de contrôle bancaire.

Graphique 1

Une flambée inattendue des prix

En Iraq, l'insécurité a causé une pénurie de denrées essentielles, suscitant une poussée inflationniste entre fin 2005 et fin 2006.



*Hors combustibles et transports.

Source : Banque centrale d'Iraq.

La réforme du secteur pétrolier prévoyait : la promulgation d'une loi libéralisant les importations de combustibles; l'approbation par le conseil des ministres d'un projet de loi essentiel sur les hydrocarbures; et, à compter de cette année, l'élimination totale des subventions budgétaires directes sur les combustibles, hormis le kérosène.

Une évolution regrettable

Toutefois, la poussée inattendue de l'inflation — de 32 % à la fin de 2005 à 65 % à la fin de 2006 — a suscité de sérieuses inquiétudes (voir graphique 1). Elle résultait surtout de la pénurie de denrées essentielles (combustibles notamment), largement attribuable à l'insécurité qui prévaut en Iraq. Selon un récent sondage, 62 % des Iraquiens déplorent la carence d'articles ménagers de base, contre 38 % en 2005. Pour autant, l'inflation sous-jacente (à l'exclusion des combustibles et des transports) est restée obstinément élevée, aux environs de 30 %. La Banque centrale d'Iraq (BCI) ayant rigoureusement maîtrisé la circulation des dinars iraqiens dans un contexte d'excédent budgétaire, l'inflation élevée semble avoir été nourrie par la dollarisation généralisée, en espèces, de l'économie.

À la mi-novembre 2006, les autorités ont pris de solides mesures économiques pour contenir les pressions inflationnistes. Un des objectifs de la loi de finances 2007 était d'empêcher les dépenses courantes d'aggraver les pressions inflationnistes exercées sur le modeste secteur non pétrolier. La Banque centrale d'Iraq a fortement relevé ses taux directeurs et a laissé le dinar s'apprécier par rapport au dollar, mesure rendue possible par le niveau relativement élevé des réserves de change — près de six mois d'importations. Ces mesures visaient à dédollariser l'économie pour raffermir l'emprise de la Banque centrale d'Iraq sur la situation monétaire et contenir l'inflation importée. Cette politique semble avoir stimulé,

dans une certaine mesure, la demande de monnaie nationale. Par ailleurs, en février 2007, l'inflation globale est tombée à 37 % et l'inflation sous-jacente à 24 %. Des taux similaires ont été enregistrés en mars, mais il est trop tôt pour affirmer que l'inflation a été jugulée.

Ajustement des prix des combustibles

En décembre 2005, les autorités ont entrepris de relever progressivement les prix des combustibles malgré une vive résistance politique initiale. Avant ces ajustements, les prix des combustibles étaient extrêmement bas, même à l'aune de la région : le litre d'essence ordinaire coûtait 3 cents à Bagdad et moitié moins hors de la capitale. Mais l'aggravation de la pénurie de combustibles et la hausse de l'inflation en 2006 ont rendu prioritaire l'élimination des obstacles à l'approvisionnement.

Les autorités ont donc relevé les prix des combustibles pour décourager la contrebande, et elles ont autorisé le secteur privé à en importer. En mars 2007, les prix de l'essence ordinaire et du super étaient proches des moyennes observées dans les autres pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord, tandis que le prix du diesel était supérieur à la moyenne régionale (voir graphique 2).

La hausse des prix des combustibles a eu un effet important : la baisse des subventions budgétaires, qui a permis de réorienter les ressources vers les services publics prioritaires. Malgré leur hausse, les prix officiels des combustibles restent inférieurs à ceux du marché noir que la plupart des Iraquiens doivent payer. De manière générale, la population semble accepter le relèvement des prix, son principal souci étant d'avoir un approvisionnement régulier en combustibles.

Le renchérissement des combustibles devrait inciter le secteur privé à s'intéresser davantage à l'importation de combustibles, activité qu'une loi adoptée en octobre dernier l'autorise désormais à exercer. On espère qu'un meilleur approvisionnement en combustibles en 2007 contribuera à abaisser les prix du marché noir et, par conséquent, à atténuer les pressions inflationnistes.

Perspectives

L'Iraq entre dans une période cruciale pour la stabilisation et la relance de son économie. Au cours des quinze derniers mois, il a accompli des progrès encourageants dans le renforcement de la politique économique et la mise en œuvre de réformes structurelles. Mais il reste beaucoup à faire. À l'avenir, le cadre de politique économique appuyé par l'accord de confirmation contribuera aussi au Contrat international d'objectifs pour l'Iraq. On espère que ce nouveau partenariat avec la communauté internationale permettra d'améliorer la sécurité et la situation politique, ce qui est essentiel au développement économique de l'Iraq. ■

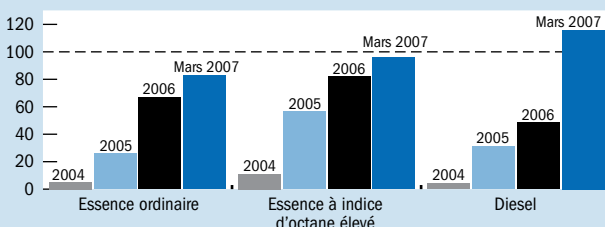
*Erik de Vrijer, Edward Gemayel et Udo Kock
FMI, Département Moyen-Orient et Asie centrale*

Graphique 2

Hausse des prix des combustibles

Jusqu'à une période récente, les prix des combustibles en Iraq étaient très inférieurs à ceux pratiqués dans les autres pays exportateurs de pétrole de la région.

(en pourcentage des prix moyens des combustibles dans les autres pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord)



Note : On suppose que les prix n'ont pas augmenté dans les pays de référence en 2007; la ligne pointillée indique la moyenne régionale.

Sources : Banque centrale d'Iraq; calculs des services du FMI.

Restructuration de la dette souveraine et soutenabilité

Plusieurs pays émergents ont souffert de surendettement ces dernières années, pour diverses raisons complexes : emprunts excessifs, récessions persistantes, crises bancaires ou politiques, désalignement du taux de change, etc. Ils ont donc dû restructurer leur dette souveraine pour rétablir sa soutenabilité. Le FMI a consacré une de ses récentes « études spéciales » à l'expérience de huit pays — Argentine, Équateur, Moldova, Pakistan, République Dominicaine, Russie, Ukraine et Uruguay — ayant restructuré leur dette envers des créanciers privés entre 1998 et 2005. Cette étude examine les conditions initiales qui ont nécessité les opérations sur la dette, analyse le résultat des restructurations et cherche à déterminer si la soutenabilité de la dette a été effectivement rétablie.

Chemins de crise

Les ratios dette/PIB des pays examinés variaient sensiblement avant les crises, mais ils ont augmenté rapidement à mesure que se détériorait la situation économique et financière. Cette détérioration tenait en grande partie à la rapide dépréciation de la monnaie nationale sur la dette libellée en devises, au ralentissement de l'activité économique, à la hausse des charges d'intérêt et au coût budgétaire de l'appui aux secteurs financiers en difficulté (voir graphique). L'accroissement de la dette et la diminution de l'accès aux marchés ont généralement compliqué le service de la dette, entraînant soit un défaut de paiement, soit la nécessité de procéder d'urgence à une restructuration préventive pour éviter la cessation de paiement.

Quelle doit être l'ampleur de l'allègement?

En fin de compte, les huit pays ont passé des accords de restructuration de leur dette à des conditions acceptables pour

les créanciers (même si de fortes réticences subsistent en Argentine). L'ampleur des restructurations dépendait souvent de la proportion de la dette détenue par des créanciers privés. Le montant des allègements a beaucoup varié d'un pays à l'autre (voir tableau); il devrait, en principe, être fixé de façon à assurer un retour à la soutenabilité de la dette. Les situations économiques et financières des pays observés étant fort diverses à l'époque, il n'est pas surprenant que les allègements aient aussi

beaucoup varié. Mais la grande question est de savoir si ces allègements ont contribué à rétablir la soutenabilité dans les cas étudiés. Il est difficile de répondre à cette question, car, en pratique, les opérations sur la dette ont eu lieu en même temps que certains changements économiques et politiques. On peut néanmoins chercher à déterminer si les opérations sur la dette, conjuguées aux politiques économiques, ont facilité le retour à la soutenabilité.

Critères d'évaluation de la soutenabilité

L'étude évalue le rétablissement de la soutenabilité à partir de plusieurs critères économiques, en tenant compte des questions sous-jacentes de solvabilité et de liquidité (sans chercher à mesurer d'autres facteurs tels que les risques politiques, également susceptibles d'influer sur la probabilité des crises). Ces concepts étant essentiellement prospectifs,

toute évaluation comporte forcément un élément d'appréciation, notamment sur la probabilité d'un surendettement futur.

- **Évolution du niveau de la dette publique et systèmes d'alerte avancée.** Les crises de la dette se sont produites avec des ratios d'endettement très divers. Il n'existe pas de ratio permettant de distinguer clairement les niveaux d'endettement soutenables et non soutenables. Toutefois, au cours des trente dernières années, 60 % des crises de la dette souveraine ont eu lieu lorsque les niveaux d'endettement avaient dépassé 39 % du PIB durant l'année précédant la crise. Un ratio dette/PIB de 80 % correspond à une probabilité de 50 % de crise de la dette. Par ailleurs, l'étude évalue, à l'aide d'un modèle de système d'alerte avancée, les vulnérabilités de la dette à partir des antécédents d'un large échantillon de pays.

- **Indicateurs de liquidité.** Un pays éprouvant de gros besoins de financement et/ou disposant de faibles ressources risque d'avoir beaucoup de peine à assurer le service de sa dette. L'étude se concentre sur le ratio réserves/dette à court terme et les besoins de financement budgétaire globaux en pourcentage du PIB.

- **Dynamique de la dette à moyen terme.** Les projections de la dette à moyen terme effectuées par les services du FMI, ainsi que les analyses de sensibilité à divers chocs, permettent

- **La question :** quels enseignements peut-on tirer des expériences internationales quant au rétablissement de la soutenabilité de la dette dans le cadre de restructurations de dettes souveraines?
- **Les conclusions :** d'une manière générale, les expériences sont positives, mais de fortes vulnérabilités ont persisté dans plusieurs pays ayant procédé à des restructurations préventives.
- **Le débat :** en raison du faible nombre de cas observés, il n'existe pas d'unanimité de vues sur la question de savoir si, dans le cas de restructurations préventives, les incitations des débiteurs influencent systématiquement les résultats.

Réduction de la dette

Les restructurations post-défaut ont bénéficié d'allègements supérieurs à ceux qui ont accompagné les restructurations préventives.

	Dette concernée ¹	Réduction de dette ²		Dette concernée ¹	Réduction de dette ²
À titre préventif :			Post-défaut		
Argentine, 2001	48	10	Argentine, 2005	53	75
Moldova 2002	3	6	Équateur, 2000	45	25
Pakistan, 1999	1	8	Moldova, 2004	9	58
Rép. Dominicaine 2005	14	1	Russie, 2000	39	44
Ukraine, 2000	21	5			
Uruguay, 2003	49	8			

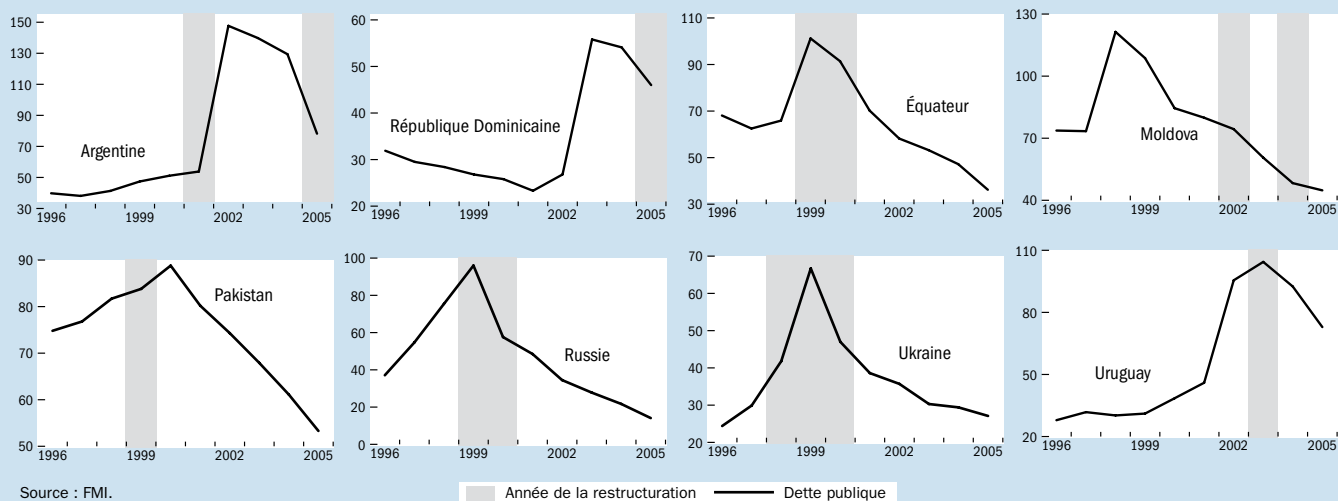
Source : FMI, calculs des auteurs.

¹En pourcentage de la dette publique.

²Réduction de la valeur actualisée nette (en %) au taux commun d'actualisation de 10 %.

Crises et reprises

Les ratios d'endettement ont augmenté rapidement au fil de la détérioration des conditions économiques et financières, puis ont diminué après les crises. (ratio dette publique/PIB, en pourcentage)



d'évaluer la probabilité d'une stabilisation ou d'une diminution du ratio dette/PIB à moyen terme.

Principales conclusions

Partant des critères et indicateurs utilisés, les auteurs ont décelé, à la fin de 2005, des vulnérabilités assez faibles dans la dette du Pakistan, de la Russie et de l'Ukraine, moyennes en Argentine, en Équateur, en Moldova et en République Dominicaine, et un peu plus élevées, mais en baisse en Uruguay.

Tous les pays qui ont procédé à une restructuration après avoir fait défaut avaient manifestement des problèmes de solvabilité et ont obtenu des allègements substantiels. Selon les indicateurs de l'étude, il n'existe plus de vulnérabilités élevées. La dette de l'Équateur, de la Russie et de l'Argentine (après la restructuration de 2005) présentait des vulnérabilités faibles ou moyennes. Dans le cas de l'Argentine, il est essentiel, pour assurer un accès durable aux marchés des capitaux internationaux, d'apurer les arriérés envers les créanciers qui n'ont pas participé à l'échange de dettes.

Les expériences des pays qui ont procédé à des restructurations préventives ont été très diverses. En Moldova et au Pakistan, l'ampleur des restructurations de créances du secteur privé était trop limitée pour avoir une incidence significative sur la soutenabilité de la dette. En Ukraine et en République Dominicaine, le problème tenait plus à la liquidité qu'à la solvabilité; aussi l'accent a-t-il été mis davantage sur l'allègement du service de la dette que sur la réduction de la dette elle-même. Toutefois, quelques pays ayant des problèmes de solvabilité n'ont pas obtenu d'allègement suffisant. Ce fut le cas de l'Uruguay, ainsi que de l'Argentine lors de la restructuration de 2001 précédant la cessation de paiement (le mega swap de 2001 et la première

phase de restructuration qui a suivi). L'Argentine a fait défaut peu de temps après la première restructuration. En Uruguay, des vulnérabilités notables subsistaient après la crise, même si elles ont nettement diminué ces derniers temps, en partie grâce à l'abondance des liquidités à l'échelle mondiale.

S'il est vrai que le peu d'exemples de restructurations rend toute généralisation très aléatoire, la différence est frappante entre les cas de restructurations préventives et les cas de restructurations post-défaut. Les pays ayant choisi l'option préventive ont obtenu des réductions de dette beaucoup plus faibles que les autres et, lorsqu'ils avaient des problèmes de solvabilité, ils n'ont pas obtenu de bons résultats dans la réduction des vulnérabilités. Les causes de cette situation ne sont pas très claires, mais les incitations ont peut-être joué un rôle. S'agissant des restructurations préventives, effectuées à une époque où les pressions sur les ressources disponibles pour le service de la dette sont en hausse, un pays débiteur qui ne parvient pas à un accord risque de ternir sa réputation et de s'exposer à d'importants coûts politiques et économiques, puisqu'il peut être poussé au défaut de paiement. Il pourrait alors être contraint à accepter des conditions de restructuration qui ne suffiront pas à rétablir la soutenabilité de la dette. Toutefois, les facteurs qui influent sur les stratégies de négociation entre créanciers et débiteurs sont complexes et difficiles à cerner. En outre, les pays qui ont restructuré leur dette après avoir fait défaut ont généralement connu des récessions plus graves que ceux ayant procédé à des restructurations préventives, même si les premiers ont souvent bénéficié de réductions de dettes plus importantes. ■

Harald Finger et Mauro Mecagni

FMI, Département de l'élaboration et de l'examen des politiques

Gros plan sur l'investissement, les réserves et l'inflation

De nouvelles études sur des thèmes aussi variés que les perspectives de croissance soutenue en Afrique et le rôle des entrées de capitaux en Europe attestent de l'ampleur et de la diversité des recherches des économistes du FMI. Nous présentons ci-après les points saillants de cinq récents documents de travail publiés sur le site du FMI (www.imf.org).

Perspectives de croissance durable en Afrique

«*The Prospects for Sustained Growth in Africa: Benchmarking the Constraints*», par Simon Johnson, Jonathan D. Ostry et Arvind Subramanian, document de travail du FMI n° 07/52.

L'Afrique connaît sa croissance la plus forte depuis des années. Mais pour ceux qui font des prévisions à partir de facteurs de développement «profonds» (géographie, histoire et institutions), l'avenir semble encore assez sombre. L'étude tente de comparer les pays africains d'aujourd'hui à des pays qui présentaient jadis des faiblesses similaires (en matière de développement institutionnel) et qui ont pourtant échappé à la pauvreté.

Selon les auteurs, les données suggèrent que ces indicateurs profonds, surtout pour un groupe de pays «prometteurs», sont à peine pires en Afrique aujourd'hui que dans maints pays de l'Asie de l'Est vers 1960 ou au Vietnam et en Chine vers 1980. Les faiblesses institutionnelles sont chroniques en Afrique — en plus des conflits internes et des fractures sociales —, mais l'expérience de l'Asie de l'Est prouve que certaines de ces difficultés sont surmontables. Pour les pays qui veulent briser l'étau de pauvreté, la bonne nouvelle réside dans la possibilité de sortir de ce carcan institutionnel, puisque d'autres l'ont fait.

Pour soutenir la croissance, il importe sans doute de renforcer et de dynamiser les exportations de produits manufacturés, à condition de réduire les coûts directs de la réglementation pour les exportateurs et d'éviter la surévaluation

du taux de change réel. À cet égard, les auteurs estiment que l'Afrique court plus de risques que les pays émergents d'Asie : la croissance tirée par les produits de base et les flux d'aide importants qui expliquent en partie les perspectives favorables pour l'Afrique peuvent freiner l'essor institutionnel sans parer à la surévaluation du taux de change. L'Afrique subsaharienne peut certes s'affranchir de la pauvreté, mais moins aisément que l'Asie de l'Est.

La croissance au Brésil dépasse les prévisions

«*The Myth of Post-Reform Income Stagnation in Brazil*», par Irineu de Carvalho Filho et Marcos Chamon, document de travail du FMI n° 06/275.

Le Brésil, principale économie sud-américaine, connaît une croissance médiocre depuis une trentaine d'années. Les réformes engagées vers le milieu des années 90 ont légèrement stimulé son expansion, qui reste néanmoins inférieure à celle des années 60 et 70. L'incapacité du pays à relancer l'activité malgré de vastes efforts de privatisation et de libéralisation des échanges laisse les économistes perplexes, ces réformes ayant relativement ouvert l'une des économies les plus fermées au monde, accru la productivité industrielle et jugulé l'inflation.

Selon les auteurs, ce résultat décevant peut se passer d'explication, car la progression du revenu des ménages dépasse nettement les chiffres officiels. En effet, l'indice des prix à la consommation (IPC), qui sert à déflater le taux de croissance nominale, surestime fortement le taux d'inflation. L'IPC n'a pas dûment pris en compte l'amélioration des produits et de la qualité attribuables à la libéralisation des échanges. Pour les ménages citadins visés par l'IPC, l'écart entre l'estimation du coût réel de la vie et le chiffre officiel était de 3 % par an, entre 1987–88 et 2002–03.

Le Brésil vient de revoir à la hausse, de 11 % environ, son taux de croissance réel. Compte tenu de la part du revenu des

Les banques centrales gagnent en indépendance

Nombre d'études démontrent que l'indépendance opérationnelle des banques centrales présente des avantages considérables. Par exemple, elle permet de contenir l'inflation ou de mieux stabiliser les systèmes financiers. Selon les auteurs, les banques centrales gagnent en autonomie politique et économique, ce qui leur permet de minimiser l'inflation dans le monde entier. Cette autonomie est maximale dans les économies avancées, mais les banques centrales des pays émergents et en développement étaient en moyenne plus indépendantes fin 2003 que leurs homologues des pays avancés ne l'étaient à la fin des années 80.

Les auteurs présentent des indices d'autonomie pour 163 banques centrales représentant 181 pays fin 2003. Ils cal-

culent aussi des indices comparables pour 68 banques, à la fin des années 80.

Ils constatent que la plupart des banques centrales font de la stabilité des prix un objectif de la politique monétaire, ont la latitude de fixer le taux directeur, et ne sont pas tenues de prêter à l'État. En matière de contrôle bancaire, le tableau est contrasté. Dans bien des économies émergentes et en développement, les banques centrales conservent leur rôle de supervision, ce qui est rarement le cas dans les économies avancées. Par ailleurs, l'autonomie de la banque centrale tend à s'accroître dans le cadre d'une union monétaire.

«*Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends*», par Marco Arnone, Bernard J. Laurens, Jean-François Segalotto et Martin Sommer, document de travail du FMI n° 07/88.



Orlando Kissner/AFIP

Dans un magasin au Brésil. En raison de la surévaluation de l'IPC, la croissance réelle a été largement sous-estimée, selon deux économistes du FMI.

ménages dans le PIB, les auteurs de l'étude estiment qu'un tiers environ de la sous-évaluation de 35 % se trouve ainsi corrigée.

Flux de capitaux vers l'aval en Europe

«*International Finance and Income Convergence: Europe Is Different*», par Abdul Abiad, Daniel Leigh et Ashoka Mody, document de travail du FMI n° 07/64.

Les crises qui ont secoué les marchés émergents ont sensibilisé les économistes et les responsables de la politique économique sur les dangers associés aux flux massifs de capitaux. La méfiance est en hausse depuis peu, les chercheurs (y compris les économistes du FMI) ayant du mal à démontrer que ces apports peuvent stimuler la croissance à long terme dans les pays en développement. Mais, dans cette étude, Abdul Abiad, Daniel Leigh et Ashoka Mody (économistes du FMI) montrent que, en Europe orientale et centrale, les flux de capitaux issus de l'intégration financière ont contribué à accélérer la convergence entre les revenus des nouveaux membres de l'UE et ceux de leurs riches voisins occidentaux.

La théorie économique classique veut que le capital aille des pays nantis aux pays pauvres. Or, ces dernières années, il passe plutôt des nations démunies à croissance rapide vers certaines nations riches, comme en témoignent l'énorme excédent courant de la Chine et le gros déficit courant des États-Unis. Pour certains économistes, il s'agit d'une nouvelle donne : des pays en développement rapide affichent des excédents parce qu'ils produisent plus d'épargne qu'ils ne peuvent en absorber, leurs systèmes financiers étant sous-développés. Normal, affirme-t-on, car les entrées de capitaux ne semblent générer aucun dividende en termes de croissance.

«Il faut reconnaître que les processus de croissance dans le monde prennent des formes très variées», déclarent les

auteurs. À partir d'un échantillon mondial d'économies, ils constatent que les capitaux *se dirigent bien* vers l'aval, c'est-à-dire des riches vers les pauvres; une tendance évidente en Europe, où l'intégration financière est beaucoup plus poussée. De plus, ces flux de capitaux ont nourri une impressionnante convergence des revenus. Pour ce qui est du rôle des flux de capitaux internationaux dans le développement économique, «l'Europe est différente» concluent-ils.

La question, que les auteurs laissent entière pour l'instant, est la suivante : le modèle européen annonce-t-il un rôle nouveau et plus positif que doivent jouer les capitaux internationaux, en l'occurrence, aider les économies en développement, qui sont de plus en plus intégrées, à rattraper les nations riches?

Trouver le juste niveau de réserves

«*The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications*», par Olivier Jeanne et Romain Rancière, document de travail du FMI n° 06/229.

Depuis la crise asiatique de 1997–98, où les sautes d'humeur des investisseurs ont provoqué le retrait massif de capitaux dans plusieurs pays, de la Thaïlande à l'Indonésie, les économies émergentes d'Asie et d'ailleurs ont rapidement accumulé des devises à un niveau record atteignant des milliards de dollars.

Ces réserves peuvent certes rassurer les pays dans un contexte libéral, mais il en coûte de conserver en chambre forte tous ces bons du Trésor américain, obligations et effets commerciaux. Les réserves rapportent moins que les engagements extérieurs à long terme de l'État. L'argent sous clé n'est pas investi dans des activités productives susceptibles de doper la croissance.

Dans cette étude, Olivier Jeanne et Romain Rancière (économistes du FMI) proposent un modèle pour calculer le niveau optimal de réserves dans une économie de marché émergente. Ainsi, un ratio réserves/PIB de 10 % est jugé quasi-optimal. Soit dit en passant, ce chiffre est proche de celui relevé dans 34 pays à revenu intermédiaire entre 1980 et 2003. Dans bien des cas, il correspond également à la «règle Greenspan–Guidotti» applicable aux réserves internationales. D'après cette règle — du nom de Alan Greenspan, ancien Président du Conseil de la Réserve fédérale américaine et de Pablo Guidotti, ancien Vice-Ministre des finances de l'Argentine —, les pays doivent cibler un niveau de réserves qui couvre entièrement la dette extérieure à court terme. La règle d'or plus classique suivie par les décideurs est de viser un niveau de réserves équivalant à trois mois d'importations. ■

Les documents de travail du FMI sont disponibles au prix de 18 dollars auprès du Service des publications. Les textes intégraux peuvent également être consultés sur le site du FMI (www.imf.org).

Surveillance : il faut parler franc

L'analyse des taux de change dans les *Perspectives de l'économie mondiale*, publication phare du FMI, a fait l'objet d'éloges — et de quelques critiques constructives — lors d'un séminaire tenu le 19 avril au Peterson Institute for International Economics (PIIE). Y participait un petit groupe d'universitaires et de décideurs qui ont discuté du rôle éventuel de l'ajustement des taux de change dans la réduction des déséquilibres mondiaux. Mais, l'auditoire a été plus sceptique sur l'issue des premières consultations multilatérales du FMI. William Cline, chercheur à l'PIIE et auteur d'un récent ouvrage sur les États-Unis en tant que pays endetté, a retenu l'attention en déclarant que le FMI semble très passif dans sa démarche en ne prônant uniquement «un ajustement des taux de change impulsé par les marchés».

Selon Simon Johnson, nouveau Conseiller économique du FMI, «les consultations représentent une évolution peut-être sans précédent — et assurément spectaculaire». En effet, le rapport sur la première consultation multilatérale, publié pendant les réunions du FMI et de la Banque mondiale en avril 2007, «énonce des repères pour évaluer et examiner les progrès accomplis vers la résorption des déséquilibres mondiaux.» M. Johnson a aussi indiqué que la réduction de ces déséquilibres ne concerne pas seulement des taux de change — il importe également de rééquilibrer la demande mondiale.

Scénario de dépréciation du dollar

Un vif débat a suivi l'exposé de Roberto Cardarelli sur le chapitre 3 des *Perspectives de l'économie mondiale*, où l'on affirme qu'une correction de la balance commerciale des États-Unis est possible avec une plus légère dépréciation de la valeur réelle du dollar qu'on ne le présume généralement. La plupart des participants — dont Michael Mussa, ex-Conseiller économique du FMI et désormais chercheur à l'PIIE, Nancy Jacklin, ex-Administratrice du FMI pour les États-Unis, et plusieurs responsables de la Réserve fédérale américaine — ont salué l'analyse des *Perspectives*. Mais la majorité d'entre eux voulaient savoir comment traduire ses conclusions en mesures concrètes, surtout en ce qui concerne la Chine et sa politique de taux de change. D'après M. Mussa, cette analyse place le FMI «quasiment au centre de ce que la plupart des économistes responsables considèrent comme étant la nature du problème des déséqui-



Roberto Cardarelli du FMI parle de la correction du déficit commercial des États-Unis, au Peterson Institute for International Economics à Washington.

libres mondiaux». Mais, à l'instar de M. Cline, il a estimé que le transfert de dépenses entre les États-Unis et le reste du monde, certes nécessaire, ne suffirait pas à résorber ces déséquilibres et qu'«un ajustement substantiel des taux de change s'impose».

Selon M^{me} Jacklin, pour faire avancer le débat, «nous avons besoin d'études démontrant que les taux de change fixes sont inefficaces et préjudiciables à l'économie mondiale.» Par ailleurs, les réactions positives et encourageantes constituent certes un outil essentiel dans le dialogue économique avec les pays, mais la surveillance ne devrait pas forcément donner lieu à l'expression d'un optimisme béat.

Dans ses observations finales, M. Johnson a déclaré que le FMI s'efforcera de dire honnêtement la vérité dans le cadre de la surveillance bilatérale et multilatérale et qu'il évaluerait attentivement les progrès réalisés à l'aune des repères convenus par les participants aux consultations multilatérales. «Si les politiques énoncées par les cinq pays sont mises en œuvre, a-t-il ajouté, cela réduira les déséquilibres mondiaux de 1 % à 1 3/4 % du PIB mondial dans les quatre prochaines années, à partir d'un niveau de référence d'environ 6 %.» ■

Camilla Andersen
Bulletin du FMI

Des exemplaires de l'édition d'avril 2007 des *Perspectives de l'économie mondiale : Effets de contagion et cycles économiques mondiaux*, sont disponibles au prix de 57 dollars (54 dollars pour les enseignants et les étudiants) auprès du Service des publications du FMI. Le texte intégral peut également être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).



Laura Wallace
Rédactrice en chef

Jeremy Clift
Rédacteur principal

James Rowe
Directeur de production

Camilla Andersen
Simon Willson
Elisa Diehl
Ina Kota
Rédacteurs

Lijun Li
Assistante de rédaction

Kelley McCollum
Assistante de production

Julio Prego
Infographiste

Noel Albizo
Graphiste

Édition française
Division française
Services linguistiques

Alfred Detchou
Traduction

Catherine Helwig
Correction & PAO

Le *Bulletin du FMI* (ISSN 0250-7412) est aussi publié en anglais (*IMF Survey*) et en espagnol (*Boletín del FMI*). Aux 22 numéros qui paraissent chaque année s'ajoute un supplément annuel (*L'ABC du FMI*). Les opinions et les informations contenues dans le *Bulletin* ne représentent pas nécessairement la position officielle du FMI, pas plus que les cartes publiées, qui sont extraites de l'Atlas mondial du *National Geographic* (6^e édition). Les articles du *Bulletin*, hormis les photos et illustrations, peuvent être reproduits à condition que la source soit citée. Le courrier à la rédaction doit être adressé à Current Publications Division, Room 7-106, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-8585; e-mail : imfsurvey@imf.org.

Abonnement annuel : 120 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Demandes d'abonnement au *Bulletin du FMI* ou aux autres publications du FMI : Publication Services, Box X2007, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.). Téléphone : (202) 623-7430; fax : (202) 623-7201; e-mail : publications@imf.org. Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique, et par avion pour les autres pays.