

ACTUALITÉ : M. de Rato salue l'essor de la Chine et de l'Inde

Lors d'une visite récente en Asie, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, a encouragé la Chine et l'Inde à mettre leurs économies à l'abri de chocs extérieurs éventuels et à rehausser leur position dans l'économie mondiale. La Chine, a-t-il dit, pourrait profiter de la vigueur actuelle de son économie pour assouplir progressivement son régime de change; quant à l'Inde, elle verra son économie déjà fort dynamique progresser encore plus si elle réduit ses importants déficits et s'ouvre davantage au commerce et à l'investissement.



Liu Jie/AFEP/Getty Images

67

ÉTUDES : Le pour et le contre de la microfinance

Bien souvent, les pauvres des pays en développement n'ont guère le choix s'ils ont besoin d'emprunter : le prêteur local est leur seul recours. Les établissements de microfinance s'efforcent de combler le vide en fournissant les fonds nécessaires pour lancer des activités économiques de base. Mais ces petites institutions (dont les prêts sont en général très coûteux) sont-elles efficaces? Devraient-elles être intégrées au secteur financier officiel? Une nouvelle étude du FMI examine ces questions et l'avenir de cette forme de crédit.



Beaunharta/Reuters

72

NOTES DE LECTURE : La Fed après l'ère Volcker-Greenspan

Alan Greenspan devrait quitter la Fed en janvier 2006 et d'aucuns se demandent déjà si son successeur aura autant d'envergure que lui et que son prédécesseur, Paul Volcker. D'après trois ouvrages récents qui se penchent sur l'histoire récente de l'institution, la réputation de la Fed doit beaucoup aux qualités personnelles des deux hommes, mais elle a aussi connu de profonds changements institutionnels qui pourraient influencer encore plus son avenir.



Henrik Gschwind/De Gyor/FMI

74

GROS PLAN : Le Royaume-Uni et le Canada

Depuis 1995, le Royaume-Uni et le Canada jouissent d'une croissance à la fois stable et relativement forte. Malgré les nombreuses différences entre les deux pays, les instruments de leur réussite ont beaucoup d'aspects en commun : cadres d'action et institutionnel solides, respect rigoureux des règles budgétaires, et constance dans la mise en œuvre des réformes structurelles. Les perspectives demeurent prometteuses pour les deux pays, en dépit de certains risques et incertitudes.



76

DANS CE NUMÉRO

- 66 Calendrier
- 66 Boussole
- 67 Actualité
Voyage de M. de Rato en Chine et en Inde
Visite du Président roumain
Moldova, Libye, Italie, République slovaque
- 70 Études
Facilité d'assurance des pays
Microfinance
- 74 Notes de lecture
Le Système fédéral de
réserve des États-Unis
- 76 Gros plan
Royaume-Uni
Canada
- 79 Prêts du FMI
- 80 Politiques
Les centres financiers
offshore

Calendrier

MARS

21-22 Conférence internationale de l'Agence internationale de l'énergie atomique sur l'énergie nucléaire au XXI^e siècle, Paris

24 Forum du livre «Should Europe Embrace 'Cowboy Capitalism' or Go Its Own Way?» avec Olaf Gersemann, Martin Neil Bailly et Jacob Kirkegaard, Washington

24-25 Séminaire du FMI à l'intention des législateurs, Phnom Penh

AVRIL

5 Rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde (avril 2005)

6 Allocution du Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, à l'université de Georgetown, Washington

7 *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (chapitres analytiques), édition du printemps 2005

8 Forum du livre du FMI, Thomas Friedman, *The World Is Flat: A Brief History of the 21st Century*, Washington

10-12 Session annuelle de la BID, Okinawa, Japon

13 *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI (chapitre 1), édition du printemps 2005

16-17 Réunions de printemps du FMI et du Groupe de la Banque mondiale, Washington

18 Réunion à haut niveau de l'ECOSOC : FMI, Banque mondiale,

OMC et CNUCED, au siège de l'ONU, New York

18-20 BASD, Conférence internationale : Obtenir des résultats dans le secteur privé, Manille

19-20 Séminaire à haut niveau du FMI «Titrisation des actifs et finances structurées», Washington

20-22 Forum mondial Banque mondiale-société civile, Washington

20-22 Symposium public de l'OMC : L'OMC après dix ans : problèmes mondiaux et solutions multilatérales, Genève

MAI

4-6 Banque asiatique de développement, Assemblée annuelle, Istanbul, Turquie

4-6 Troisième conférence ministérielle de la Communauté des démocraties, Santiago, Chili

18-19 Assemblée annuelle de la Banque africaine de développement, Abuja, Nigéria

18-20 Séminaire du FMI à l'intention des législateurs et des journalistes, San José, Costa Rica

29-30 Séminaire à haut niveau du FMI «Politique macroéconomique et justice sociale dans les pays d'Amérique latine», Santiago, Chili

Conseil d'administration

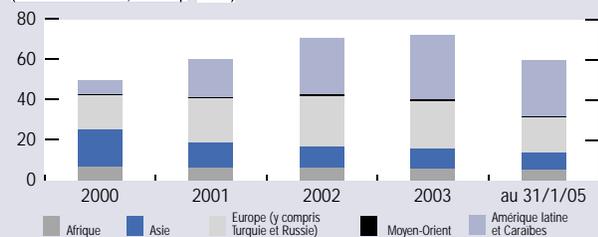
On trouvera un calendrier à jour des réunions du Conseil d'administration du FMI à : <http://www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp>.

Boussole

Données financières du FMI

Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(milliards de DTS; fin de période)



Allègement de la dette des pays pauvres très endettés¹

(milliards de DTS; fin de période)



Les droits de tirage spéciaux du FMI

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

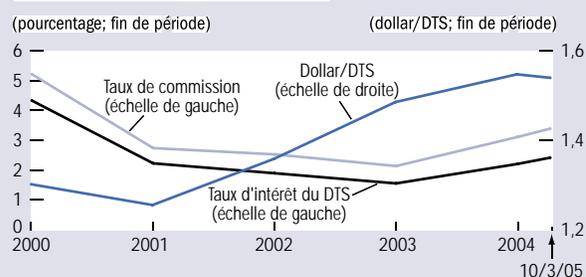
Encours des prêts les plus élevés

(milliards de DTS; au 31/1/05)

Non concessionnels		Concessionnels	
Brésil	16,12	Pakistan	1,04
Turquie	13,74	Zambie	0,57
Argentine	8,98	Congo, Rép. dém. du	0,53
Indonésie	6,24	Ghana	0,30
Uruguay	1,71	Tanzanie	0,27

Évolution des taux

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



sont alloués à chaque État membre en proportion de sa 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 encourage la Chine et l'Inde à renforcer leur croissance

Lors d'une visite récente en Asie, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, a encouragé la Chine et l'Inde à renforcer leur croissance économique déjà remarquable en prenant des mesures pour aider leur économie à faire face aux chocs extérieurs éventuels et à l'intensification de la concurrence mondiale.

Chine

En visite à Shanghai du 14 au 16 mars, où il a participé à une réunion du Groupe consultatif du FMI sur les marchés de capitaux et rencontré des hauts fonctionnaires chinois, M. de Rato a dit que la Chine devrait profiter de la vigueur actuelle de son économie pour assouplir progressivement son régime de change. Après des entretiens avec M. Zhou Xiaochuan, le Gouverneur de la Banque populaire de Chine, il a déclaré à la presse qu'une évolution dans ce sens servirait les intérêts de l'économie et du peuple chinois. En effet, a-t-il dit, cela permettrait de mieux protéger le pays contre les chocs extérieurs et faciliterait la mise en œuvre d'une politique monétaire autonome, mais il a ajouté qu'il appartenait aux autorités de décider du calendrier.

La veille, lors de la clôture de l'Assemblée nationale populaire, le Premier ministre chinois, M. Wen Jiabao, avait réaffirmé la détermination de la Chine de passer à un système fondé sur le marché et à un régime de flottement dirigé du taux de change, sans donner de calendrier. M. de Rato a aussi salué la ferme volonté des autorités de freiner la surchauffe de l'économie.

Inde

M. de Rato s'est ensuite rendu à Bombay et à New Delhi du 17 au 19 mars. Il s'est félicité du dynamisme de l'économie indienne, mais il reste encore du chemin à parcourir, a-t-il dit, si le pays veut progresser encore plus vite.

S'exprimant à la Banque de réserve de l'Inde, M. de Rato a observé que le pays affronte avec succès la concurrence mondiale, non seulement dans le secteur des technologies de l'information, mais aussi dans ceux de la production d'acier, des produits pharmaceutiques et de la biotechnologie. Il a comparé le boom économique actuel de l'Inde au premier stade du «décollage» qu'ont connu avant elle d'autres économies asiatiques. En effet, a-t-il dit, si l'Inde peut porter sa croissance de 6 à 8 % par an, elle pourra doubler les revenus moyens non pas en seize ans, mais en onze ans, et rehausser ainsi considérablement les niveaux de vie.



À la Banque de réserve de l'Inde, à Bombay, M. de Rato (ici aux côtés du Gouverneur, Y.B. Reddy) a évoqué les réussites indiennes dans l'économie mondialisée.

Sebastian D'Souza/AFP/Getty Images

Pour que le XXI^e siècle soit le siècle de l'Inde, a noté M. de Rato, il sera indispensable que le pays possède un secteur privé dynamique et soit capable de faire face à la concurrence mondiale. Il a invité le gouvernement à assainir les finances publiques et à ouvrir davantage l'économie au commerce et à l'investissement. Les exportations indiennes représentent encore moins de 1 % des exportations mondiales et les droits de douane moyens y restent élevés (environ 22 %), même s'il est envisagé de les ramener au niveau de l'ASEAN (environ 8 %) d'ici à 2009. Le nouveau budget va

dans le bon sens, mais M. de Rato a prôné une baisse plus rapide des droits de douane, ainsi qu'une réduction des barrières non tarifaires et l'amélioration du climat des affaires, ce qui permettrait aux entreprises indiennes de réaliser des économies d'échelle et de participer pleinement à la chaîne de production internationale.

Certains secteurs nationaux doivent aussi être restructurés pour attirer les investisseurs. Le pays possède de nombreux entrepreneurs talentueux qui peuvent jouer un rôle crucial, a déclaré M. de Rato, mais il faut que la créativité, la volonté de prendre des risques et l'esprit d'entreprise soient récompensés. Par exemple, pour que le vaste secteur des textiles et de l'habillement continue de prospérer, il faudra réduire les obstacles aux échanges, assouplir le droit du travail et alléger la réglementation des entreprises. ■

Visite du Président roumain au FMI



Michael Spjut/FMI

Le Président de la Roumanie, Traian Basescu, s'adresse aux journalistes après sa rencontre avec le Directeur général du FMI le 9 mars. Les entretiens ont porté sur l'évolution récente de l'économie roumaine et sur l'accord de confirmation du pays avec le FMI. M. de Rato l'a assuré que le FMI continuerait d'appuyer les efforts que déploie le pays pour stabiliser l'économie, maintenir une croissance forte et entrer dans l'Union européenne.

Moldova : la reprise économique est plombée par le conflit et l'arrêt des réformes

Des facteurs extérieurs favorables et l'augmentation des dépenses de consommation, soutenue par d'importants envois de fonds des travailleurs émigrés, ont contribué à la reprise économique de la République de Moldova en 2003-04. Pourtant, selon l'évaluation annuelle de l'économie par le FMI, la Moldova est nettement en retard sur ses voisins, en partie à cause du conflit en Transnistrie. De plus, la capacité de production a diminué en raison de l'exode constant de Moldoves en âge de travailler provoqué par la crise économique régionale de 1998. Le Conseil d'administration du FMI se dit préoccupé par la fragilité de la reprise et souligne l'importance de régler le conflit en Transnistrie. Il insiste sur la nécessité de créer un environnement propice au développement du secteur privé et de l'investissement étranger afin de promouvoir une croissance durable, de créer des emplois et de réduire la pauvreté.

L'augmentation rapide de la masse monétaire et du crédit a relancé les anticipations inflationnistes, bien que la hausse des prix ait légèrement ralenti à la fin de 2004. Après que les administrations publiques eurent dégagé un excédent en 2003, la politique budgétaire a subi des contraintes en 2004, alors que, avec les envois de fonds des travailleurs émigrés, la politique monétaire a pris une orientation expansionniste. Le Conseil recommande un resserrement des politiques budgétaire et monétaire afin de maîtriser l'inflation et de dégager des ressources pour le service courant de la dette extérieure. Il se félicite des accords récents de restructuration de la

Moldova	2002	2003	2004 Estimations	2005 Projections
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	7,8	6,3	7,0	5,0
Prix à la consommation (fin de période)	4,4	15,7	11,0	9,5
	(pourcentage du PIB)			
Solde des transactions courantes	-4,4	-6,8	-6,7	-6,3
Dette extérieure totale	101,2	89,5	63,3	58,4

Source : rapport des services du FMI, janvier 2005.

dette extérieure, qui, avec l'appréciation du leu, ont entraîné une forte baisse du ratio dette extérieure/PIB. La Moldova a aussi repris ses paiements d'intérêts aux créanciers du Club de Paris.

Étant donné que les réformes structurelles marquent le pas et que le climat des affaires ne s'est pas amélioré sensiblement, le Conseil invite les autorités à prendre des mesures décisives pour réduire l'intervention de l'État dans l'économie, relancer le processus de privatisation, éliminer progressivement la surréglementation et améliorer les services publics. Des progrès ont été enregistrés sur le plan des réformes budgétaires et de la révision du cadre juridique régissant les investissements, la microfinance, les audits, la comptabilité et le crédit-bail. ■

Libye : tributaire du pétrole, l'économie a besoin de réformes et de diversification

L'économie libyenne, encore largement contrôlée par l'État et lourdement tributaire du pétrole, a connu une croissance vigoureuse en 2003-04, grâce à l'évolution favorable des marchés pétroliers mondiaux, constate le FMI dans son évaluation annuelle de l'économie. Le budget et le compte extérieur courant ont affiché d'importants excédents et les réserves de change se sont fortement accrues. Depuis la levée des sanctions internationales, les réformes, qui visent à stimuler l'activité du secteur privé, ont quelque peu accéléré, mais elles restent ponctuelles et manquent de transparence.

Le Conseil d'administration du FMI salue l'intensification des réformes, mais note qu'il reste encore beaucoup à faire pour transformer le pays en économie de marché. Les excédents importants de la Libye offrent une bonne occasion d'accélérer les réformes économiques; en outre, la création à brève échéance d'une

équipe économique interministérielle devrait aider à planifier et coordonner les réformes et à en déterminer la bonne succession dans le temps.

Dans l'immédiat, il conviendrait de se concentrer sur la création d'instruments monétaires fondés sur le marché, la restructuration du système bancaire, la libéralisation des prix, le renforcement des procédures et de la gestion budgétaires, et la réforme du système de subventions. Le Conseil encourage les autorités à revoir leur politique de réformes ponctuelles et à promouvoir la diversification de l'économie.

Un cadre budgétaire à moyen terme fondé sur la prudence, qui prévoirait l'élargissement de la base d'imposition dans le secteur non pétrolier, notamment par la réduction des exonérations fiscales et la rationalisation des dépenses, aiderait à réduire l'important déficit hors pétrole. Les autorités devraient aussi favoriser une plus grande transparence budgétaire et consolider dans le budget toutes les opérations extrabudgétaires. Une nouvelle loi bancaire a été adoptée qui confère à la banque centrale une plus grande indépendance.

Eu égard aux dures contraintes que connaît la Libye en matière de ressources humaines et à la fragilité de ses institutions, le Conseil approuve la demande d'assistance technique des autorités à l'appui des réformes économiques et financières, en tenant compte de la capacité d'absorption du pays. ■

Libye	2000	2001	2002	2003	2004 Provisoire
	(variation en pourcentage)				
PIB réel	1,1	4,5	3,3	9,1	4,4
	(pourcentage du PIB)				
Solde budgétaire global	14,4	-1,2	10,2	10,6	18,8
Solde budgétaire, hors hydrocarbures	-17,0	-30,4	-30,0	-36,3	-33,6
Solde extérieur courant	22,5	12,3	0,6	15,4	25,6

Source : rapport des services du FMI, janvier 2005.

Italie : reprise conjoncturelle, mais difficultés budgétaires à l'horizon

Selon l'évaluation annuelle de l'économie italienne par le FMI, celle-ci connaît une modeste reprise conjoncturelle soutenue par le rebond de l'investissement et des exportations. Les perspectives pourraient toutefois se dégrader en raison de la hausse des prix pétroliers et de l'appréciation de l'euro. En outre, les finances publiques, qui restent fragiles, vont sans doute subir des contraintes croissantes au cours des années à venir sous l'effet du vieillissement de la population. Les taux d'activité sont en hausse, mais la productivité stagne. Le Conseil d'administration du FMI estime que l'Italie devrait rehausser son potentiel de croissance en procédant à un assainissement durable du budget et en engageant des réformes structurelles pour renforcer la concurrence et améliorer le climat des affaires.

Ces dernières années, l'Italie a maintenu son déficit budgétaire en deçà de la limite de 3 % du PIB fixé par le Pacte de stabilité et de croissance, mais elle y est parvenue surtout au moyen de mesures ponctuelles. Les autorités reconnaissent qu'au cours des années à venir elles devront réduire le déficit, supprimer les mesures ponctuelles et alléger la pression fiscale. Le Conseil prône l'adoption de mesures structurelles pour atteindre le déficit retenu comme objectif pour cette année et regrette que les baisses d'impôts de 2005 n'aient pas été associées à une nouvelle réduction des dépenses structurelles ou retardées. Quant à la dette publique, il estime qu'il

Italie	2001	2002	2003	2004 Estimations	2005 Projections
		(variation en pourcentage)			
Croissance du PIB	1,8	0,4	0,3	1,5	1,7
		(pourcentage)			
Taux de chômage	9,5	9,0	8,7	8,3	8,0
		(pourcentage du PIB)			
Administrations publiques					
Solde global	-2,6	-2,3	-2,4	-2,9	-3,1
Dette brute	110,6	108,6	106,2	105,8	104,4

Source : rapport des services du FMI, janvier 2005.

conviendrait de dégager un léger excédent budgétaire structurel avant la fin de la décennie et d'identifier clairement l'origine de l'écart important entre les déficits budgétaires et les besoins d'emprunts du secteur public.

Le Conseil salue la réforme des retraites et appuie les projets visant à accélérer la privatisation. Cependant, il conviendrait de réduire les rigidités sur les marchés de produits et le marché du travail, car elles étouffent la concurrence et nuisent à l'innovation, l'investissement et l'efficacité. Le Conseil se félicite de l'évolution positive du secteur financier italien et note qu'il importe de renforcer la réglementation boursière et les normes de gouvernance des entreprises. ■

République slovaque : nets progrès de la croissance, des réformes et de la convergence des revenus

Ces dernières années, l'économie de la République slovaque a enregistré une forte progression de la productivité ainsi qu'une baisse des déficits budgétaire et extérieur, relève le FMI dans son évaluation annuelle de l'économie. Les réformes structurelles de fond entreprises dans les domaines de la fiscalité, de la protection sociale, des retraites, de la santé et du marché du travail, ont rendu l'économie plus souple. Le niveau élevé des investissements directs étrangers et l'amélioration du climat des affaires ont développé la capacité de production et conforté la confiance des investisseurs. Le Conseil d'administration du FMI félicite les autorités sans toutefois oublier les défis qui subsistent, à savoir la poursuite de la diminution du déficit budgétaire et de l'inflation, la réduction du chômage et la convergence avec les niveaux de revenu de l'Europe occidentale.

Bien qu'elle soit en baisse, l'inflation est nettement supérieure à la moyenne de la zone euro et la vigueur de la croissance risque de com-

promettre la réalisation de l'objectif d'inflation de la banque centrale. En 2004, celle-ci a fortement réduit les taux d'intérêt pour stimuler la demande et est intervenue amplement sur le marché des changes pour atténuer les effets de l'appréciation de la monnaie. Le Conseil prône une gestion plus souple du taux de change et salue l'adoption par la banque centrale d'un cadre de politique monétaire qui donne la priorité à la désinflation.

D'après les données rendues publiques après la publication du rapport du FMI, le déficit budgétaire a légèrement diminué par rapport au PIB en 2004, grâce à la baisse des dépenses consacrées aux salaires, aux prestations sociales et aux paiements d'intérêts. Étant donné que les capitaux pourraient continuer d'affluer, le Conseil encourage les autorités à durcir encore leur politique budgétaire pour freiner l'appréciation de la monnaie et concourir à la baisse de l'inflation. Il recommande aussi de renforcer le cadre budgétaire à moyen terme afin que les critères de Maastricht puissent être atteints de façon durable. Il note que le calendrier d'adoption de l'euro à l'horizon 2009 exigera la poursuite des réformes structurelles et il souligne l'importance d'améliorer l'éducation, les infrastructures publiques et le marché immobilier pour les ménages à revenus faibles et intermédiaires. ■

République slovaque	2001	2002	2003	2004 Estimations	2005 Projections
		(variation en pourcentage)			
PIB réel	3,8	4,6	4,5	5,5	4,9
Prix à la consommation (moyenne annuelle)	7,3	3,3	8,5	7,5	3,7
		(pourcentage)			
Taux de chômage	19,3	18,6	17,5	18,1	17,1
		(pourcentage du PIB)			
Solde des admin. pub.	-6,0	-5,7	-3,4	-3,3	-3,8

Sources : rapport des services du FMI, janvier 2005; Bureau statistique slovaque.

Pour de plus amples renseignements, voir les notes d'information au public n° 05/17 (Italie), n° 05/23 (Moldova), n° 05/24 (République slovaque), et n° 05/28 (Jamahiriya arabe libyenne) sur le site du FMI (www.imf.org).

Faut-il créer une facilité d'assurance des pays?

Le Gouverneur de la Banque centrale du Brésil, Henrique de Campos Meirelles, a récemment exprimé une préoccupation assez courante des pays émergents lorsqu'il a déclaré que son pays souhaitait «la création d'une facilité offrant un rempart contre les crises, en particulier lorsqu'elles sont provoquées par un changement d'humeur des marchés auquel les pays émergents en général sont complètement étrangers». Les formules d'assurance contre les assauts spéculatifs étant rares et coûteuses, la communauté internationale ne pourrait-elle pas intervenir, en créant par exemple, comme le propose une étude récente du FMI, une facilité qui accorderait automatiquement des crédits à un taux d'intérêt prédéterminé aux pays admissibles.

Un grand nombre des crises financières survenues récemment dans des pays émergents ont suivi le même schéma : une accentuation réelle ou imaginaire du risque de refinancement de la dette a entraîné une hausse des taux d'intérêt, laquelle a, à son tour, rendu intenable des niveaux d'endettement qui, pourtant, auraient été supportables. Les pays émergents ont fini par considérer que la mondialisation, malgré les bienfaits qu'elle peut apporter, encourageait l'autoréalisation de crises. Faute de mieux, la plupart des pays ont essayé de s'assurer eux-mêmes en accumulant des réserves, soit auprès de la banque centrale, soit par l'intermédiaire du système bancaire au moyen de la détention obligatoire de liquidités. Dans bien des cas cependant, le coût de la détention de réserves, c'est-à-dire l'écart entre les coûts d'emprunt pour le pays et le rendement des avoirs liquides de haute qualité, peut être considérable.

Des solutions décevantes

D'autres formules ont été expérimentées. Deux pays, l'Argentine et le Mexique, ont essayé de souscrire une assurance privée sous forme d'une ligne de crédit préventive auprès d'un consortium d'institutions financières, mais les résultats ont été décevants. Il n'est guère possible de diversifier les risques afférents aux pays émergents, car ils sont fortement corrélés, ce qui limite la couverture et alourdit le coût. En outre, contrairement aux assureurs classiques, les banques qui fournissent la garantie peuvent se couvrir en vendant les actifs du pays, ce qui alimente les crises spéculatives.

On pourrait aussi envisager une assurance du FMI. L'ennui est que les facilités actuelles du FMI sont mieux adaptées aux crises de solvabilité fondamentales qu'à des crises non fondamentales qui s'autoréalisent. Elles privilégient les mesures

correctives et leurs décaissements sont conditionnels, concentrés en fin de période, et généralement le fruit de négociations laborieuses. Tout cela explique pourquoi les pays émergents préfèrent payer des taux élevés sur les marchés privés avant de se tourner vers le FMI. En outre, le montant de l'aide du FMI et le moment de son décaissement sont *a priori* largement imprévisibles, c'est-à-dire tout le contraire de ce dont on a besoin pour empêcher une crise spéculative.

Une autre solution consiste à créer auprès d'une institution financière internationale une facilité de crédit simple pour faire face aux retournements «d'une ampleur exceptionnelle» du compte de capital. L'idée n'est pas nouvelle. Elle remonte à 1972, le Conseil d'administration du FMI en a débattu à la fin de 1994, juste avant la crise mexicaine, et elle est revenue à l'ordre du jour après les crises asiatiques.

C'est ainsi que, en 1999, le FMI a lancé ses lignes de crédit préventives (LCP) pour aider les pays dont la situation économique fondamentale est saine à faire face aux crises de liquidité en leur donnant préventivement accès à une aide financière du FMI. Cependant, pour obtenir cette assistance, les pays devaient en faire la demande et il se peut que les gouvernements en aient été dissuadés par la possibilité que les marchés interprètent leur démarche comme un signe avant-coureur de difficultés à venir. C'est en partie pour cette raison que cette facilité n'a jamais été mise à contribution et qu'elle a été supprimée en 2004.

Les facilités actuelles du FMI sont mieux adaptées aux crises de solvabilité fondamentales qu'à des crises non fondamentales qui s'autoréalisent.

Une caractéristique fondamentale : l'automaticité

Depuis, le rôle du FMI en tant que prêteur international de dernier ressort, les avantages de la conditionnalité *ex ante* et l'échec des LCP ont fait l'objet d'un large débat.

La nouvelle solution proposée, à savoir une facilité d'assurance des pays (FAP) par laquelle le FMI remédierait aux carences des dispositifs précédents et ferait face aux crises de liquidité temporaires qui s'autoréalisent, est le fruit naturel de ce débat. La FAP supposerait la création d'un guichet de liquidité, par lequel les pays auraient automatiquement accès à une ligne de crédit à un taux d'intérêt prédéterminé pour couvrir leurs besoins de financement à court terme. En offrant des liquidités instantanément, cette facilité placerait un plafond sur les coûts de refinancement, ce qui éviterait les crises d'endettement provoquées par des taux de refinancement trop élevés, comme le font les banques centrales en tant que prêteurs de dernier ressort.

Pourquoi ce dispositif fonctionnerait-il mieux que les LCP? À cause de son automaticité, qui est indispensable pour em-

pêcher les crises de liquidité et distinguerait la FAP des autres facilités du FMI, y compris les lignes de crédit préventives, qui reposaient sur une procédure d'admissibilité préalable.

Un modèle d'assurance pour les pays

L'attrait et la faisabilité de la FAP proposée résident dans l'équilibre entre deux principes fondamentaux : prévisibilité et viabilité. Le premier suppose que, à tout moment, l'admissibilité du pays bénéficiaire soit certaine, autrement dit qu'il n'y ait pas d'« ambigüité constructive ». Le second exige que, au taux d'intérêt prédéterminé et sans avoir à améliorer de façon irréaliste la politique budgétaire, le pays bénéficiaire soit capable d'honorer ses obligations. Des critères de type Maastricht concernant le ratio dette/PIB et le déficit budgétaire pourraient faire partie des critères d'admissibilité. En outre, étant donné que la dette en devises expose le pays aux fluctuations du taux de change réel, la dette libellée en monnaies étrangères pourrait être affectée d'une plus grande pondération dans le critère concernant le ratio dette/PIB.

À l'instar des prêteurs de dernier ressort, la FAP pourrait pratiquer un taux dissuasif par rapport aux niveaux d'avant la crise. Le taux d'intérêt pourrait ainsi être égal au taux des prêts sans risque, augmenté d'une prime, en fonction de la monnaie et de la durée de la ligne de crédit (comme cela se fait couramment pour les commissions des prêts non concessionnels multilatéraux). L'écart devrait être assez faible pour ne pas compromettre la capacité de remboursement du pays et assez élevé pour éviter les abus et permettre autant que possible au pays de retrouver l'accès aux marchés privés. Une marge de l'ordre de 300 à 400 points de base semble raisonnable.

La FAP aurait pour but de mettre un terme aux crises de liquidité temporaires — et, dans l'idéal, de les empêcher par sa seule existence. Elle devrait donc accorder des prêts à court terme. Cependant, tout comme des échéances plus longues pourraient encourager un recours excessif à la facilité, des échéances trop courtes ouvriraient la porte à une nouvelle crise lorsque les créances deviennent exigibles. La détermination du juste équilibre comporte inévitablement une part d'arbitraire. On pourrait fixer la durée du prêt à six mois, avec possibilité de reconduction, à un taux plus élevé, pour six mois. De cette manière, la FAP offrirait un choix à plus court terme par rapport à la facilité de réserve supplémentaire du FMI.

Bien sûr, aucun ensemble de critères d'admissibilité n'est parfait. Les crises de liquidités peuvent ne pas se résoudre pendant la durée du prêt et même dégénérer en crise de solvabilité. Dans ce cas, l'aide de la FAP devrait être incorporée à un programme ordinaire appuyé par le FMI. C'est pourquoi

le montant du prêt de la FAP ne devrait pas dépasser celui des ressources habituellement disponibles dans le cadre des programmes de sauvetage du FMI. Cependant, l'argument fréquent selon lequel les petits programmes du FMI finissent par être contre-productifs est encore plus valable dans le cas de la FAP : une aide manifestement insuffisante ne ferait qu'alimenter la crise. Pour assurer efficacement un pays contre les crises de liquidité, et, dans l'idéal, les empêcher carrément, la facilité devrait couvrir la plupart des besoins de financement à court terme du pays. Ainsi, toute limitation de l'aide ainsi fournie impose automatiquement un sous-plafond pour le ratio dette à court terme/PIB (le stock de dette arrivant à échéance pendant la durée du prêt), de sorte que la couverture est proche de 100 %.

L'assurance comme récompense

Dans le passé, on a reproché aux institutions financières internationales d'accorder des aides trop généreuses qui ont affaibli la discipline des marchés et dissuadé les autorités de suivre des politiques saines. De ce fait, le débat sur la réforme de l'architecture financière internationale a porté davantage sur les moyens de limiter l'aide financière que sur les moyens de la rendre plus accessible. Cependant, il n'est pas prouvé qu'une aide financière dissuade d'adopter des politiques viables, surtout lorsque la crise est provoquée par des facteurs qui échappent aux décideurs.

En revanche, en offrant aux pays une assurance contre les crises de liquidité, on récompenserait leurs efforts à long terme. Cet argument est tout à fait valable pour la FAP. En outre, les incitations inhérentes aux conditions d'admissibilité devraient amener davantage les pays à adopter des politiques viables pour avoir accès à la facilité. Autrement dit, par la « carotte » de l'assurance, la FAP remplacerait la conditionnalité classique *ex post* par une conditionnalité volontaire *ex ante*.

À terme, une FAP bien conçue qui empêche les crises de liquidité serait très rarement utilisée, voire jamais. Pourtant, on en verrait les effets dans un nombre croissant de pays émergents ainsi que sous forme d'une baisse et d'une stabilisation des primes de risque dans ces pays. C'est à cette aune qu'il faudra mesurer le succès de la FAP. ■

Tito Cordella, Département des études du FMI,
et Eduardo Levy Yeyati, Universidad Torcuato di Tella, Argentine

Cet article est basé sur l'étude n° 05/23, *A (New) Country Insurance Facility*, qui est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 80.

L'avenir de la microfinance

On estime qu'entre 400 et 500 millions de personnes dans le monde n'ont pas accès à d'autres services financiers que ceux de prêteurs incontrôlés. Cette situation, qui freine la croissance du secteur privé et le développement économique, a des effets sur la répartition des richesses puisqu'elle pèse surtout sur les pauvres et les habitants des zones rurales. On présente la microfinance comme un système d'avenir pour ceux qui n'ont pas accès aux banques. Certains en doutent. Une étude récente du FMI a examiné les arguments pour et contre.

L'idée de la microfinance remonte à plusieurs décennies. Ses institutions fournissent des minicrédits et d'autres services financiers aux ménages à faible revenu et aux très petites entreprises du secteur informel. Les institutions de microfinance, qui innovent sans cesse pour satisfaire les besoins particuliers de leur clientèle, offrent toute une gamme d'options. Grâce aux prêts de groupe, par exemple, elles peuvent fournir un crédit, pratiquement sans garantie, aux membres du groupe qui empruntent chacun à son tour et sont solidairement responsables du remboursement.

Beaucoup d'institutions de microfinance sont détenues et gérées par des organisations non gouvernementales (ONG) qui reçoivent des dons, et parfois des prêts, d'institutions multilatérales de développement, d'associations caritatives privées, d'États et d'autres organismes. Dans certaines parties du monde, elles fonctionnent sur le modèle des coopératives financières, alimentant leurs prêts par les dépôts de leurs membres et les apports en capital. Si certaines sont devenues des institutions officielles autosuffisantes, la plupart restent inorganisées et dépendent toujours des dons.

Après tant d'années d'expériences, on connaît étonnamment peu de choses sur la microfinance. Il n'existe pas, par exemple, de données détaillées fiables sur son étendue ni sur le nombre des clients. On peut cependant faire la synthèse des études qui ont été effectuées aux niveaux national et régional. Elles suggèrent que, s'il existe un nombre très élevé d'institutions — des dizaines de milliers selon certaines estimations —, le nombre de personnes concernées et le montant des crédits accordés sont faibles. Les études montrent aussi que les activités de microfinance sont concentrées sur une poignée de pays et que quelques grandes institutions assurent à elles seules une part importante des transactions.

Les arguments pour et contre

Les partisans de la microfinance s'appuient sur de nombreux arguments. Bien que les prêts de ce type comportent un risque plus élevé et coûtent donc plus cher que les prêts classiques,

les défenseurs et les praticiens soulignent les bienfaits apportés aux familles pauvres en citant beaucoup d'exemples de réussites. Outre ces preuves matérielles, il existe des arguments de politique économique en faveur de la microfinance. Les économistes admettent depuis longtemps l'existence sur les marchés financiers de défauts d'information qui peuvent empêcher la conclusion de transactions par ailleurs efficaces. De plus, l'accès aux services financiers peut donner aux pauvres un pouvoir sur leurs conditions de vie en atténuant la «mentalité d'assisté» que créent les autres mécanismes de redistribution.

Les adversaires leur rétorquent en invoquant un certain nombre de risques. Selon eux, il n'est pas certain que les techniques de microfinance permettent d'échapper aux imperfections des marchés financiers ou que les institutions de ce type présentent un avantage intrinsèque par rapport aux établissements traditionnels. Si avantage il y a, on pourrait attendre qu'il se traduise par un accès plus facile aux financements privés et éventuellement par diverses formes de coopération et d'intégration au sein du secteur financier. Or, jusqu'à présent, la plupart des financements extérieurs de cette activité proviennent de donateurs et il n'existe guère d'exemples d'intégration avec les institutions financières privées.

Cette extrême dépendance vis-à-vis des donateurs suscite une autre préoccupation. Le système de crédit subventionné risque en effet de nuire à la discipline budgétaire et d'engendrer une concurrence déloyale avec les institutions traditionnelles en les empêchant d'étendre leur champ d'action. Les institutions de microfinance doivent-elles viser la rentabilité et l'autosuffisance, peut-être après une phase de subvention pour couvrir leurs frais initiaux? Pour les défenseurs du système commercial, la microfinance, si elle est rentable, prouvera qu'elle atteint son but et, si elle veut se développer, elle devra devenir autosuffisante.

Ils craignent aussi que les institutions de microfinance, qui sont des organisations sans but lucratif, soient inefficaces faute d'actionnariat, de personnel compétent, de systèmes opérationnels et d'incitations. En revanche, ceux pour qui la microfinance est surtout un moyen de réduire la pauvreté insistent sur la nécessité de maintenir le coût des services financiers au niveau le plus bas possible pour atteindre les plus déshérités. Pour eux, il faut évaluer les avantages du système de subvention en comparant ses coûts et ses avantages avec ceux des autres programmes de lutte contre la pauvreté.

On peut aussi se demander si, par rapport aux autres solutions possibles, la microfinance est un moyen économiquement avantageux de redistribuer des ressources rares. Si ce



Beawiharta/Reuters

Grâce aux coopératives de microfinance comme celle-ci, établie à Djakarta, les pauvres et les habitants des zones rurales ont accès aux services financiers.

système est censé présenter des avantages par rapport aux mécanismes traditionnels de redistribution (notamment en donnant un pouvoir aux pauvres et en recyclant les capitaux provenant des remboursements), on ne possède pas suffisamment de données pour évaluer ses coûts et avantages relatifs. Comme la prestation de services financiers aux pauvres coûte cher par rapport aux faibles sommes en jeu, elle risque de gaspiller une part disproportionnée des ressources en frais administratifs et opérationnels. En outre, la popularité croissante de la microfinance auprès des donateurs, conjuguée au flou qui entoure son efficacité économique, risque de rogner sur les ressources déjà maigres consacrées à d'autres mécanismes essentiels de redistribution, comme la santé et l'éducation.

Les défis de demain

Pour réaliser tout son potentiel, la microfinance devra relever plusieurs défis importants. L'un des principaux consistera à atteindre la viabilité financière et à s'intégrer au secteur officiel. Selon les études, 1 % seulement des institutions de microfinance dans le monde sont financièrement viables. Malgré des taux de remboursement apparemment élevés, le peu d'ampleur des opérations de microfinance, conjugué aux frais de recherche de clientèle, fait monter les coûts et absorbe la plus grande partie des marges d'intérêt. Les rares institutions de microfinance autosuffisantes sont généralement assez grandes pour étaler leurs coûts fixes et accroître leur efficacité. Mais celles qui cherchent la rentabilité ne visent pas les déshérités.

Un autre problème tient à l'interaction entre la microfinance et les institutions traditionnelles. On connaît certes des

exemples d'institutions de microfinance qui deviennent de véritables établissements financiers, ou inversement de banques qui occupent le créneau de la microfinance, ou encore de relations commerciales entre les deux types d'institution, mais aucune tendance nette ne se dégage encore.

On peut aussi se demander s'il faut réglementer l'activité de microfinance et comment. Jusqu'ici, elle s'est développée en dehors du cadre réglementaire qui s'applique aux institutions officielles. Une réglementation prudentielle ne se justifierait que si la microfinance menaçait la stabilité financière ou pratiquait l'intermédiation. L'absence d'intervention dans la plupart des pays semble donc justifiée, étant donné que cette activité est peu importante et qu'elle se finance rarement par les dépôts.

À mesure cependant que les institutions de microfinance s'agrandiront et finiront par pratiquer l'intermédiation traditionnelle, il faudra envisager de les réglementer et de les contrôler. La meilleure solution consisterait à tenir compte de la situation de chaque pays en évitant de détourner les rares ressources des organismes de contrôle qui sont consacrées à des institutions plus importantes pour le système ou d'accabler les établissements de microfinance par des exigences d'information et de conformité. Dans certains cas, une réglementation plus légère se justifierait, mais il ne faudrait pas qu'elle désavantage trop les institutions traditionnelles ni qu'elle crée des failles juridiques ou multiplie les possibilités d'arbitrage entre réglementations.

Pour relever ces défis, il faudra disposer des informations nécessaires. Or, si les lacunes dans ce domaine sont de plus en plus comblées par des ensembles de données indépendants dont la qualité et la couverture varient, la collecte systématique de l'information est compliquée par les désaccords sur les données nécessaires et par l'absence de définition précise des produits et services relevant de la microfinance. Une initiative menée actuellement par la Banque mondiale cherche à évaluer les ensembles de données existants et à élaborer une stratégie optimale pour combler ces lacunes. Mais la collecte des données est encore compliquée par le caractère inorganisé et dispersé des institutions de microfinance et elle risque de leur coûter trop cher.

En définitive, la solution de ces problèmes dépendra de l'évolution vers une microfinance solide et viable, et de l'expansion des services financiers. ■

Francisco Vázquez

FMI, Département des systèmes monétaires et financiers

Le texte intégral de l'étude intitulée *Microfinance: A View from the Fund*, sur laquelle est basé cet article, figure sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

La Fed restera-t-elle en bonnes mains?

Si le Système fédéral de réserve des États-Unis (la Fed) a si bien fonctionné ces vingt-cinq dernières années, le mérite en revient surtout à Paul Volcker et Alan Greenspan, les deux hommes qui ont dirigé l'institution pendant cette période. Le successeur de M. Greenspan pourra-t-il poursuivre dans cette voie? Selon trois livres récents, la réputation de la Fed et les changements institutionnels qu'elle a connus ces dernières années garantissent dans une large mesure son efficacité future.

Si la Fed avait «pris sa retraite» en 1978 à l'âge de 65 ans, sa carrière aurait été jugée médiocre dans le meilleur des cas. On lui reproche presque universellement d'avoir aggravé, voire causé, la crise du début des années 30 en freinant des quatre fers alors qu'elle aurait dû appuyer sur l'accélérateur. Ensuite, au moment où l'économie commençait à se relever, elle a presque provoqué un nouvel effondrement de l'économie en doublant les réserves obligatoires en 1936–37. Enfin, beaucoup plus tard, à la fin des années 70, elle a gravement failli en ne réussissant pas à maîtriser l'inflation aux États-Unis.

La bonne réputation dont jouit aujourd'hui la Fed malgré ces échecs est due en grande partie au fait que Paul Volcker a terrassé l'inflation au début des années 80. Les qualités personnelles de l'homme sont au centre du livre de Joseph Treaster, chroniqueur du *New York Times*, intitulé *Paul Volcker: The Making of a Financial Legend*.

L'inflation terrassée

Trouver la personne idoine pour vaincre l'inflation n'a pas été chose facile, rappelle M. Treaster. David Rockefeller avait déjà refusé. Il dira plus tard : «J'aurais été chargé de mettre en œuvre toute une série de mesures draconiennes pour tordre le cou à l'inflation... En tant que républicain riche et célèbre et, de surcroît, banquier, j'aurais eu toutes les peines du monde à défendre une politique monétaire stricte et à la faire accepter par un Congrès sceptique et un public en colère.»

Paul Volcker, qui était démocrate, était considérablement moins vulnérable et, compte tenu de son mode de vie austère déjà bien connu, il était peu probable qu'on lui reproche de mener grand train de vie tout en faisant souffrir les autres. Il aimait les cigares bon marché et les costumes en solde. Le jour où cet homme exceptionnellement grand a pris ses fonctions à la Banque fédérale de réserve de New York, il s'est aperçu que le bureau en acajou de ses prédécesseurs était beaucoup trop bas pour lui. Sa solution? Il a demandé à un menuisier de le rehausser sur des blocs de bois. Il a aussi remplacé la limousine officielle de la Fed de New York par une berline ordinaire.

En tant que Président de la Fed, M. Volcker a continué de mener davantage une vie d'étudiant que de prince puissant et influent, écrit M. Treaster. Il habitait un deux-pièces de la rue F parmi les étudiants, regardait les actualités sur une petite télévision noir-et-blanc et transportait son linge sale dans une valise pour le laver dans la machine de sa fille.

M. Volcker a aussi porté les taux d'intérêt à des niveaux records et les y a laissés jusqu'à ce qu'il ait eu raison de l'inflation pendant l'été 1982. C'est alors qu'il a déclaré dans un discours que «les forces qui peuvent pousser l'économie vers la reprise sont en place... Je pense que l'objectif devrait maintenant être de soutenir cette reprise». Il a fallu attendre qu'Alan Greenspan, alors dans le secteur privé, traduise en langage simple les paroles de Paul Volcker censées décrire la décision de la Fed : «Les conditions ont été relâchées», a dit M. Greenspan, qui a pris la succession de M. Volcker en 1987.

La vérité est bonne à entendre!

D'après Alan Blinder, auteur de *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, désigner M. Greenspan comme successeur de Volcker, c'est un peu comme remplacer un champion par un autre dans une équipe de football. Ce n'est pas quelque chose que l'on peut faire à chaque fois. Pourtant, M. Blinder, professeur de l'université de Princeton qui a été vice-président de la Fed au milieu des années 90, donne trois raisons qui font que, grâce aux changements institutionnels auxquels MM. Volcker et Greenspan ont présidé, la Fed continuera de faire du bon travail.

La première est la révolution de la transparence dans les banques centrales. Naguère, les responsables de banques centrales estimaient qu'il valait mieux garder secrets leurs raisonnements et ne diffuser que des déclarations circonspectes. M. Blinder observe que «en 1993 encore, la Fed ne rendait même pas publiques ses décisions de politique monétaire au moment où elle les prenait. Les marchés étaient donc obligés d'essayer de deviner ce qu'avait décidé le comité de l'open-market, ce qui donnait un net avantage aux observateurs professionnels de la Fed par rapport aux amateurs.» Il raconte ainsi que, quand il est devenu vice-président en juin 1994, l'attaché de presse de la Fed l'a mis au diapason en lui déclarant : «Nous ne parlons pas de l'économie.»

Dix ans plus tard seulement, l'avis général est que les responsables de banques centrales ne doivent rien cacher à la presse et au public. Une plus grande transparence améliore la qualité de la politique monétaire, estime M. Blinder. La banque centrale sait qu'elle doit expliquer entièrement et honnêtement aux élus et au peuple ce qu'elle fait et pourquoi elle le fait. Cela oblige les responsables à bien réfléchir à ce

qu'ils font et à le faire mieux et de façon plus cohérente.

M. Blinder est tout à fait favorable à cette évolution, mais il rappelle qu'il ne faut pas confondre transparence et voyeurisme. Aussi est-il contre la publication immédiate de la transcription verbatim des débats du comité de l'open-market, autorisée aujourd'hui au bout de cinq ans, car «cela nuirait à la franchise des discussions et au badinage, empêcherait les gens de se faire l'avocat du diable et, de manière générale, étoufferait le débat».

Qui commande?

Le deuxième changement institutionnel est que, malgré la domination de MM. Volcker et Greenspan, la collégialité règne de plus en plus à la Fed et dans les autres banques centrales. D'après M. Blinder, M. Greenspan dirige le comité de l'open-market «avec un gant de velours, et non une main de fer».

La collégialité présente plusieurs avantages. En permettant la synthèse de plusieurs points de vue, elle rend moins probable les avis disparates et les positions extrêmes. En outre, il n'est pas inutile de mener une réflexion collective lorsque l'incertitude règne quant à l'état de l'économie ou aux effets des décisions de politique monétaire.

Le troisième changement positif est que les banques centrales, qui naguère traitaient de haut les marchés et en étaient fières, leur montrent de plus en plus d'égards depuis quelques années. Selon M. Blinder, cette évolution est saine, car «les prix du marché résument de façon succincte la sagesse collective d'un grand nombre de personnes qui ont des croyances diverses et un accès inégal à l'information. Pour se croire constamment plus malin que les marchés, il faut être extrêmement prétentieux, ce qui n'est pas le cas des responsables de banques centrales modernes».

Changements de rôle

Ces changements institutionnels sont survenus alors que les banques centrales se voyaient accorder de plus en plus d'indépendance, c'est-à-dire de liberté par rapport au pouvoir politique. Ainsi, le président, mais aussi tous les membres du conseil de poli-

tique monétaire, peuvent prendre leurs décisions sur la base d'évaluations techniques de la situation économique, et non en fonction de leurs répercussions politiques probables. C'est l'un des thèmes centraux du livre de Laurence Meyer intitulé *A Term at the Fed: An Insider's View*. Relatant son passage au comité de l'open-market, l'auteur décrit la Fed comme «un havre, un endroit conçu délibérément pour vous isoler des turbulences politiques. Je ne parlerai donc pas beaucoup de politique dans ce livre.»

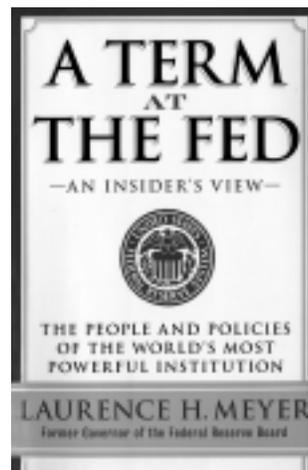
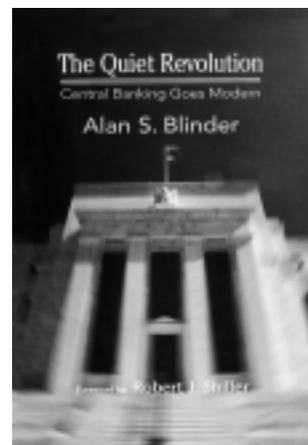
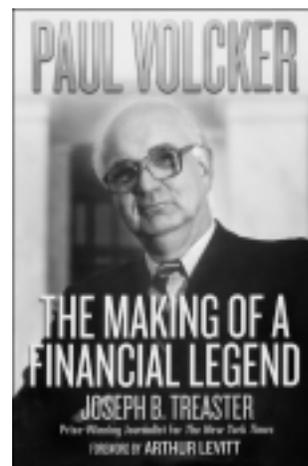
De fait, le seul aspect politique mentionné par M. Meyer concerne les changements de rôle au sein du comité de l'open-market : ceux qui passaient pour des «colombes» à cause de leurs tendances politiques étaient bien plus attachés à la rigueur monétaire que ceux qui étaient qualifiés de «faucons». Alors que la croissance était exceptionnellement vigoureuse au milieu des années 90, une divergence d'opinion est apparue au sein du comité de l'open-market sur les causes probables de cette vigueur et, partant, les mesures qu'elle appelait.

Pour M. Greenspan, nommé par un président républicain, elle était due aux gains de productivité et n'engendrerait donc pas d'inflation. Les membres démocrates, comme M. Meyer, suivant le raisonnement classique qui établit un lien entre croissance tirée par la demande et hausse de l'inflation, prônaient un relèvement des taux d'intérêt pour étouffer l'inflation dans l'œuf. M. Greenspan a réussi à rallier le comité à son point de vue et M. Meyer reconnaît de bonne grâce que les faits lui ont donné raison. Il avait vu juste.

On peut s'amuser à deviner qui sera le successeur d'Alan Greenspan, mais, quel qu'il soit, il est peu probable qu'il puisse ou veuille même revenir sur des changements tels que la composition bipartisane du comité, la communication claire avec le public et les égards envers les autres membres du comité et les marchés. Les réformes semblent donc bien établies et tout porte à croire que la Fed restera une institution forte et efficace. ■

Prakash Loungani

FMI, Département des relations extérieures





Le Royaume-Uni récolte les fruits des réformes et de ses politiques avisées

Ces dix dernières années, l'exécution rigoureuse des réformes structurelles, les améliorations apportées à la politique macroéconomique et le bon encadrement des actions menées ont permis au Royaume-Uni de connaître une croissance économique soutenue et plus vigoureuse que la plupart des autres grands pays industrialisés. L'économie fonctionne presque à pleine capacité et la croissance annuelle devrait rester voisine de 2½ %, selon la dernière analyse économique du FMI.

Soutenue par la croissance vigoureuse des salaires réels et des prix immobiliers, ainsi que par la solide rentabilité des entreprises, la demande intérieure reste le principal moteur de la croissance. Le chômage est tombé à son plus bas niveau depuis trente ans, la croissance des salaires nominaux est modérée et l'inflation reste faible. L'économie britannique a tiré grand profit des réformes structurelles des années 80, qui en ont sensiblement assoupli le fonctionnement, et l'adoption de règles claires et simples pour guider la politique macroéconomique, a déclaré Susan Schadler, Directrice adjointe du Département Europe du FMI et chef de mission au Royaume-Uni. L'ajustement budgétaire substantiel de la fin des années 90 et d'autres facteurs favorables, tels que l'amélioration des termes de l'échange et la montée des prix immobiliers, ont aussi joué un rôle.

Des incertitudes subsistent

L'économie est bien placée pour maintenir sa croissance à moyen terme, mais il subsiste des incertitudes et des problèmes issus des progrès économiques récents. Les risques les plus immédiats tiennent à des facteurs propres au Royaume-Uni, tels que la surévaluation — de l'avis général — des prix immobiliers, qui pourrait subir une correction brutale, et la pression des salaires dans

un contexte de chômage faible, mais aussi à des facteurs extérieurs, tels que la résorption éventuelle des déséquilibres commerciaux mondiaux, explique M^{me} Schadler. Le calme est revenu récemment sur le marché immobilier et les prix des logements devraient baisser modérément en 2005.

La position budgétaire s'est détériorée nettement ces cinq dernières années, en raison de la hausse des dépenses consacrées à l'amélioration des services publics et de la baisse des recettes après l'éclatement de la bulle boursière. Bien que le déficit global n'ait rien d'exceptionnel par rapport aux autres grands pays industrialisés et que la charge de la dette soit relativement faible, la persistance d'un déficit au niveau actuel pendant quelques années pourrait compromettre la crédibilité des règles budgétaires, note M^{me} Schadler. Le Trésor prévoit qu'un ralentissement de la croissance des dépenses et un rebond des recettes inverseront la tendance et assureront le respect des règles budgétaires aujourd'hui et à l'avenir. Tom Scholar, administrateur du FMI pour le Royaume-Uni, a déclaré au Conseil d'administration que la politique budgétaire actuelle restait compatible avec ces règles et qu'elle était indiquée au stade actuel du cycle économique.

Reste à savoir dans quelle mesure les recettes vont rebondir en l'absence de nouvelles mesures. Aussi, lors du débat au Conseil d'administration, un grand nombre d'administrateurs ont-ils jugé les projections des autorités quelque peu optimistes. Le Conseil a noté que les autorités étaient déterminées à agir en cas de besoin. Cependant, de nombreux administrateurs ont recommandé d'engager sans tarder un ajustement budgétaire modéré. Si un rééquilibrage graduel était engagé dès maintenant, alors que la situation économique est favorable, l'ajustement serait bien étalé dans le temps, a déclaré James Morsink, Chef de division au Département Europe. Le cadre de la politique budgétaire — qui repose sur une règle d'or (solde courant au moins en équilibre sur le cycle) et un plafond d'endettement — est l'un des plus solides parmi les pays industrialisés; il serait utile de le revoir et de réfléchir aux moyens de l'améliorer, lorsque le cycle actuel prendra fin.

Protection contre les risques

La politique monétaire doit pouvoir s'adapter rapidement à l'évolution des tensions inflationnistes — qu'elle ait un effet de freinage (en cas de forte baisse des prix immobiliers, par exemple) ou d'accélération (si les salaires commencent à monter), estime M. Morsink. La politique monétaire a été appropriée ces dernières années et elle est aujourd'hui en bonne position pour réagir aux chocs, conclut l'analyse. Le taux d'intérêt direc-

Royaume-Uni	2001	2002	2003	2004	2005	
				Projections		
		(variation en pourcentage)				
PIB réel	2,3	1,8	2,2	3,1	2,6	
Demande intérieure	2,9	2,9	2,5	3,8	2,9	
		(pourcentage)				
Taux de chômage	5,1	5,2	5,0	4,8	4,6	
		(pourcentage du PIB)				
Solde des admin. pub. ¹	0,0	-2,2	-3,2	-2,9	-3,1	
Solde du secteur public ¹	0,0	-2,4	-3,2	-3,0	-3,1	
Dette nette du secteur public ¹	31,0	32,3	33,7	35,4	37,1	

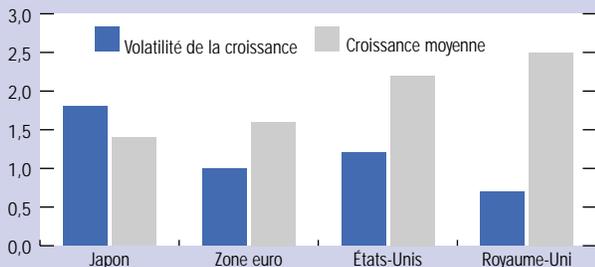
Sources : Office des statistiques nationales et Trésor du Royaume-Uni; estimations des services du FMI.

¹L'exercice budgétaire commence en avril. Ainsi, les données indiquées pour 2002 se rapportent à l'exercice 2002/03. Les données sur l'encours de la dette se rapportent à la fin de l'exercice.

Une croissance vigoureuse et durable

De 1995 à 2004, la croissance par habitant a été plus élevée et plus stable au Royaume-Uni que dans la plupart des autres pays industrialisés.

(pourcentage)



Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*.

teur se situe dans une fourchette neutre et, étant donné les incertitudes qui subsistent, le prochain ajustement des taux d'intérêt pourrait être aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Le Conseil d'administration et les services du FMI ont noté avec satisfaction que les autorités accordent plus d'attention aux projections d'inflation fondées sur les taux d'intérêt attendus par les marchés et que l'horizon des projections est passé de deux à trois ans.

Bien qu'ils soient moins graves au Royaume-Uni que dans la plupart des autres pays industrialisés, les problèmes posés par le vieillissement de la population y occupent une place de plus en plus importante dans le débat public. Selon un rapport intérimaire récent de la Commission des retraites, nombre de travailleurs n'épargnent pas assez pour leur retraite, environ la moitié des plus de 35 ans en âge de travailler disposent d'une épargne insuffisante pour compléter la retraite publique relativement faible. Si les services du FMI et les autorités britanniques sont d'accord sur certains aspects de la solution, notamment le relèvement de l'âge de la retraite, leurs vues diffèrent largement sur le rôle de l'État dans la promotion de l'épargne privée.

Le Conseil d'administration a noté avec satisfaction que l'écart de productivité s'était réduit entre le Royaume-Uni et la moyenne des autres grands pays industrialisés, et a encouragé l'évaluation systématique des efforts déployés par l'État pour accroître la productivité. Les autorités entendent aussi s'attaquer aux rigidités structurelles du marché immobilier. Les indicateurs de solidité financière restent très favorables. ■

Le rapport n° 05/80 intitulé "United Kingdom: 2004 Article IV Consultation" et le rapport n° 05/81 intitulé "United Kingdom Selected Issues" sont en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI (pour commander, voir instructions page 80) et figurent sur le site du FMI (www.imf.org).



Le Canada est en tête des pays du G-7 par son taux de croissance et sa position budgétaire

Cela fait près de 10 ans que le Canada est en tête des pays du Groupe des Sept (G-7) par son rythme de croissance économique et la solidité de ses finances publiques. Depuis 1995, la croissance du PIB réel y a été en moyenne de 3½ % par an (2½ % sur la base du revenu par habitant); le Canada a ainsi réduit l'écart par rapport aux États-Unis et reste largement au-dessus des autres pays du G-7. En outre, le pays a maintenu son budget en équilibre, ce qui l'a aidé à réduire son ratio d'endettement net de presque 35 points en pourcentage du PIB.

Comment expliquer ces résultats remarquables? Par deux choses : un cadre institutionnel solide, fondé sur le ciblage de l'inflation et la détermination du gouvernement de maintenir le budget au moins en équilibre, et la poursuite des réformes structurelles, notamment sur le plan de l'assurance-emploi, des réductions d'impôts et de la libéralisation du commerce.

L'avenir

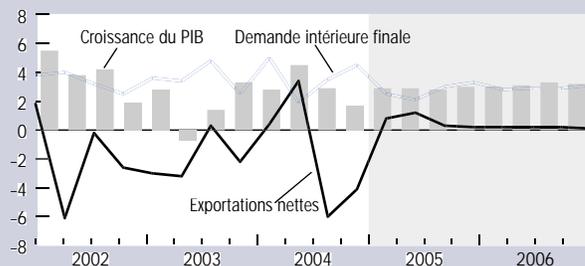
Les perspectives économiques demeurent favorables dans l'ensemble, mais des facteurs extérieurs font planer une in-

certitude non négligeable. Une série de chocs ont frappé l'économie en 2002 et 2003, en particulier une appréciation de près de 30 % de la monnaie vis-à-vis du dollar des États-Unis, l'apparition du SRAS, des incendies de forêts, une

Dynamisme à l'intérieur, manque de tonus à l'extérieur

La demande intérieure a été le pilier de l'expansion du Canada, sans grande contribution des exportations nettes.

(variation en pourcentage)



Note : Les parties ombrées indiquent des projections.
Sources : Statistique Canada et calculs des services du FMI.

panne d'électricité de grande ampleur et un cas de «vache folle». Pourtant, l'économie a retrouvé son tonus en 2004 et devrait continuer à se développer en 2005, grâce à la reprise de l'investissement, à l'augmentation des revenus personnels et aux bons résultats des entreprises. «Grâce à la solidité de son cadre macroéconomique et à la souplesse de son économie, le Canada est bien équipé pour réagir aux perturbations macroéconomiques», affirme Tamim Bayoumi, Directeur adjoint et chef de mission au Canada du Département Hémisphère occidental du FMI.

Économie ouverte dont les exportations sont concentrées sur le marché des États-Unis et contiennent une forte proportion de produits de base, le Canada demeure vulnérable aux chocs extérieurs. Ainsi, la poursuite de l'appréciation du dollar canadien, les incertitudes entourant la vigueur sous-jacente des exportations nettes et l'instabilité des prix des produits de base présentent certains risques.

En outre, à l'instar des autres pays industrialisés, le Canada doit faire face au vieillissement d'une proportion en forte augmentation de la population. Mais, estime M. Bayoumi, le Canada est déjà bien placé pour relever ces défis. Il devra pour cela continuer à faire preuve de prudence sur le plan budgétaire, procéder à des réformes fondamentales pour maîtriser le coût des soins de santé et mener des politiques structurelles pour accroître autant que possible la productivité. Des réformes additionnelles pourraient être engagées aussi pour alléger la pression fiscale, qui est relativement élevée, rehausser l'utilisation de la main-d'œuvre et éliminer les obstacles qui continuent d'entraver le commerce et la concurrence.

Marge de manœuvre

Le rebond de la croissance a raffermi l'activité économique au troisième trimestre de 2004; aussi la Banque du Canada a-t-elle commencé à retirer ses mesures de stimulation monétaire en septembre et octobre de l'année dernière. Depuis, elle n'a pas modifié les taux d'intérêt, en partie à cause des craintes suscitées par la nouvelle appréciation du dollar canadien ces derniers mois.

«La Banque du Canada a réussi de façon remarquable à garder l'inflation à l'intérieur de sa fourchette-objectif, ce qui a contribué à maintenir très basses les anticipations inflationnistes», explique M. Bayoumi. Compte tenu de l'absence de pressions salariales, des risques pesant sur les perspectives éco-

En tête du peloton

De 1995 à 2003, le Canada a enregistré la croissance la plus rapide et la position budgétaire la plus solide parmi les principaux pays industrialisés.

	PIB réel		PIB par habitant 2003 ¹	Administrations publiques (pourcentage du PIB)			
	Croissance	Croissance par habitant		Solde budgétaire		Dettes nettes	
				Moyenne	2003	Variation 1995-2003	2003
Allemagne	1,2	1,1	28,104	-2,5	-3,9	12,3	52,0
Canada	3,5	2,5	31,942	0,0	1,2	-34,5	34,8
États-Unis	3,3	2,1	38,031	-1,3	-4,7	-12,7	46,2
France	2,2	1,8	27,047	-3,0	-4,1	3,8	42,7
Italie	1,5	1,5	27,480	-3,4	-2,5	-11,6	93,6
Japon	1,2	1,0	28,278	-6,2	-8,0	54,9	79,4
Royaume-Uni	2,8	2,4	27,777	-1,2	-3,2	-3,8	33,5
Moyenne non pondérée, sans le Canada	2,0	1,6	29,453	-2,9	-4,4	7,2	57,9

¹En dollars EU aux taux de change réels de parité de pouvoir d'achat.

Sources : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*; OCDE, *Perspectives économiques*.

nomiques et de l'ancrage solide des anticipations inflationnistes, les autorités avaient encore une marge de manœuvre pour retirer avec prudence et pragmatisme les mesures de stimulation, dans le respect de l'objectif d'inflation.

L'amélioration des conditions économiques a aussi aidé le Canada à continuer de réduire le ratio dette/PIB. Grâce au dynamisme des recettes fiscales engendrées par le rebond de l'activité économique, l'excédent du budget fédéral pour 2003/04 a été nettement supérieur aux premières estimations. Les finances des gouvernements provinciaux se sont légèrement détériorées, mais les budgets sont restés proches de l'équilibre et la solidité des finances fédérales a permis aux administrations publiques de dégager un excédent substantiel.

Selon M. Bayoumi, le gouvernement canadien a entrepris un vaste réexamen des dépenses, qui devrait permettre de réaliser des économies considérables. En même temps, la marge de manœuvre budgétaire est limitée par les engagements pris récemment d'accroître les transferts fédéraux vers les provinces.

Pour se préparer aux contraintes budgétaires à long terme engendrées par le vieillissement de la population, en particulier à la hausse des dépenses de santé, il importera que le Canada atteigne son objectif consistant à ramener la dette fédérale à 25 % du PIB en dix ans. Le FMI estime que les efforts doivent être poursuivis pour garantir la viabilité et l'efficacité du système de santé, notamment par l'amélioration des incitations pour les fournisseurs de soins et les consommateurs. «Le Canada est l'un des rares pays à avoir un régime public de retraite par capitalisation, rappelle M. Bayoumi. Par conséquent, les pouvoirs publics devraient s'attacher à réformer le système de soins universel, dont les coûts ont fortement augmenté ces dernières années.» ■

Accords du FMI au 28 février

État membre	Date de l'accord	Date d'expiration	Montant approuvé	Solde non tiré
(millions de DTS)				
Accords de confirmation				
Argentine	20 sept. 2003	19 sept. 2006	8.981,00	4.810,00
Bolivie	2 avr. 2003	31 mars 2005	128,64	26,80
Brésil	6 sept. 2002	31 mars 2005	27.375,12	10.175,48
Bulgarie	6 août 2004	5 sept. 2006	100,00	100,00
Colombie	15 janv. 2003	14 avr. 2005	1.548,00	1.548,00
Croatie	4 août 2004	3 avr. 2006	97,00	97,00
Gabon	28 mai 2004	30 juin 2005	69,44	27,78
Paraguay	15 déc. 2003	30 sept. 2005	50,00	50,00
Pérou	9 juin 2004	16 août 2006	287,28	287,28
République Dominicaine	31 janv. 2005	31 mai 2007	437,80	385,26
Roumanie	7 juil. 2004	6 juil. 2006	250,00	250,00
Ukraine	29 mars 2004	28 mars 2005	411,60	411,60
Uruguay	1 ^{er} avr. 2002	31 mars 2005	1.988,50	0,00
Total			41.724,38	18.169,20
Accords élargis de crédit				
Serbie-et-Monténégro	14 mai 2002	13 mai 2005	650,00	187,50
Sri Lanka	18 avr. 2003	17 avr. 2006	144,40	123,73
Total			794,40	311,23
Accords FRPC				
Albanie	21 juin 2002	20 nov. 2005	28,00	8,00
Azerbaïdjan	6 juil. 2001	4 juil. 2005	67,58	12,87
Bangladesh	20 juin 2003	19 juin 2006	400,33	251,83
Burkina Faso	11 juin 2003	15 août 2006	24,08	17,20
Burundi	23 janv. 2004	22 janv. 2007	69,30	35,75
Cap-Vert	10 avr. 2002	31 juil. 2005	8,64	1,26
Congo, Rép. dém. du	12 juin 2002	11 juin 2005	580,00	53,23
Congo, Rép. du	6 déc. 2004	5 déc. 2007	54,99	47,13
Côte d'Ivoire	29 mars 2002	28 mars 2005	292,68	234,14
Dominique	29 déc. 2003	28 déc. 2006	7,69	4,71
Gambie	18 juil. 2002	17 juil. 2005	20,22	17,33
Géorgie	4 juin 2004	3 juin 2007	98,00	70,00
Ghana	9 mai 2003	8 mai 2006	184,50	105,45
Guyana	20 sept. 2002	12 sept. 2006	54,55	27,79
Honduras	27 févr. 2004	26 févr. 2007	71,20	50,86
Kenya	21 nov. 2003	20 nov. 2006	225,00	150,00
Madagascar	1 ^{er} mars 2001	1 ^{er} mars 2005	91,65	11,35
Mali	23 juin 2004	22 juin 2007	9,33	8,00
Mongolie	28 sept. 2001	31 juil. 2005	28,49	16,28
Mozambique	6 juil. 2004	5 juil. 2007	11,36	8,12
Népal	19 nov. 2003	18 nov. 2006	49,91	35,65
Nicaragua	13 déc. 2002	12 déc. 2005	97,50	41,78
Ouganda	13 sept. 2002	12 sept. 2005	13,50	6,00
République dém. pop. lao	25 avr. 2001	24 avr. 2005	31,70	13,58
République kirghize	6 déc. 2001	14 mars 2005	73,40	9,56
Rwanda	12 août 2002	11 août 2005	4,00	1,71
Sénégal	28 avr. 2003	27 avr. 2006	24,27	17,33
Sierra Leone	26 sept. 2001	25 juin 2005	130,84	14,00
Sri Lanka	18 avr. 2003	17 avr. 2006	269,00	230,61
Tadjikistan	11 déc. 2002	10 déc. 2005	65,00	29,40
Tanzanie	16 août 2003	15 août 2006	19,60	11,20
Tchad	16 févr. 2005	15 févr. 2008	25,20	21,00
Zambie	16 juin 2004	15 juin 2007	220,10	55,02
Total			3.358,18	1.616,91

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

Les chiffres étant arrondis, les totaux ne correspondent pas nécessairement à la somme des composantes.

Source : Département financier du FMI.

Premières évaluations des centres financiers offshore

Les centres financiers offshore, par lesquels transitent aujourd'hui une part considérable des flux financiers mondiaux, sont en général plus respectueux des normes et codes internationaux que beaucoup de pays; en outre, leurs organes de contrôle sont plus coopératifs et ouverts au partage d'informations, ce qui s'explique par les revenus supérieurs à la moyenne de ces centres. Selon un rapport des services du FMI concernant la première phase du programme d'évaluation de ces centres par l'institution, 41 des 44 juridictions contactées ont été évaluées et ont publié leurs rapports.

Ces évaluations, dont le but est de renforcer la stabilité financière mondiale grâce à la détection rapide des problèmes de contrôle et de réglementation, mesurent le respect des normes internationales dans les domaines bancaire, de l'assurance et des valeurs mobilières, et font le point des politiques, des lois et des moyens nécessaires pour prévenir le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Selon le rapport du FMI, des progrès ont été enregistrés dans les domaines prioritaires définis par le Conseil d'administration : suivi périodique, amélioration de la transparence, développement de l'assistance technique, et collaboration accrue entre les

organismes qui fixent les normes et les organes de contrôle nationaux et extraterritoriaux.

Cela dit, des points faibles demeurent dans plusieurs domaines, notamment la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, la coopération transfrontalière, qui gagnerait à être plus efficace, et l'échange d'informations entre juridictions, voire entre organismes nationaux. Le Forum sur la stabilité financière, qui a encouragé en 2000 les centres financiers offshore à respecter les normes et codes internationaux, et qui a demandé au FMI de procéder à une première évaluation, a salué la conclusion de cette première phase.

Le Forum a aussi insisté sur la nécessité que les centres financiers offshore suivent l'évolution des normes internationales et remédient aux insuffisances constatées lors des évaluations. Il a donné son appui à un suivi par le FMI et a encouragé celui-ci à donner la priorité aux «faiblesses qui ont une importance systémique sur le plan international». Enfin, il a invité le FMI à s'assurer la coopération des divers organismes qui fixent les normes internationales et des autorités nationales pour détecter les problèmes particuliers ainsi que pour définir ses priorités et réaliser les évaluations futures. ■

Le respect des normes internationales a été évalué dans 41 centres financiers

Norme(s) évaluée(s) ^{1, 2}	Juridictions ³
PFB	Costa Rica, Chypre, Panama
PFB, PBI	Aruba, RAS de Macao
PFB, PBI, RVM	Gibraltar
PFB, PBI, RVM, GAFI	Barbade, Luxembourg, Suisse
PFB, GAFI	Anguilla, Antigua-et-Barbuda, Îles Cook, Dominique ⁴ , Grenade ⁴ , Andorre, Îles Marshall, Maurice, Montserrat, Palau, Samoa, Saint-Kitts-et-Nevis ⁴ , Sainte-Lucie ⁴ , Saint-Vincent-et-les Grenadines, Seychelles
PFB, RVM, GAFI	Bahamas; Monaco (PFB partiel)
PFB, PBI, GAFI	Belize, Îles Vierges britanniques, Antilles néerlandaises, Îles Turques et Caïques, Vanuatu
PFB, PBI, RVM, GAFI	Bermudes, Îles Caimans, Guernesey, RAS de Hong Kong, Île de Man, Jersey, Liechtenstein, Malaisie (Labuan), Malte, Singapour
Assistance technique	Nauru, ⁵ Niue ⁵
Propositions d'évaluations futures	Brunéi, Botswana, Dubai (É.A.U.), Saint-Marin, Uruguay

¹PFB = principes fondamentaux de Bâle pour un contrôle bancaire efficace; PBI = principes de base de l'IAIS; RVM = objectifs et principes de la réglementation des valeurs mobilières de l'OICV; et GAFI = Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux. Les évaluations du module 2 portent sur le respect des normes PFB, GAFI et, si les secteurs sont significatifs, PBI et RVM.

²Dans plusieurs juridictions, le respect de la norme (GAFI) concernant le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme a été évalué sur la base du projet de méthodologie disponible au moment de la mission d'évaluation.

³En Irlande et au Liban, les évaluations ont été réalisées dans le cadre du programme pilote d'évaluation du secteur financier (PESF). Les rapports établis à cette occasion n'ont pas été publiés par le FMI. À Bahrein, le respect de la norme PFB a été évalué avant le début du programme.

⁴Seule la surveillance du système bancaire national a été évaluée dans le cadre du PESF de l'Union monétaire des Caraïbes orientales. Les activités extraterritoriales n'étaient pas assez significatives pour justifier une évaluation, mais les juridictions concernées ont été invitées à participer à l'initiative de diffusion de l'information et de suivi pour faciliter la surveillance externe.

⁵Les activités de ces juridictions étant limitées, celles-ci ne font pas l'objet d'une évaluation, mais reçoivent une assistance technique. Source : FMI, *Offshore Financial Centers — the Assessment Program — a Progress Report*.



Laura Wallace
Rédactrice en chef
Sheila Meehan
Rédactrice principale

Christine Ebrahim-zadeh
Directrice de production
Camilla Andersen
Jacqueline Irving
Conny Lotze
Rédactrices
Maureen Burke
Lijun Li
Kelley McCollum
Assistantes de rédaction

Julio Prego
Graphiste

Graham Hacche
Conseiller principal
Prakash Loungani
Rédacteur associé

Édition française
Division française
Services linguistiques

Yannick Chevalier-Delanoue
Traduction
Anne Rousseau
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 IS7-1100, IMF, Washington, DC 20431 (U.S.A.) Téléphone : (202) 623-8585; ou par messagerie électronique à imfsurvey@imf.org.

Abonnement annuel : 79 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Demandes d'abonnement au *Bulletin du FMI* ou aux autres publications du FMI : Publication Services, Box X2005, 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.