

## DANS CE NUMÉRO

- 154 Calendrier
- 154 Boussole
- 155 Actualité
  - Rapport du BIE sur la libéralisation du compte de capital
  - Colombie
  - Voyage de M. de Rato au Niger
- 159 Forum
  - Conférence sur le coton
  - Financement structuré
- 162 Études
  - Coût des réserves
- 164 Gros plan
  - Nouvelle-Zélande
- 166 Politiques
  - Qualité des investissements publics
- 167 Prêts du FMI
  - PPTÉ : allègement de la dette
- 168 Forum
  - Allocution de Nelson Mandela

## ACTUALITÉ : Rapport du BIE sur le compte de capital

Ces dernières années, les effets déstabilisateurs des mouvements de capitaux internationaux ont focalisé l'attention sur le rôle du FMI dans la libéralisation du compte de capital, d'autant plus que l'institution n'a aucun mandat formel en la matière. Dans un nouveau rapport, le Bureau indépendant d'évaluation (BIE) du FMI explique que celui-ci aurait intérêt à clarifier sa position en ce qui concerne l'ouverture du compte de capital. Shinji Takagi, chef de l'équipe d'évaluation du BIE, commente les conclusions du rapport.



Michael Spilkerov/FMI

155

## FORUM : La crise du coton africain

En Afrique occidentale et centrale, des millions de petits exploitants produisent du coton destiné à l'exportation. Principale source de revenu pour de nombreux ménages, les recettes du coton ouvrent aussi l'accès aux services de santé et d'éducation. Face à l'importance primordiale de ce secteur et à l'effondrement des cours du coton depuis un an, le gouvernement du Bénin a organisé une conférence à haut niveau pour réfléchir aux moyens de sortir de la crise.



Stephen Jaffer/FMI

159

## GROS PLAN : L'immigration en Nouvelle-Zélande

Les très bons résultats économiques de la Nouvelle-Zélande sont dus en partie à l'arrivée d'un grand nombre d'immigrants depuis quelques années. Contrairement à ce qui s'est passé dans d'autres pays d'immigration traditionnels, les flux migratoires à destination et en provenance de la Nouvelle-Zélande ont été très irréguliers, ce qui a influé sur la demande intérieure et sur l'emploi. Si, en principe, l'arrivée d'immigrants fait augmenter la demande intérieure, ses effets sur le chômage varient en fonction du pays d'origine des immigrants ainsi que de leur niveau d'instruction et de leurs qualifications.

164

## FORUM : Plaidoyer de Nelson Mandela pour l'Afrique

S'exprimant récemment à la Brookings Institution, à Washington, Nelson Mandela a exhorté les pays riches à contribuer davantage au développement de l'Afrique en lui accordant beaucoup plus d'aide, à des conditions plus souples et conformes aux priorités définies par les Africains eux-mêmes. À moins d'un mois du prochain sommet du G-8, qui se penchera sur la réduction de la pauvreté en Afrique, les remarques de M. Mandela sont particulièrement d'actualité.



Henrik Gschwindt De Geyer/FMI

168

## JUIN

**5-7** Assemblée générale de l'Organisation des États américains, Fort Lauderdale, États-Unis

**7-9** FMI-Bureau du Procureur général ukrainien : Atelier sur la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, Kiev

**5-10** Visite de la Première Directrice générale adjointe du FMI, Anne Krueger, à Madagascar et en Afrique du Sud

**6** OCDE-Banque africaine de développement : Cinquième Forum international sur les perspectives africaines, Paris

**8** Symposium FMI-Deutsche Bundesbank : «Le FMI dans un monde en mutation», Francfort

**10-11** Réunion des ministres des finances du Groupe des Sept, Londres

**12-14** Tidewater, réunion annuelle sur le développement, avec la participation de l'OCDE, Stockholm

**15-16** Conférence FMI-Institut régional de Singapour : «La gestion des risques budgétaires en Asie», Singapour

**20** Sommet annuel EU-UE, Washington

**29-1<sup>er</sup> juillet** Séance de fond de l'ECOSOC, Débat de haut niveau, New York

## JUILLET

**1<sup>er</sup>-5** Conférence internationale sur le sida en Asie et dans le Pacifique, Kobe, Japon

**4-8** Atelier du FMI sur la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, Dalian, Chine

**6-8** Sommet du G-8, Gleneagles Hotel, Gleneagles, Écosse

**13-14** Séminaire du FMI à l'intention des législateurs sur la TVA et son administration, RDP lao

## AOÛT

**22-26** Séminaire FMI-Institut régional de Singapour : «Les droits des créanciers dans les pays émergents», Singapour

## SEPTEMBRE

**6-7** Séminaire à haut niveau du FMI : «La stabilité financière : défis pour les banques centrales

et les autorités de surveillance», Washington

**8** Forum économique du FMI : «La conditionnalité du FMI : un peu, beaucoup, pas du tout?», Washington

**14-16** Réunion plénière de haut niveau de l'Assemblée générale de l'ONU sur les suites données à la Déclaration du Millénaire, New York

**24-25** Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, Washington

### Conseil d'administration

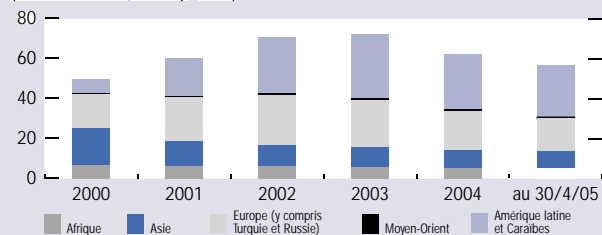
On trouvera un calendrier à jour des réunions du Conseil d'administration du FMI à <http://www.imf.org/external/np/sec/bc/eng/index.asp>.

# Boussole

## Données financières du FMI

### Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(milliards de DTS; fin de période)



### Ressources disponibles du FMI

(capacité d'engagement à un an; milliards de DTS)



### 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

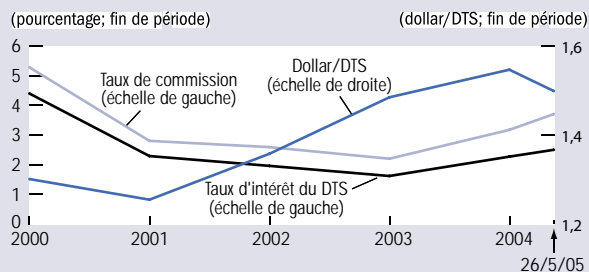
### Taux des principales monnaies en DTS

(fin de période)

|                | Mai 2005 | Il y a un an |
|----------------|----------|--------------|
| Euro           | 1,196    | 1,199        |
| Dollar EU      | 1,475    | 1,469        |
| Livre sterling | 0,811    | 0,801        |
| Yen            | 159,412  | 162,305      |

### 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.

## Ouverture du compte de capital : le FMI doit clarifier sa position

**D**epuis quelques années, la libéralisation du compte de capital suscite à nouveau d'intenses débats. Selon certains, l'instabilité financière et la détresse économique qu'ont connues de nombreux pays émergents vers la fin des années 90 tiennent en partie à la libéralisation trop rapide du compte de capital. Le FMI, auquel ses Statuts ne confient aucune mission explicite dans ce domaine, est au cœur de la controverse, car il lui est parfois reproché d'avoir encouragé les pays membres à libéraliser trop tôt leur compte de capital. Le 24 mai, le Bureau indépendant d'évaluation (BIE) du FMI a présenté son rapport sur l'approche de l'institution en la matière. Christine Ebrahim-zadeh s'entretient avec Shinji Takagi, conseiller du BIE et chef de l'équipe qui a rédigé le rapport, lequel s'appuie sur l'examen d'un échantillon de pays émergents entre 1990 et 2004.

**BULLETIN :** Aux termes de ses Statuts, le FMI doit promouvoir la libéralisation du compte courant, mais il n'a aucun mandat explicite en ce qui concerne la libéralisation du compte de capital. Quelles ont été les conséquences de cette absence de mandat explicite, voire de position officielle du FMI, dans ce domaine?

**M. TAKAGI :** La libéralisation du compte de capital est une question importante sur laquelle le FMI n'a pas de position officielle. Par conséquent, ses conseils en la matière n'ont pas toujours été très cohérents d'un pays à l'autre. Par exemple, il a encouragé la Russie à ouvrir le marché des obligations publiques pour aider le gouvernement à financer son déficit par l'emprunt extérieur. En même temps, il disait à l'Inde de ne pas le faire. Les services du FMI répondent que cette incohérence apparente n'est que le reflet de l'adaptation des conseils de l'institution à la situation particulière de chaque pays, ce dont nous sommes bien conscients. Nous saluons même cette capacité d'adapter les conseils de l'institution. Pourtant, sans position officielle du FMI, une certaine incohérence est inévitable.

**BULLETIN :** Il y a eu plusieurs initiatives tendant à modifier les Statuts, mais elles n'ont pas abouti. D'où venait l'opposition?

**M. TAKAGI :** Notre évaluation n'aborde pas ce point, mais je peux vous donner mon opinion personnelle. Cette opposition tient à plusieurs facteurs. Premièrement, certains pays en développement ne veulent pas être obligés, par les Statuts du FMI, à libéraliser leur compte de capital. Deuxièmement, certains observateurs estiment que la mission du FMI doit rester cantonnée aux paiements et transferts afférents aux transactions internationales, et ne pas être étendue à ces transactions elles-mêmes. Dans le cas des transactions du compte de capital, il est souvent impossible de faire cette distinction, et d'aucuns craignent que, si l'on élargit le mandat du FMI au compte de capital, cela lui donnera trop de pouvoir. Troisièmement, une



M. Takagi : «L'absence de position officielle du FMI sur la libéralisation du compte de capital a engendré une certaine incohérence de ses conseils.»

certaine réglementation officielle des transactions du compte de capital est certes nécessaire, mais on peut se demander que le FMI est la bonne institution, et des fonctionnaires internationaux les bons agents, pour s'en charger. Quatrièmement, certains trouvent que, même sans mandat explicite dans ce domaine, le FMI a bien réussi à adapter ses procédures pour traiter les questions touchant au compte de capital, notamment à sa libéralisation. Vous le savez, notre rapport conteste ce dernier point. L'absence de position officielle du FMI a engendré une certaine incohérence de ses conseils.

**BULLETIN :** À la suite de la crise asiatique, le FMI a acquis la réputation d'encourager ardemment la libéralisation du compte de capital sans tenir assez compte des risques qu'elle comporte. Cette réputation est-elle méritée?

**M. TAKAGI :** Notre évaluation établit que le FMI n'a pas forcé les pays d'Asie de l'Est à libéraliser leur compte de capital. Reprocher au FMI d'avoir en quelque sorte encouragé ces pays à ouvrir leur compte de capital et, ce faisant, a ouvert la voie aux crises qui se sont ensuivies, est totalement infondé, même si l'on peut légitimement se demander si le FMI les a suffisamment avertis des risques inhérents à leur stratégie d'ouverture du compte de capital.

**BULLETIN :** Quelle a été la position du FMI à l'égard du contrôle des mouvements de capitaux à titre temporaire pour faire face à leur afflux massif?

**M. TAKAGI :** Dans notre rapport, nous montrons que le FMI n'a pas toujours été cohérent en la matière. Comme il n'avait pas de position explicite sur la libéralisation du compte du capital, celle-ci variait en fonction du point de vue des fonctionnaires

responsables. Cela dit, avec le temps, la position de l'institution s'est considérablement assouplie à cet égard, en partie sous l'influence des études empiriques qui ont été réalisées, par exemple sur l'imposition de contrôles temporaires par le Chili et la Malaisie.

**BULLETIN :** *Les instruments et les procédures du FMI peuvent-ils être améliorés pour mieux tenir compte des aspects touchant au compte de capital? Quelles sont les implications de vos recommandations à cet égard?*

**M. TAKAGI :** Il faut que le FMI ait une politique plus claire en ce qui concerne ce que ses fonctionnaires peuvent faire dans le cadre de la surveillance. Le FMI est chargé de surveiller la politique de change de ses membres. À ce titre, il lui incombe déjà de surveiller les politiques qui ont trait au compte de capital. Mais c'est une responsabilité dérivée. Faute d'une orientation clairement définie, les fonctionnaires du FMI ont du mal à savoir avec certitude ce qu'ils peuvent et ne peuvent pas faire.

Les services du FMI appuient notre première recommandation, qui est d'arrêter une position officielle du FMI sur les questions touchant au compte de capital. Mais le Conseil d'administration n'a pas pu parvenir à un consensus sur cette

recommandation. Cependant, je crois qu'il a compris que les services du FMI avaient besoin d'être guidés dans ce domaine. Au minimum, le Conseil pourrait s'entendre sur son désaccord; autrement dit, il pourrait déclarer qu'il n'y a pas de consensus au sein du Conseil et que le FMI n'a pas de position officielle sur la libéralisation du compte de capital. Il pourrait même dire que les fonctionnaires sont libres de décider eux-mêmes des conseils à donner aux pays membres.

J'ai été un peu déçu que le Conseil ait consacré tellement de temps à nos deux recommandations générales. Lorsqu'il entame une évaluation, le BIE poursuit toujours un double objectif : accroître la transparence et tirer des leçons utiles pour le FMI. Je crois que, en l'occurrence, nous avons mieux atteint le premier objectif, car nous avons rectifié, exemples à l'appui, plusieurs idées fausses sur le rôle du FMI dans la libéralisation du compte de capital. Cela dit, la réaction du Conseil est compréhensible dans la mesure où ce sont nos recommandations, et non les conclusions de l'évaluation, qui peuvent influencer sur l'institution.

**BULLETIN :** *Le FMI a adopté une approche dite «intégrée» de la libéralisation du compte de capital, en vertu de laquelle cette*

## Principales conclusions et recommandations du BIE

### Principales conclusions

Le FMI a encouragé les pays désireux de libéraliser leur compte de capital, en particulier avant la crise en Asie de l'Est. Cependant, il ne les a pas forcés à aller plus vite qu'ils ne le souhaitaient. Il a attiré leur attention sur les risques inhérents à l'ouverture du compte de capital et sur la nécessité de mettre d'abord en place un système financier solide, mais il n'a pas assez insisté sur ces risques avant la seconde moitié des années 90.

Dans le cadre de sa surveillance multilatérale, le FMI a souligné les avantages pour les pays en développement d'un plus grand accès aux flux de capitaux internationaux, mais il n'a pas assez tenu compte des risques inhérents à la volatilité de ces derniers. Ses conseils étaient destinés surtout aux pays émergents bénéficiaires des flux de capitaux, et il n'a pas cherché à voir comment les pays d'origine pourraient réduire la volatilité de ces flux du côté de l'offre. Ces dernières années, le FMI a affiné son analyse de cet aspect, mais il continue de s'occuper davantage des pays bénéficiaires.

Les conseils fournis par le FMI aux différents pays en ce qui concerne le compte de capital semblent avoir parfois manqué de cohérence. Il va de soi que le FMI doit adapter ses conseils à la situation particulière de chaque pays; l'uniformité n'est donc pas le seul critère à prendre en compte pour en apprécier la qualité. Cependant, le lien entre les conseils donnés et l'évaluation de l'environnement macro-économique et institutionnel global n'apparaît pas toujours clairement dans les documents relatifs aux différents pays.

L'absence de position officielle du FMI sur la libéralisation du compte de capital a laissé aux fonctionnaires toute latitude pour traiter la situation de chaque pays selon leur propre appréciation professionnelle et intellectuelle. Ces dernières années, toutefois, l'approche du FMI à l'égard des questions touchant au compte de capital a gagné en cohérence et en clarté. Mais cette nouvelle orientation n'a pas encore été adoptée officiellement.

### Recommandations

**Le FMI doit clarifier son approche à l'égard des questions touchant aux comptes de capital.** Par souci de cohérence, il conviendrait que :

- la place des questions touchant au compte de capital dans la surveillance exercée par le FMI soit clarifiée;
- les conseils du FMI concernant le compte de capital soient affinés, sur la base d'une analyse solide de la situation particulière de chaque pays et des risques qui lui sont propres;
- le Conseil d'administration dégage les éléments communs d'un accord sur la libéralisation du compte de capital.

**Dans ses analyses et dans l'exercice de sa surveillance, le FMI devrait accorder une plus grande attention aux éléments qui, du côté de l'offre, déterminent les flux de capitaux internationaux et aux moyens de réduire la volatilité de ces derniers.**



libéralisation s'inscrit dans un vaste ensemble de réformes, qui portent notamment sur le cadre de la politique macro-économique, le système financier intérieur et les règles prudentielles. Cette approche est-elle facile à appliquer, compte tenu du fait qu'elle semble accorder la même importance à tous les liens potentiels entre ces réformes sans définir de critères clairs pour hiérarchiser les risques?

**M. TAKAGI :** Dans le passé, le FMI suivait une approche *ad hoc* en fonction de chaque cas. L'approche intégrée, qui s'est mise en place ces cinq ou six dernières années, résulte d'une sorte de consensus fondé sur la connaissance des faits. Avec cette approche, la pendule a basculé vers l'autre extrême : si le FMI a jamais encouragé la libéralisation du compte de capital, il a aujourd'hui adopté une position tout à fait opposée. Il s'efforce de tenir compte de tous les risques possibles. De l'avis du BIE, cette approche couvre des éléments qui ne sont pas tous fondamentaux pour la libéralisation du compte de capital. Il faudrait distinguer entre ce qui est absolument nécessaire et ce qui peut attendre. Les conseils du FMI dans ce domaine doivent être plus pratiques en aidant à définir les priorités.

**BULLETIN :** Tous les pays industrialisés ont opté depuis au moins vingt ans pour la libéralisation du compte de capital et aucun d'entre eux, ni les autres pays qui leur ont emboîté le pas, ne semble vouloir rebrousser chemin. Faut-il en conclure que ce processus est en fait irréversible, que les pays seront de plus en plus nombreux à ouvrir leur compte de capital et qu'ils en seront satisfaits?

**M. TAKAGI :** Je pense que oui, même si l'on peut s'attendre à ce que certains pays libéralisent, puis réimposent temporairement des sauvegardes pour faire face à une situation particulière. Mais, compte tenu des progrès de l'intégration économique, le contrôle des mouvements de capitaux deviendra inévitablement moins efficace. De plus en plus, il comportera des coûts administratifs démesurés par rapport aux avantages qu'il procure. La diffusion des valeurs démocratiques favorisera la libéralisation du compte de capital : à une plus grande liberté politique devra répondre une plus grande liberté économique. Le contrôle des mouvements de capitaux va à l'encontre de la volonté des citoyens de prêter et d'emprunter où ils veulent. Mais cette liberté s'accompagnera de nouveaux risques. ■

Le texte intégral de «IEO Report on the Evaluation of the IMF's Approach to Capital Account Liberalization», ainsi que la réponse de la direction et des services du FMI, et le résumé des discussions du Conseil d'administration sur ce rapport figurent sur le site Internet du BIE ([www.imf.org/ieo](http://www.imf.org/ieo)).

## Réponse des services du FMI

Dans l'ensemble, les services du FMI souscrivent aux conclusions du BIE concernant les conseils donnés par le FMI à ses pays membres au sujet du compte de capital. Cependant, ils estiment que le rapport ne tient pas assez compte du rôle des forces extérieures dans la libéralisation du compte de capital. En outre, s'ils considèrent que l'échantillon de pays choisi par le BIE est assez représentatif, ils trouvent qu'il aurait été préférable d'accorder plus d'attention aux différences entre ces pays. Dans le même ordre d'idée, l'impression que, parfois, les conseils du FMI en matière de libéralisation du compte de capital manquent de cohérence d'un pays à l'autre mériterait d'être nuancée.

Pour ce qui est des deux principales recommandations, les services du FMI notent que le FMI en tient déjà compte dans son programme de travail ou envisage de le faire. Ils approuvent la recommandation n° 1 (clarification de l'approche du FMI et conseils plus élaborés en ce qui concerne le compte de capital), mais ils font observer que, comme le Conseil, ils accordent une place de plus en plus importante à l'évolution et aux facteurs de vulnérabilité du compte de capital dans les travaux du FMI tendant à promouvoir la stabilité, et que la clarification du contenu de la surveillance, qui vise à étendre celle-ci aux questions touchant au compte de capital, a déjà commencé. Certes, il serait utile que les services du FMI disposent de principes généraux clairs auxquels se référer lorsqu'ils fournissent des conseils aux pays. Mais il n'y a pas de «bonne» approche qui serait universelle.

Les services du FMI soulignent que, pour affiner ses conseils concernant le compte de capital, le FMI doit s'appuyer sur une analyse solide de la situation particulière de chaque pays et de ses risques propres. Cependant, l'idée émise par le BIE que le FMI fournisse une mesure quantitative des avantages, des coûts et des risques liés à différents rythmes de libéralisation sera sans doute difficile à mettre en pratique, compte tenu des divergences d'opinions sur le plan théorique et des données empiriques contradictoires dont on dispose sur le sujet, ainsi que de la complexité à la fois politique et économique qui caractérise tout ce qui touche au compte de capital.

Pour l'essentiel, les services du FMI souscrivent à la recommandation n° 2 (accorder une plus grande attention, du côté de l'offre, aux éléments qui déterminent les flux de capitaux internationaux et aux moyens de réduire la volatilité de ces derniers), mais, vu le grand nombre d'études déjà réalisées (ou en cours), ils voient mal à quelles autres mesures spécifiques le BIE fait allusion. Les initiatives en cours étant tellement nombreuses, ils sont surpris par la conclusion du rapport selon laquelle le FMI ne s'intéresse guère aux risques afférents à l'offre. Les services du FMI soulignent qu'une coordination plus poussée au niveau international favoriserait une meilleure prise en compte de ces questions par les décideurs des pays avancés.

## Colombie : la stratégie économique porte ses fruits, mais des défis demeurent

Après s'être lentement remise de la crise de 1999 — la pire en trente ans —, la Colombie a connu en 2003–04 un net rebond de la croissance économique, marqué par la baisse de l'inflation, du chômage et de la dette publique en proportion du PIB, indique le FMI dans son évaluation annuelle de l'économie. La position de la balance des paiements s'est améliorée, à la faveur du dynamisme des exportations, et la confiance dans l'économie s'est renforcée, comme en témoignent l'augmentation des entrées de capitaux, l'appréciation du peso et la baisse de la prime de risque-pays. Le Conseil d'administration du FMI salue les politiques macroéconomiques solides et les réformes structurelles de ces dernières années, mais il note que le chômage, la pauvreté et la dette publique restent élevés.

Les autorités sont déterminées à rééquilibrer les finances publiques et à poursuivre les réformes structurelles pour consolider la croissance et faire baisser encore l'inflation et le ratio dette

| Colombie                            | 2001                       | 2002 | 2003 | 2004<br>Chiffres<br>prélim. | 2005<br>Projections |
|-------------------------------------|----------------------------|------|------|-----------------------------|---------------------|
|                                     | (variation en pourcentage) |      |      |                             |                     |
| PIB réel                            | 1,5                        | 1,9  | 4,0  | 4,0                         | 4,0                 |
| IPC (fin de période)                | 7,6                        | 7,0  | 6,5  | 5,5                         | 5,0                 |
|                                     | (pourcentage du PIB)       |      |      |                             |                     |
| Solde des transactions<br>courantes | -1,4                       | -1,7 | -1,5 | -1,0                        | -2,8                |
| Dette publique                      | 51,8                       | 60,2 | 56,0 | 52,9                        | 50,4                |

Source : rapport des services du FMI, avril 2005.

publique/PIB. Le Conseil estime que le principal défi consistera à maintenir le rythme des réformes budgétaires et ajoute que, à cet égard, la révision du code budgétaire et la réforme des retraites actuellement devant le Congrès seront primordiales.

Le Conseil approuve l'objectif consistant à rendre le système fiscal plus efficace tout en élargissant la base d'imposition et en améliorant l'administration de l'impôt. Il recommande une plus grande coordination budgétaire entre les différents niveaux de l'administration et la rationalisation des dépenses courantes pour permettre des dépenses d'équipement plus productives. Il appuie les efforts de la Colombie qui tendent à ce que les dépenses sociales profitent davantage aux pauvres, et il préconise une réforme supplémentaire des retraites ainsi que la déréglementation progressive des prix intérieurs de l'essence et du gazole. Le Conseil encourage les autorités à continuer d'améliorer la gestion de la dette, notamment en ayant davantage recours à l'emprunt en monnaie nationale.

La politique monétaire a été prudente et le régime de change souple a bien servi les intérêts de la Colombie. Le Conseil estime que la restructuration financière opérée par le gouvernement a permis de renforcer le système financier depuis 1999, et ajoute que les autorités devraient continuer à réduire le rôle du secteur public dans le système bancaire. ■

Pour de plus amples informations, voir la note d'information au public n° 05/62 sur le site du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## M. de Rato visite le «Projet d'élevage laitier pour les femmes» au Niger

Lors du voyage récent qu'il a effectué dans quatre pays d'Afrique pour s'entretenir avec les dirigeants politiques et financiers, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, a



Stephen Jaffe/FMI

aussi rencontré des organisations de la société civile et, dans un cas en particulier, la rencontre a été assez inhabituelle. Dans un village de la banlieue de Niamey, au Niger, il a visité le Projet d'élevage laitier pour les femmes, une ONG de femmes qui élèvent des vaches à lait.

Entourés d'enfants bouche bée, les dirigeants du village ont expliqué à M. de Rato que les vaches avaient été achetées à l'aide d'un microfinancement de l'État, qui avait été rendu possible par l'allègement de dette accordé au titre de l'initiative conjointe du FMI et de la Banque mondiale en faveur des pays pauvres très endettés (initiative PPTE).

Le lait des vaches — qui arborent de splendides cornes semi-circulaires — fournit aux femmes une source de revenu pour leurs familles et les moyens de rembourser le prêt. M. de Rato a annoncé que le FMI ferait don de dix vaches aux femmes dans le cadre de son Programme de dons civiques. ■

## Les producteurs de coton africains cherchent à surmonter la crise

Dans de nombreux pays d'Afrique occidentale et centrale, le coton fournit une bonne part des recettes d'exportation, qui avoisine parfois 60 %. Pour des millions de petits exploitants, c'est la principale source de revenu, qui leur permet d'avoir accès aux services de santé et d'éducation. Face à la baisse de 25 % des cours en un an, le gouvernement béninois et le Département Afrique du FMI ont organisé le 18 mai à Cotonou une conférence avec les producteurs de coton africains pour réfléchir aux moyens de contrer la crise.

Des hauts fonctionnaires du Bénin, du Burkina Faso, du Mali et du Tchad, ainsi que des producteurs de coton, ont retrouvé des responsables d'organismes opérant dans les domaines du développement et du commerce international pour réfléchir aux moyens de réagir à la crise du secteur, qui menace la stabilité macroéconomique, la croissance de l'économie et les programmes de réduction de la pauvreté.

Dans son allocution liminaire, le Directeur général du FMI, Rodrigo de Rato, a noté que les prix des exportations de coton avaient atteint leur plus bas niveau depuis 1994. Cette baisse, due essentiellement à l'augmentation de l'offre mondiale de coton, a été accentuée par la vigueur de l'euro (auquel le franc CFA est rattaché). M. de Rato a proposé une action en quatre volets.

Premièrement, **préserver la stabilité macroéconomique**. De l'avis général, un ajustement des prix intérieurs, certes difficile, est néanmoins indispensable et est déjà en cours dans les entreprises privées et publiques. Paramanga Ernest Yonli (Premier ministre du Burkina Faso) a indiqué que les prix versés aux producteurs de coton au cours de la prochaine campagne seraient réduits et que de nouvelles baisses pourraient dissuader les producteurs de procéder à la récolte. Abou-Bakar Traoré (Ministre des finances du Mali) a aussi fait savoir que les prix à la production pour la prochaine campagne diminueraient afin que le budget 2006 ne soit pas grevé par un soutien important au secteur. D'après François Traoré (Association des producteurs du Burkina Faso), les accords sur les prix à la production ont été facilités au Burkina Faso par le fait que les exploitants sont propriétaires du capital des usines d'égrenage, ce qui a permis une meilleure compréhension de l'évolution des cours mondiaux.

Deuxièmement, **accroître l'efficacité de la production de coton**. Personne n'a nié la nécessité d'améliorer la productivité, mais certains participants ont signalé que cela poserait des pro-

blèmes d'ajustement à leur pays. Mahmood Ayub (Banque mondiale) a décrit plusieurs manières de rehausser la compétitivité : réduction des coûts de production, meilleure gestion des ventes et amélioration des infrastructures et du climat d'investissement. M. Yonli a insisté sur l'importance d'une approche régionale fondée sur l'intégration des marchés et la convergence des politiques, la spécialisation devant accroître l'efficacité. Florie Liser (Bureau du Représentant des États-Unis pour le commerce) a évoqué les domaines dans lesquels un financement des États-Unis pourrait améliorer la production, le traitement et la commercialisation du coton africain.

Troisièmement, **éliminer les subventions à la production de coton dans les pays développés**. Les quatre pays à l'origine de l'«initiative coton» de 2003 ont souligné qu'ils continuaient d'œuvrer à l'élimination des aides intérieures accordées par les pays concurrents et des subventions à l'exportation, qui faussent les échanges. D'après certaines études, leur suppression aurait rendu inutile l'ajustement à la baisse des prix à la production. Chiedu Osakwe (OMC) a noté que les aspects de l'initiative coton liés au commerce

trouveraient une réponse «ambitieuse, rapide et spécifique» dans le cadre du cycle de Doha.

Quatrièmement, **protéger les pauvres pendant la période d'ajustement**. C'est la question de l'aide des partenaires au développement qui a fait apparaître le plus de divergences. Les propositions africaines tendant à créer un fonds d'urgence régional pour soutenir les cours du coton ont été reçues avec un certain scepticisme par les partenaires au développement, même si Christian Daziano (Ambassadeur de France au Bénin) a déclaré que son pays était disposé à examiner cette idée. Yves Gillet (Commission européenne) a fait observer qu'un soutien budgétaire direct, au cas par cas, serait plus efficace qu'un fonds de soutien des cours géré au niveau régional. Abdoulaye Bio-Tchané (Directeur du Département Afrique du FMI) a souligné qu'un fonds de soutien amputerait les ressources disponibles pour la réduction de la pauvreté et risquerait de se substituer aux banques pour le financement du secteur cotonnier. ■

Chris Lane  
FMI, Département Afrique



Le Premier ministre du Burkina Faso, Paramanga Ernest Yonli (à gauche) et Rodrigo de Rato répondent aux questions des journalistes après la conférence de Cotonou sur le coton.

Le texte intégral de la Déclaration de la conférence figure à l'adresse [www.imf.org/external/np/sec/pr/2005/pr05121.htm](http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2005/pr05121.htm).

## Financement structuré : une innovation qui n'est pas sans risques

Le financement structuré est l'un des domaines les plus novateurs et les plus dynamiques de la finance moderne. Au sens large, il s'agit de la réorganisation des flux de trésorerie de manière à transformer les caractéristiques de risque, de rentabilité et de liquidité des portefeuilles. Les instruments financiers structurés jouent un rôle fondamental dans le transfert du risque de crédit entre institutions financières, et entre les institutions financières et les acteurs du marché des autres secteurs de l'économie. Cependant, les responsables de la surveillance financière et des banques centrales sont nombreux à craindre que les risques inhérents à ce type d'instruments soient mal compris. Ils se demandent aussi si les risques sont transférés vers les institutions qui sont le mieux en mesure de les assumer ou vers celles qui sont le moins réglementées. Toutes ces questions ont été au centre du séminaire à haut niveau organisé les 19 et 20 avril à Washington par l'Institut du FMI, qui a permis à des praticiens du marché, des universitaires, des décideurs et des responsables de la surveillance financière de discuter avec des hauts fonctionnaires de plus de 40 pays avancés ou émergents.

En rendant le risque de crédit négociable, les instruments financiers structurés, parmi lesquels les titres adossés à des créances mobilières, sont en train de modifier profondément les marchés du crédit. En 2004, les États-Unis ont émis 900 milliards de dollars de titres adossés à des créances mobilières, soit, pour la première fois, plus que le montant des obligations d'entreprise classiques. Ensemble, ces titres et les titres adossés à des créances hypothécaires représentent environ un tiers du marché de la dette américaine. En Europe, un record a été atteint en 2004, avec 250 milliards de dollars de titres émis, soit trois fois plus qu'en 2000.

### Avantages à foison

Pour les émetteurs et les investisseurs, les instruments financiers structurés présentent un quadruple avantage : ils permettent d'isoler et de négocier le risque de crédit; ils constituent un outil de financement économique pour les institutions financières, les entreprises et l'État; ils peuvent aider à la gestion financière des sociétés; et ils offrent des profils risques-rentabilité qui répondent aux besoins des investisseurs. Salih Neftci (City University of New York et International Center for Financial Asset Management and Engineering) a expliqué comment, à l'aide de dérivés de crédit, de nouveaux instruments peuvent être créés de façon synthétique. Selon Krishna Memani (Credit Suisse First Boston), ces instruments ont nettement amélioré la gestion et l'évaluation du risque de crédit. Les gestionnaires de portefeuilles et leurs clients ont tout à y gagner, car, disent Antulio Bomfim (Oppenheimer Funds) et Curtis Mewbourne



Henrik Gschwindt De Gier/FMI

De gauche à droite : Ralph Chami (FMI), qui dirigeait les débats, Salih Neftci (City University of New York et International Center for Financial Asset Management and Engineering) et Janet Tavakoli (Tavakoli Structured Finance).

(PIMCO), ces instruments multiplient les possibilités d'investissement et de gestion des risques.

### Mais attention aux risques

La complexité des instruments financiers structurés engendre aussi des risques, qui, précisément, tiennent à la difficulté d'évaluer ces risques eux-mêmes, en particulier lorsqu'il s'agit de les corréler entre actifs sous-jacents, et donc de fixer le prix des instruments structurés. Janet Tavakoli (Tavakoli Structured Finance) a noté qu'il était difficile en particulier de gérer les conflits d'intérêts entre les acteurs participant aux transactions de structuration et de comprendre que la complexité de ces transactions faisait naître d'énormes risques sur le plan juridique et celui de la documentation. En outre, une seule cote de crédit ne suffit pas à rendre compte des caractéristiques de risque des instruments structurés; c'est l'une des raisons pour lesquelles, selon Kimberly Slawek (Fitch Ratings), il est impératif que les investisseurs soient conscients des limites des cotes lorsqu'ils prennent leurs décisions.

Ces instruments menacent-ils la stabilité financière globale? Dans la mesure où ils facilitent le transfert de risque vers des institutions hors du système bancaire, il se peut qu'en fait ils améliorent la stabilité de ce secteur. Mais, en même temps, le risque de crédit peut migrer vers des institutions (dont les fonds spéculatifs) qui sont peut-être moins à même de les supporter.

Colin Miles (Banque d'Angleterre) voit un risque systémique dans le dynamisme qui caractérise les opérations de couverture des instruments structurés. En effet, cette couverture repose sur un accès continu aux marchés liquides qui permet de réajuster fréquemment les positions. Or, en cas de crise, les liquidités pourraient s'assécher et la dynamique des prix s'amplifier sur le



marché obligataire et celui des dérivés de crédit. Les nouveaux instruments n'ont pas encore été mis à l'épreuve des turbulences du marché, et nul ne sait comment celui-ci réagira sur un cycle complet de taux d'intérêt. En tout cas, les marchés de risques de crédit sont, par nature, très opaques, ce qui complique la tâche des banques centrales, des organismes de contrôle et des institutions internationales, dont le FMI, chargés de surveiller la répartition des risques et d'évaluer la stabilité financière.

### Un outil pour développer les marchés de capitaux

Outre qu'ils permettent de transférer le risque de crédit, les titres adossés à des créances mobilières, entre autres instruments financiers structurés, pourraient servir à développer les marchés de capitaux. Selon Guillermo Babatz (Mexican Federal Mortgage Society), des titres adossés à des créances hypothécaires sont apparus parce que le système bancaire de nombreux pays ne pouvait pas répondre aux besoins de financement du secteur immobilier. À Hong Kong, un marché se développe en s'appuyant sur la documentation normalisée et les normes de souscription existantes, ainsi que sur une société d'État qui émet des titres adossés à des hypothèques d'origine bancaire, a expliqué James Lau, Jr. (Hong Kong Mortgage Corporation).

Les instruments financiers structurés, tels que les obligations garanties par des créances (collateralized debt obligations — CDO, selon le sigle anglais), peuvent combler l'écart entre les caractéristiques chères aux investisseurs (diversification, par exemple) et les contraintes des émetteurs (réputation médiocre, par exemple). Lee Meddin (International Finance Corporation) a expliqué comment des institutions comme la sienne ont aidé à accroître l'offre de titres de haute qualité sur plusieurs marchés émergents au moyen de garanties partielles et d'investissements dans les tranches mezzanine (titres de créance de rang inférieur



De gauche à droite : Michael Carhill (Bureau du contrôleur de la monnaie des États-Unis), Kimberly Slawek (Fitch Ratings) et Sunil Sharma (FMI), qui dirigeait les discussions.

des CDO). Mais les conditions à remplir pour que les marchés des instruments structurés soient liquides peuvent être exigeantes, a-t-il rappelé. Le vivier d'investisseurs doit être bien fourni et les institutions capables de structurer les transactions et d'améliorer les conditions du crédit. En outre sont indispensables des agences de notation, des systèmes juridiques solides capables d'assurer le respect de contrats complexes ainsi qu'une surveillance et une réglementation financières perfectionnées.

### Plus de réglementation et de surveillance?

Même sur les marchés matures tels que les États-Unis, la titrisation des créances pose des problèmes aux autorités de contrôle. Comme l'a expliqué Michael Carhill (Bureau du contrôleur de la monnaie des États-Unis), au milieu des années 90, certaines banques ont été très fragilisées lorsque les créances titrisées à problèmes ont dû être réincorporées dans les bilans. Cette expérience montre bien que, pour être efficace, la surveillance de la titrisation nécessite une expertise technique considérable.

Étant donné que les institutions financières sont soumises à des réglementations différentes, il se pourrait que les risques de crédit soient canalisés vers des institutions qui ne sont pas nécessairement bien équipées pour les supporter. Dès lors, faut-il en arriver à une réglementation harmonisée pour toutes les institutions, en particulier les banques et les compagnies d'assurances? Les participants n'ont rien contre l'exploitation de la diversité réglementaire en tant que telle, mais ils entrevoient des problèmes lorsque les transactions sont conçues essentiellement pour contourner les règles comptables. De l'avis de Darryll Hendricks (Banque de réserve fédérale de New York), les transactions complexes ne peuvent pas être régies par des règles rigides, mais doivent reposer sur une solide culture de respect des règles dans les entreprises, des incitations appropriées pour tous les intervenants et une surveillance efficace. ■

Burkhard Drees, Institut du FMI



De gauche à droite : James Lau Jr. (Hong Kong Mortgage Corporation), Leslie Lipschitz (Directeur de l'Institut du FMI), qui dirigeait les discussions, Darryll Hendricks (Banque de réserve fédérale de New York) et Lee Meddin (International Finance Corporation).

## Le coût budgétaire de la détention des réserves internationales

Beaucoup de pays, dont certains pays émergents d'Asie, ont accumulé d'énormes réserves internationales depuis la fin des années 90. Cela leur apporte certes de nombreux avantages, mais certains observateurs s'interrogent sur le coût de la détention de réserves. Après tout, elles pourraient servir à autre chose. Selon une nouvelle étude du FMI qui examine cette question pour les cent plus grandes économies du monde, il semblerait que, pour un grand nombre d'entre elles, la détention de réserves internationales soit devenue beaucoup plus coûteuse ces dernières années.

Le stock de réserves internationales augmente à vive allure dans le monde depuis la fin des années 90. Pour les cent plus grandes économies, la valeur médiane de la couverture des importations, critère utilisé couramment pour mesurer les avoirs de réserve, est passée d'environ 3 mois pendant la première moitié des années 90 à environ 5 mois en 2003–04 (ligne en pointillé du graphique). Pour l'essentiel, cette progression a eu lieu dans les pays en développement : dans les pays avancés (en dehors de l'Asie), la couverture des importations est en diminution constante depuis le début des années 90. Parmi les pays en développement, la montée des réserves a été quasi générale : dans 56 des 79 plus grands pays en développement étudiés, la couverture des importations s'est accrue de 1990 à 2004.

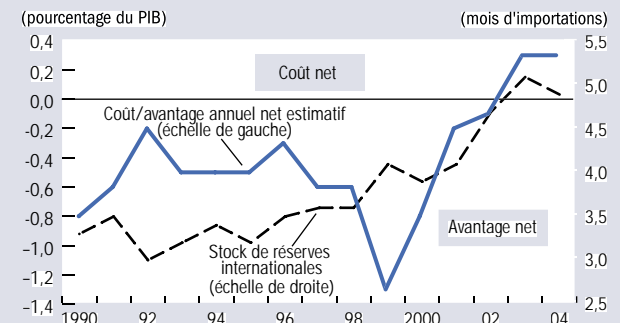
### Coûts et avantages

La plupart des pays ont tiré des avantages considérables de l'augmentation de leurs réserves. En particulier, ils ont pu «s'assurer» contre les chocs économiques et financiers, exogènes ou endogènes. En diminuant le risque de crédit, l'augmentation des réserves a amélioré la notation de la dette souveraine de nombreux pays en développement, ce qui a induit une réduction des marges et des coûts d'emprunt. Ainsi, la hausse des réserves internationales a apporté non seulement un avantage relativement intangible en éloignant le risque de crise, mais aussi un avantage très concret sous forme d'une baisse des paiements d'intérêts sur la dette publique, ce qui a permis de dégager de nouvelles capacités budgétaires.

Mais la détention de réserves comporte aussi des coûts. Premièrement, il y a le coût d'opportunité : au lieu d'être investies dans des instruments à rendement souvent faible tels que les bons du Trésor des pays émetteurs des monnaies de réserve, les réserves pourraient être utilisées pour financer des dépenses publiques d'équipement ou pour rembourser la dette extérieure et réduire ainsi les paiements d'intérêts. Deuxièmement, il y a le coût de stérilisation : beaucoup de banques centrales neutralisent en partie au moins l'accroissement des liquidités créées par l'accumulation de réserves en vendant des instruments intérieurs, qui sont en général assortis de taux d'intérêt plus éle-

### Les réserves sont de plus en plus coûteuses

La plupart des pays ont «perdu de l'argent» sur leurs réserves de 2002 à 2004, alors qu'ils en avaient «gagné» entre 1990–2001<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> Sur la base d'estimations approximatives des coûts et des avantages de la détention de réserves internationales pour les 100 plus grandes économies du monde. Sources : FMI, *Statistiques financières internationales et Perspectives de l'économie mondiale*; et estimations de l'auteur.

vés que les instruments dans lesquels les réserves sont investies. Troisièmement, il y a le coût de revalorisation : si un pays voit sa monnaie s'apprécier par rapport aux monnaies qu'il détient en réserve, il subit des pertes quasi budgétaires (naturellement, l'inverse est vrai si la monnaie se déprécie, mais une augmentation des réserves a plus de chances d'entraîner une appréciation de la monnaie). Ensemble, le coût d'opportunité, le coût de stérilisation et le coût de revalorisation peuvent avoir des effets (quasi) budgétaires considérables, soit directement en faisant baisser les bénéfices de la banque centrale, soit indirectement en obligeant à renoncer à d'autres usages des fonds publics.

### Augmentation des coûts

Certains indices conduisent à penser que le coût net de la détention de réserves s'est alourdi ces dernières années dans beaucoup de pays. Certes, la hausse des réserves a entraîné des économies pour nombre de pays grâce à l'amélioration de leur cote sur les marchés internationaux et à la baisse des paiements d'intérêts. Mais en même temps, l'augmentation des réserves, conjuguée à la baisse des taux d'intérêt mondiaux, a accru les coûts d'opportunité et de stérilisation, et nombre de banques centrales ont subi des pertes, car la monnaie nationale s'est appréciée par rapport aux monnaies de réserve.

Un examen plus attentif des coûts et avantages de la détention de réserves pour les cent plus grandes économies du monde confirme que, *a priori*, les réserves sont devenues plus coûteuses ces deux dernières années : d'après des estimations approximatives, si la plupart des pays ont «gagné de l'argent» grâce à leurs réserves entre 1990 et 2001, la plupart d'entre eux

ont «perdu de l'argent» de 2002 à 2004 (ligne continue du graphique). Entre 1990 et 1998, le gain net médian pour les pays a été d'environ 0,5 % du PIB, selon les estimations. En 1999, lorsque le dollar s'est fortement apprécié par rapport à beaucoup de monnaies, le gain net estimatif a atteint le chiffre record de 1,3 % du PIB. En 2003–04, en revanche, sous l'effet de l'affaiblissement généralisé du dollar, ce gain net s'est transformé en une perte nette d'environ 0,2–0,4 % du PIB. Faute de données suffisantes sur les opérations de stérilisation dans la plupart des pays, ces estimations ne tiennent pas compte de ce facteur, dont le coût peut être très élevé.

Il est clair que le surcoût de la détention de réserves s'explique essentiellement par l'accès de faiblesse récent du dollar. Mais il ne faut pas oublier d'autres aspects : sur le plan des avantages, la baisse des coûts d'emprunt permet de réaliser de plus en plus d'économies; sur le plan des coûts, l'augmentation des réserves a accru les coûts d'opportunité. La baisse des taux d'intérêt mondiaux a joué dans les deux sens : elle a accru les coûts en faisant diminuer le rendement financier des réserves, mais elle les a réduits en faisant baisser le coût du non-remboursement de la dette extérieure.

### Dynamique des coûts

Il s'agit là de l'estimation approximative de tendances globales, mais les coûts et les avantages de la détention de réserves pour un pays dépendent bien sûr de plusieurs facteurs. La baisse des coûts d'emprunt sera particulièrement avantageuse dans les pays où les réserves internationales influent sensiblement sur le risque de crédit; c'est notamment le cas des pays qui appliquent un régime de rattachement souple de leur monnaie. Le coût d'opportunité sera plus lourd dans les pays dont la dette extérieure est élevée (aux taux d'intérêt du marché) et dans ceux dont le stock de capital est faible. Le coût de stérilisation sera plus fort dans les pays dont les taux d'intérêt intérieurs sont hauts. Le coût de revalorisation sera plus coûteux dans les pays dont la monnaie subit une forte appréciation, symptôme probable d'une tendance structurelle à plus long terme par rapport aux monnaies des pays industrialisés, comme c'est le cas dans de nombreux pays émergents.

On peut illustrer ces distinctions en répartissant les cent pays en cinq régions. Pendant les années 90, c'est dans les pays avancés ainsi qu'au Moyen-Orient et en Asie centrale que l'avantage médian net de la détention de réserves a été le plus faible. Dans le premier cas, cela s'explique surtout par la faiblesse du ratio réserves/PIB, qui a restreint les possibilités de gains financiers par rapport au PIB, et, dans le second cas, par le grand nombre de monnaies rattachées au dollar, ce qui a limité les gains de revalorisation lorsque le dollar s'appréciait par rapport à de nombreuses monnaies, et par des coûts d'opportunité élevés en raison de la faiblesse relative du stock de capital. Ce sont les pays émergents d'Europe et d'Amérique latine qui ont le plus

bénéficié de la détention de réserves, grâce aux gains de revalorisation et aux économies induites par la baisse des coûts d'emprunt. Dans la région Asie–Pacifique et en Afrique subsaharienne, les pertes ou gains médians se situent pour la plupart au milieu par rapport aux quatre autres régions. En Asie, cela tient au nombre de monnaies rattachées au dollar et au faible niveau de la dette extérieure ainsi qu'au stock de capital élevé; en Afrique, cela s'explique en général par le faible niveau des réserves par rapport au PIB (jusqu'à une époque récente) et par la faible proportion de dette extérieure aux taux du marché.

Pour certains des pays qui ont accumulé le plus de réserves ces dernières années, les estimations de 2004 traduisent des différences quant à l'effet marginal de la détention de réserves sur les coûts d'emprunt et sur les coûts de revalorisation liés à la baisse du dollar. Dans l'ensemble, le coût net le plus élevé a été supporté par certains pays émergents caractérisés par des réserves importantes ainsi qu'une bonne cote de crédit et, parfois, un régime de change flottant ou de rattachement à l'euro. Le coût net a été le plus faible (et souvent négatif) dans certains pays émergents à haut risque.

### Bémols et conclusions

Lorsque l'on tente d'évaluer le coût budgétaire de la détention de réserves, il ne faut pas perdre de vue plusieurs aspects délicats : dans l'idéal, il faudrait disposer de données sur la répartition des avoirs de réserve et les opérations de stérilisation de chaque pays pour que l'évaluation soit plus exacte; il faut s'attendre à ce que la relation entre les réserves et les marges évolue dans le temps; et le coût social de la renonciation à certains investissements publics est difficile à cerner sur le plan tant conceptuel qu'empirique. Cependant, des tests de sensibilité révèlent que les résultats cités ici sont suffisamment robustes en cas de modification des hypothèses de base pour qu'on puisse en tirer des conclusions générales, même si la sensibilité de ces conclusions peut être plus élevée pour certains pays.

Quelles leçons peuvent en tirer les décideurs? En définitive, on l'a vu, c'est la situation particulière de chaque pays qui déterminera les coûts et les avantages de la détention de réserves. Cependant, celle-ci devenant de plus en plus coûteuse, un nombre croissant de pays envisagent de recourir à d'autres formules d'autoassurance (notamment le développement de marchés locaux de valeurs mobilières) ou d'améliorer la gestion des réserves (voir, par exemple, le rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde, septembre 2004). ■

David Hauner  
FMI, Département des finances publiques

Le document de travail n° 05/81, *A Fiscal Price Tag for International Reserves*, est en vente au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 168. Le texte intégral de l'étude figure aussi sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Nouvelle-Zélande : l'influence de l'immigration sur la conjoncture

**E**n Nouvelle-Zélande comme aux États-Unis, au Canada et en Australie, l'immigration est une importante source de croissance démographique. Mais, contrairement à ces autres pays, les flux migratoires nets en Nouvelle-Zélande sont fort instables en raison notamment d'une émigration considérable. Cette instabilité influe largement sur le comportement conjoncturel de l'économie et, en particulier, sur l'emploi.

Les flux migratoires à destination et en provenance de la Nouvelle-Zélande sont importants. Ces vingt dernières années, le nombre annuel d'arrivées et de départs permanents et à long terme a atteint en moyenne 1¾ % de la population totale ou 3½ % de la population active. Le nombre d'immigrants d'origine asiatique a grimpé durant la dernière décennie, dépassant le tiers du total en 2003; les autres sont pour l'essentiel des ressortissants du Royaume-Uni et de l'Australie. L'Australie est la destination favorite des émigrants, car elle attire près de 40 % du total, suivie du Royaume-Uni et des pays d'Asie.

Contrairement à la stabilité globale des flux migratoires vers les autres pays d'immigration, les flux à destination et en provenance de la Nouvelle-Zélande sont assez instables. En effet, les flux migratoires nets dans ce pays oscillent entre des

niveaux sensiblement positifs et sensiblement négatifs. Il en résulte que la croissance démographique en Nouvelle-Zélande est également plus instable que dans la plupart des autres économies avancées.

### Migration et chômage

L'impact des flux migratoires sur l'économie et sur le chômage en particulier est un problème économique crucial en Nouvelle-Zélande. Théoriquement, leur incidence sur le chômage est ambiguë. D'une part, l'immigration nette stimule l'offre de main-d'œuvre. À court terme, elle peut accroître le chômage si les qualifications des immigrants se substituent à celles des travailleurs en place ou si elles ne correspondent pas à la demande. D'autre part, les immigrants créent des possibilités d'emploi en stimulant la demande globale par leur consommation et leurs investissements. Leurs qualifications peuvent aussi valoriser les emplois existants et encourager la création d'emplois. En outre, les caractéristiques des immigrants (pays d'origine, niveau d'instruction et qualifications) peuvent influencer sur le chômage.

Afin d'illustrer l'importance des variations des flux migratoires pour la conjoncture économique en Nouvelle-Zélande, le graphique 1 montre comment l'évolution du taux de

### L'économie néo-zélandaise conservera sa vigueur

L'économie de la Nouvelle-Zélande continue d'afficher de bons résultats, avec une croissance moyenne de 4 % par an depuis six ans, grâce aux vastes réformes structurelles réalisées durant les années 80 et 90, à l'application soutenue de mesures économiques saines et à une forte immigration ces dernières années, affirme le FMI dans son évaluation annuelle de l'économie. La création d'emplois, exceptionnelle, a ramené le chômage au taux le plus bas parmi les pays de l'OCDE. La dette publique est en baisse continue et l'inflation est maîtrisée dans la marge fixée par la banque centrale. Le Conseil d'administration du FMI se félicite de l'application judicieuse de politiques monétaire et budgétaire saines et de vastes réformes structurelles.

En 2004, la croissance économique, tirée par une demande intérieure robuste, a atteint presque 5 %. La consommation des ménages a été soutenue, ce qui traduit une forte croissance des revenus attribuable en partie à l'amélioration des termes de l'échange. L'investissement des entreprises en capital fixe s'est accéléré, sous l'effet de la hausse de la rentabilité, du raffermississement des chiffres d'affaires et du durcissement des contraintes de capacité.

L'inflation a repris lorsque l'économie a atteint un niveau très élevé d'utilisation des ressources, amenant la Banque de réserve à resserrer sa politique monétaire. Estimant que les risques d'inflation

ont plutôt tendance à s'accroître, le FMI appuie la décision des autorités de maintenir l'orientation restrictive de cette politique et signale qu'elles auront fort à faire pour éviter un ralentissement plutôt brutal de l'activité économique. La Nouvelle-Zélande a une position budgétaire solide, mais sa marge de manœuvre est limitée pour suivre une politique expansionniste.

Les prévisions de croissance à court terme laissent entrevoir un ralentissement en raison de la baisse des dépenses de consommation due à l'apaisement du marché du logement et à la hausse des taux d'intérêt. À moyen terme, le taux de croissance moyen devrait dépasser 3 %. Les possibilités d'accroître l'utilisation de la main-d'œuvre étant limitées, le Conseil d'administration reconnaît avec les autorités que le principal défi de la politique économique consiste à rehausser la productivité.

| Nouvelle-Zélande     | 2001                                  | 2002 | 2003 | 2004 | 2005<br>Projections |
|----------------------|---------------------------------------|------|------|------|---------------------|
|                      | (variation en pourcentage)            |      |      |      |                     |
| PIB réel             | 2,6                                   | 4,7  | 3,4  | 4,8  | 2,8                 |
| Demande intérieure   | 2,6                                   | 5,6  | 5,3  | 8,0  | 3,6                 |
|                      | (pourcentage de la population active) |      |      |      |                     |
| Chômage              | 5,3                                   | 5,2  | 4,6  | 3,9  | 3,8                 |
|                      | (pourcentage du PIB)                  |      |      |      |                     |
| Dette publique nette | 17,0                                  | 14,2 | 13,7 | 10,8 | 8,7                 |

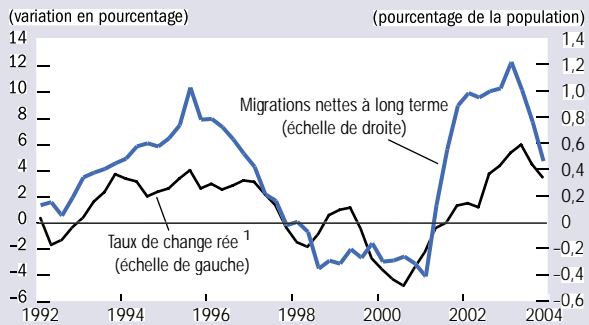
Source : FMI, note d'information au public, 5 mai 2005.



Graphique 1

### Hausse de l'immigration et de la demande

L'évolution du taux de change réel suit celle des migrations nettes, ce qui semble indiquer l'existence d'un lien entre la hausse de l'immigration et celle de la demande intérieure.



<sup>1</sup>Courbe avancée de trois trimestres; différence de taux d'inflation entre les biens et services échangeables et non échangeables.  
Sources : données CEIC et calculs des services du FMI.

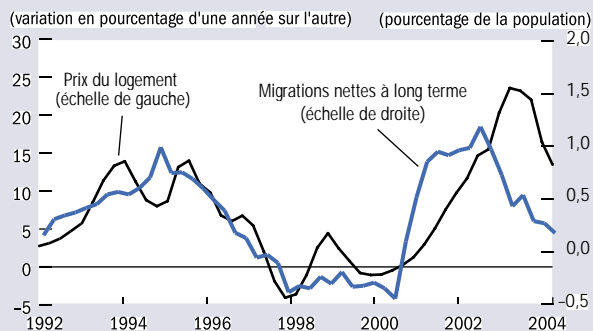
change réel (différence entre les taux d'inflation des biens et services échangeables et ceux des biens et services non échangeables) a tendance à suivre les flux d'immigration nette, ce qui indiquerait qu'il existe un lien entre la hausse de l'immigration nette et celle de la demande intérieure. L'impact de l'immigration sur la demande est particulièrement évident dans le secteur du logement, où il a contribué à une forte hausse des prix ces dernières années (voir le graphique 2).

Pour ce qui est de la Nouvelle-Zélande, une analyse empirique montre que la progression de l'immigration nette tend

Graphique 2

### Migrations et logement

Au fil des ans, les migrations ont influencé le prix du logement.



Source : Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande.

à réduire le taux de chômage tout en relevant le taux d'activité économique. L'analyse s'appuie sur un système d'équations intégrant le taux de chômage, les salaires réels, le taux de migration nette et le taux d'activité économique, et tenant compte de l'interdépendance de ces variables. Il en ressort qu'à travers leur effet sur la demande, les immigrants contribuent à accroître le taux d'activité de la population en améliorant les perspectives d'emploi. De plus, en stimulant la demande et en freinant la croissance des salaires, ils créent plus d'emplois qu'ils ne peuvent en occuper eux-mêmes.

L'incidence des flux migratoires sur le chômage dépend de certains égards de la composition de ces flux. On constate en effet que les flux nets en provenance de l'Australie font baisser plus rapidement le taux de chômage que ceux d'autres pays, ce qui donne à penser que les qualifications des migrants à destination et en provenance de l'Australie sont plus compatibles avec celles des travailleurs néo-zélandais que celles des migrants des autres pays. Cela était sans doute prévisible puisque la Nouvelle-Zélande a le même marché du travail que l'Australie, avec laquelle elle entretient des relations économiques étroites. Cependant, une proportion plus forte de travailleurs qualifiés dans les entrées nettes — sur la base des professions déclarées par les intéressés — ne semble pas avoir d'impact additionnel sur le taux de chômage, ce qui semble indiquer que les immigrants qualifiés ne réussissent généralement pas mieux que leurs homologues non qualifiés à trouver un emploi.

### Des enseignements pour la politique économique

Le ralentissement de l'immigration nette observé en Nouvelle-Zélande en 2004 devrait se poursuivre au cours des prochaines années, la croissance de l'économie mondiale devant rester relativement vigoureuse, d'après les projections. Une simulation indique que le recul escompté de l'immigration nette augmenterait le taux de chômage d'un demi-point de pourcentage environ sur les deux prochaines années, ce qui tendrait à atténuer les pressions inflationnistes. Ces résultats mettent en évidence la nécessité pour les décideurs néo-zélandais de continuer à intégrer dans leurs politiques monétaire et budgétaire les projections des flux migratoires internationaux, qui sont tributaires de la conjoncture économique, aussi bien en Nouvelle-Zélande que dans le reste du monde. ■

Li Cui  
FMI, Département Asie et Pacifique

Pour plus d'informations sur la Nouvelle-Zélande, voir les rapports des services du FMI n° 05/152 et n° 05/153, qui sont disponibles sur le site Internet du FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

## Comment optimiser les dépenses publiques?

Dans de nombreux pays — notamment en Amérique latine —, les contraintes budgétaires ont limité les investissements publics et parfois créé des goulets d'étranglement dus au manque d'infrastructures. Pour dopper l'investissement en évitant l'effet déstabilisateur d'un déséquilibre budgétaire, nombre de gouvernements optent pour les partenariats public-privé (PPP), qui ne sont pas sans danger. Lors d'un séminaire récent (voir encadré) organisé par le Département des finances publiques (FAD) du FMI et le gouvernement du Brésil, des représentants de pays d'Amérique latine, de pays industrialisés et d'institutions financières internationales ainsi que des universitaires ont réfléchi aux moyens d'optimiser les investissements publics.

Différents facteurs peuvent causer une diminution des investissements de l'État dans les infrastructures, a expliqué Gerd Schwartz (FAD) : une baisse de l'épargne publique, un niveau élevé de recettes déjà affectées, la volonté croissante de réduire la taille du secteur public et la nécessité constante de rééquilibrer les finances publiques. Il existe, selon lui, quatre méthodes pour accroître les investissements publics : réformer le secteur public, notamment la fonction publique et le système de sécurité sociale, pour faire diminuer les dépenses courantes; améliorer l'administration fiscale pour accroître les recettes; réduire la préaffectation des recettes pour réorienter les dépenses publiques vers l'investissement; et améliorer la gestion des dépenses pour rendre les investissements plus efficaces.

La plupart des pays — surtout ceux qui sont très endettés — n'ont guère de marge de manœuvre pour relever les investissements publics en relâchant la politique budgétaire, rappelle M. Schwartz, qui ajoute qu'on ne saurait créer cette marge en modifiant simplement les règles comptables budgétaires.

Les projets figés ou abandonnés, les dépassements de coûts, les éléphants blancs et une prédilection pour les projets nouveaux plutôt que pour la modernisation ou l'entretien de l'infrastructure existante sont parmi les problèmes les plus courants de la gestion des investissements publics. Pour éviter ces embûches, Israel Fainboim (FAD) suggère que les projets d'investissement public soient sélectionnés au terme d'une évaluation rigoureuse,

Le séminaire s'est tenu du 25 au 27 avril à l'Institut national d'administration publique de Brasilia. Il était organisé par le Département des finances publiques du FMI, l'Institut du FMI, le Ministère de la planification, du budget et de la gestion et le Ministère des finances brésiliens.

En 2004, le Département des finances publiques a proposé un nouveau cadre d'analyse des investissements publics qui a depuis été testé dans des études pilotes sur huit pays (Brésil, Chili, Colombie, Éthiopie, Ghana, Inde, Jordanie et Pérou).

facilitée du reste par l'informatisation et les nouvelles méthodes d'évaluation et de quantification des avantages. Eivind Tandberg (FAD) recommande que les investissements publics (et les PPP) soient analysés dans le contexte d'un programme de dépenses à horizon mobile sur plusieurs années qui tienne compte des implications des projets pour les dépenses d'exploitation récurrentes futures. Il précise qu'une solide coordination entre les ministères des finances et de la planification est indispensable, surtout dans les pays où le premier prépare le budget des dépenses courantes, et le second est responsable du budget des dépenses d'investissement — ce qui est courant en Amérique latine.

Oswaldo Feinstein (Banque mondiale) et Brian Olden (FAD) proposent d'affecter les fonds en fonction de l'efficacité de l'exécution des projets. Mario Marcel (Ministère des finances du Chili) a expliqué que, dans son pays, l'évaluation des projets d'investissement, confiée à des sociétés indépendantes par appel d'offres, est examinée et approuvée à la fois par le ministre des finances et le ministre de la planification. Le Chili a aussi créé un «Fonds compétitif» qui met en concurrence toutes les entités publiques qui cherchent à financer de nouveaux investissements.

À l'exception du Chili, cependant, les pays d'Amérique latine ont encore beaucoup de chemin à parcourir pour perfectionner leurs pratiques dans ce domaine. Même si plusieurs pays réalisent des analyses coûts-avantages, leurs résultats ne sont pas toujours pris en compte dans les choix budgétaires.

### L'efficacité d'abord

Une étude récente de la Banque mondiale a conclu qu'au cours de la décennie écoulée, nombre de projets public-privé avaient été mal structurés et avaient engendré de gros risques budgétaires. Qui plus est, les pays prennent le risque de donner la priorité aux PPP aux dépens de l'amélioration des procédures existantes d'investissements publics. À cet égard, l'exemple du Royaume-Uni est peut-être bon à suivre : dans ce pays, selon Edward Farquharson (Partnerships U.K.), les PPP ne sont qu'une des formules possibles de passation de marchés pour des projets qui ont déjà été approuvés.

De l'avis général des participants, les PPP sont utiles pour garantir les gains d'efficacité : c'est le rapport coût-efficacité, et non les difficultés de financement, qui doit présider au choix entre un PPP et un investissement public direct.

Pour l'heure, les PPP ne font l'objet d'aucune norme internationale de comptabilité et de déclaration budgétaires. Le FMI recommande que tous les coûts futurs des PPP soient entièrement déclarés et pris en compte dans l'analyse de la viabilité de la dette des pays. ■

Eivind Tandberg  
FMI, Département des finances publiques

## Allègement de la dette des PPTE (au 26 mai 2005)

| État membre   | Point de décision | Point d'achèvement | Montant engagé     | Montant décaissé <sup>1</sup> |
|---|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------------------|
| (millions de DTS)   |                   |                    |                    |                               |
| <b>Initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE)</b> |                   |                    |                    |                               |
| <b>Au titre de l'initiative lancée en 1996</b>                    |                   |                    |                    |                               |
| Bolivie   | Septembre 1997    | Septembre 1998     | 21,2               | 21,2                          |
| Burkina Faso  | Septembre 1997    | Juillet 2000       | 16,3               | 16,3                          |
| Côte d'Ivoire   | Mars 1998         | —                  | 16,7 <sup>2</sup>  | —                             |
| Guyana  | Décembre 1997     | Mai 1999           | 25,6               | 25,6                          |
| Mali  | Septembre 1998    | Septembre 2000     | 10,8               | 10,8                          |
| Mozambique  | Avril 1998        | Juin 1999          | 93,2               | 93,2                          |
| Ouganda   | Avril 1997        | Avril 1998         | 51,5               | 51,5                          |
| <b>Total initiative PPTE originelle</b>                           |                   |                    | <b>235,3</b>       | <b>218,6</b>                  |
| <b>Au titre de l'initiative PPTE renforcée de 1999</b>            |                   |                    |                    |                               |
| Bénin   | Juillet 2000      | Mars 2003          | 18,4               | 20,1                          |
| Bolivie   | Février 2000      | Juin 2001          | 41,1               | 44,2                          |
| Burkina Faso  | Juillet 2000      | Avril 2002         | 27,7               | 29,7                          |
| Cameroun  | Octobre 2000      | Flottant           | 28,5               | 5,6                           |
| Congo, Rép. dém. du   | Juillet 2003      | Flottant           | 228,3 <sup>3</sup> | 2,3                           |
| Éthiopie  | Novembre 2001     | Avril 2004         | 45,1               | 46,7                          |
| Gambie  | Décembre 2000     | Flottant           | 1,8                | 0,1                           |
| Ghana   | Février 2002      | Juillet 2004       | 90,1               | 94,3                          |
| Guinée  | Décembre 2000     | Flottant           | 24,2               | 5,2                           |
| Guinée-Bissau   | Décembre 2000     | Flottant           | 9,2                | 0,5                           |
| Guyana  | Novembre 2000     | Décembre 2003      | 31,1               | 34,0                          |
| Honduras  | Juin 2000         | Avril 2005         | 22,7               | 22,7                          |
| Madagascar  | Décembre 2000     | Octobre 2004       | 14,7               | 16,4                          |
| Malawi  | Décembre 2000     | Flottant           | 23,1               | 6,9                           |
| Mali  | Septembre 2000    | Mars 2003          | 34,7               | 38,5                          |
| Mauritanie  | Février 2000      | Juin 2002          | 34,8               | 38,4                          |
| Mozambique  | Avril 2000        | Septembre 2001     | 13,7               | 14,8                          |
| Nicaragua   | Décembre 2000     | Janvier 2004       | 63,5               | 71,2                          |
| Niger   | Décembre 2000     | Avril 2004         | 31,2               | 34,0                          |
| Ouganda   | Février 2000      | Mai 2000           | 68,1               | 70,2                          |
| Rwanda  | Décembre 2000     | Avril 2005         | 33,8 <sup>4</sup>  | 33,8                          |
| São Tomé-et-Príncipe  | Décembre 2000     | Flottant           | —                  | —                             |
| Sénégal   | Juin 2000         | Avril 2004         | 33,8               | 38,4                          |
| Sierra Leone  | Mars 2002         | Flottant           | 98,5               | 62,0                          |
| Tanzanie  | Avril 2000        | Novembre 2001      | 89,0               | 96,4                          |
| Tchad   | Mai 2001          | Flottant           | 14,3               | 8,6                           |
| Zambie  | Décembre 2000     | Avril 2005         | 468,8              | 468,8                         |
| <b>Total initiative PPTE renforcée</b>                            |                   |                    | <b>1.590,3</b>     | <b>1.303,6</b>                |
| <b>Total pour les 28 États membres</b>                            |                   |                    | <b>1.825,5</b>     | <b>1.522,2</b>                |

### Définitions :

*Point de décision* : Point auquel le FMI décide si un État membre remplit les conditions requises pour bénéficier d'une aide au titre de l'initiative PPTE (normalement au vu des résultats obtenus au terme d'une période initiale de trois ans) et détermine le montant de l'aide qui sera engagée.

*Point d'achèvement* : Point auquel le pays reçoit sans autres conditions le reliquat de l'aide engagée au point de décision. Dans le cadre de l'initiative PPTE renforcée, le point d'achèvement est dit «flottant», car il dépend de la mise en œuvre des principales réformes structurelles convenues au préalable.

<sup>1</sup>Comprend les intérêts sur les sommes engagées au titre de l'initiative PPTE renforcée.

<sup>2</sup>Équivalent à la somme de 22,5 millions de dollars engagée au point de décision, au taux de change en vigueur le 17 mars 1998.

<sup>3</sup>La somme engagée est équivalente au reliquat de l'aide PPTE de 337,9 millions de DTS, déduction faite de 109,6 millions de DTS représentant l'élément concessionnel du décaissement d'un prêt au titre de la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance après l'apurement des arriérés de la République démocratique du Congo à l'égard du FMI le 12 juin 2002.

<sup>4</sup>Ne comprend pas l'aide additionnelle de 12,98 millions de DTS engagée au titre de l'initiative PPTE renforcée, subordonnée à l'obtention d'assurances de financement satisfaisantes de la part d'autres créanciers.

Source : Département financier du FMI.

L'appel de Nelson Mandela :

## Les pays riches doivent soutenir davantage les priorités de développement de l'Afrique

« Les États-Unis et les autres pays donateurs doivent accroître sensiblement leur aide économique en l'assortissant de conditions plus souples et plus conformes aux priorités fixées par les Africains eux-mêmes », a déclaré

Nelson Mandela, ancien Président de l'Afrique du Sud et du Congrès national africain, dans une allocution prononcée le 16 mai à la Brookings Institution, à Washington.

Moins de deux mois avant le prochain sommet du G-8 qui se tiendra du 6 au 8 juillet, M. Mandela a rappelé à son auditoire que les dirigeants des pays riches doivent saisir cette occasion historique pour démontrer leur volonté politique d'aider l'Afrique à atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement (OMD), car le peuple africain « ne s'attend à rien de moins ». Au menu du sommet figurent des questions qui préoccupent le continent,

notamment la recherche d'un accord entre les pays du G-8 sur le doublement de l'aide à l'Afrique, l'ouverture des marchés des pays riches aux exportations africaines et un surcroît d'allègement de la dette.

M. Mandela a déclaré que la santé et l'éducation sont les deux domaines où l'aide extérieure pourrait avoir le plus d'effet. Il a souligné qu'il était urgent d'élargir l'accès au traitement des « pires fléaux » qui affligent le continent (VIH/sida, paludisme et tuberculose), car « en définitive, la liberté n'a aucun sens pour les victimes de ces maladies pourtant évitables et curables ». L'ancien Président sud-africain a en outre insisté sur la nécessité de promouvoir l'éducation primaire et secondaire tout en revitalisant les universités africaines, eu égard à la grave pénurie de personnel hautement qualifié dont le continent a besoin pour se développer.

« Je me réjouis qu'en matière d'aide extérieure le Président Bush ait opté pour un nouveau mécanisme axé sur les résultats, le Millennium Challenge

Account », a poursuivi M. Mandela, en notant que, dans ce domaine, les États-Unis donnent aussi la priorité à l'éducation et à la santé. Outre le Plan d'urgence lancé par le Président américain pour combattre le sida, il a salué les nombreuses contri-

butions des fondations privées et des ONG américaines, dont la Fondation Bill et Melinda Gates. Il a en outre prôné l'intensification des efforts visant à réduire le prix des antirétroviraux, entre autres médicaments.

M. Mandela s'est félicité des concours supplémentaires accordés par les partenaires étrangers, mais il a souligné que les Africains devaient aussi se montrer à la hauteur du défi et assumer pleinement leurs responsabilités. Il a du reste formé le vœu que les Mandela Legacy Organizations (trois organismes caritatifs qu'il a établis en son nom propre) y contribuent largement. Ces organismes sont le Nelson Mandela Children's Fund (voué au bien-être des enfants),

la Nelson Mandela Foundation (qui s'efforce de rehausser la qualité et l'accessibilité de l'enseignement primaire et secondaire) et la Mandela Rhodes Foundation (qui accorde des bourses universitaires pour contribuer à la formation de dirigeants au niveau de l'enseignement supérieur).

Les dirigeants africains doivent respecter les normes internationales de transparence et de bonne gouvernance, a rappelé M. Mandela, et ils doivent s'encourager mutuellement à respecter ces normes, au moyen de dispositifs tels que le Mécanisme africain d'évaluation par les pairs. Il y a une bonne raison d'être optimiste, a-t-il ajouté, c'est qu'un nouveau consensus démocratique est en train de s'implanter dans tout le continent. ■

Jacqueline Irving  
FMI, Département des relations extérieures



M. Mandela : « Un nouveau consensus démocratique est en train de s'implanter dans tout le continent. »

Le texte intégral de l'allocution de M. Mandela figure à l'adresse [www.brookings.edu/comm/events/20050516.htm](http://www.brookings.edu/comm/events/20050516.htm).



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  
Assistants de rédaction

Julio Prego  
Graphiste

Graham Hacche  
Conseiller principal  
Prakash Loungani  
Rédacteur associé

*Édition française*  
Division française  
Services linguistiques

Yannick Chevalier-Delanoue  
Traduction  
V. Andrianifahanana  
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<sup>e</sup> 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](mailto:imfsurvey@imf.org).

Abonnement annuel : 109 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](mailto:publications@imf.org). Expédition par courrier première classe pour le Canada, les États-Unis et le Mexique, et par avion pour les autres pays.