

DANS CE NUMÉRO

- 162 Calendrier
- 162 Données financières
- 163 Actualité
 - Première consultation multilatérale
 - Zone euro
 - M. Caruana à la tête d'un nouveau département
- 164 Panorama
 - Îles Marshall, Malaisie, São Tomé-et-Príncipe
- 166 Politiques
 - Ciblage de l'inflation
- 168 Études
 - Délocalisation des entreprises américaines
 - Emprunts publics
- 172 Gros plan
 - Singapour
 - Inflation au Pakistan
- 175 Forum
 - République kirghize
 - Pragmatisme en Amérique latine

Consultation multilatérale sur les déséquilibres

page 163

L'Arabie Saoudite, la Chine, les États-Unis, le Japon et la zone euro participeront à la première consultation multilatérale du FMI. Cette consultation est un élément fondamental de l'exécution de la stratégie du FMI à moyen terme approuvée par le Comité monétaire et financier international en avril. Il s'agira d'examiner comment s'attaquer aux déséquilibres mondiaux tout en maintenant une croissance vigoureuse à l'échelle mondiale. Des contacts seront bientôt pris et, ensuite, la direction et les services du FMI rencontreront des représentants des pays participants.

Ciblage de l'inflation

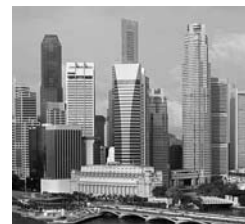
page 166

De plus en plus de pays émergents et de pays en développement choisissent de cibler l'inflation. Ces dix dernières années, les résultats macroéconomiques se sont améliorés dans la plupart des pays non industrialisés, mais les pays qui ont ciblé l'inflation ont obtenu en moyenne de meilleurs résultats que les pays ayant choisi un autre cadre de politique monétaire. Dans un document examiné récemment par son Conseil d'administration, le FMI passe en revue cette expérience et les implications pour ses travaux.

Singapour, championne de l'adaptation

page 172

Durant la décennie écoulée, Singapour est parvenue à surmonter les effets d'une crise régionale, de l'éclatement de la bulle technologique, de l'alarme du SRAS et de la concurrence régionale. Les politiques économiques saines et les réformes structurelles efficaces, qui ont permis au pays non seulement de survivre mais surtout de s'adapter et de prospérer, demeureront cruciales pour préserver sa compétitivité dans une région en forte croissance et dans un monde de plus en plus interdépendant.



Steven Allen/PictureArts

Pragmatisme en Amérique latine

page 176

Selon Javier Santiso, économiste principal du développement à l'OCDE, si le populisme suscite beaucoup d'attention, c'est peut-être la montée du pragmatisme qui est le plus à noter en Amérique latine. Dans *Latin America's Political Economy of the Possible*, il décrit la continuité des politiques économiques dans de nombreux pays en dépit des transitions politiques. Les participants à un récent Forum du livre du FMI étaient dans l'ensemble d'accord, mais ils ont averti que cela reste un programme inachevé.



Eugenio Salazar/FMI

JUIN

15 Atelier européen de recherche sur le commerce international, Institut multilatéral de Vienne, Vienne, Autriche

15-16 Forum économique mondial sur l'Asie de l'Est, «Nouvelles perspectives pour l'intégration de l'Asie», Tokyo

16 Conférence internationale 2006 de la Banque de Corée, «Monetary Policy in an Environment of Low Inflation», Séoul

19-23 3^e Forum urbain mondial, Vancouver, Canada

19-23 Groupe d'action financière, troisième réunion plénière, Paris

20-22 Table ronde sur le gouvernement d'entreprise en Amérique latine, Buenos Aires, Argentine

22 Forum du livre, *Divergent Paths in Post-Communist Transformation—Capitalism for All or Capitalism for the Few?* de Oleh Havrylyshyn, Washington

22-23 «The East Asian Financial Markets—The Next Frontier», conférence organisée par la Banque mondiale et l'Autorité monétaire de Hong Kong, Hong Kong RAS

23-25 Symposium Chine-États-Unis, «Building the Financial System of the 21st Century», Pékin

JUILLET

3-5 Réunion de haut niveau du Conseil économique et social des Nations Unies, Genève

11-12 Séminaire de haut niveau du FMI sur la prévention des crises dans les pays émergents, Singapour

15-17 Sommet du Groupe des Huit, Saint-Petersbourg

AOÛT

27-1^{er} septembre Conférence internationale sur la réduction des désastres, Davos, Suisse

SEPTEMBRE

10-11 Sommet des affaires en Chine 2006, Pékin

19-20 Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale, Singapour

19-20 Assemblée générale des Nations Unies, réunion de haut niveau sur l'examen du

Programme d'action de Bruxelles en faveur des pays les moins avancés, New York

25-26 Forum public de l'Organisation mondiale du commerce, «What WTO in the 21st Century?» Genève

NOVEMBRE

23-24 Forum économique mondial en Turquie, «Connecting Regions—Creating New Opportunities», Istanbul, Turquie

26-28 Forum économique mondial, «India: Meeting New Expectations», New Delhi

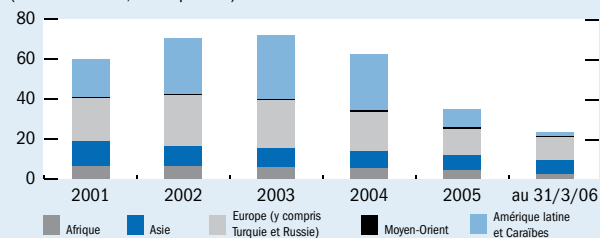
Conseil d'administration

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

Données financières du FMI

Total des crédits et des prêts du FMI, par région

(milliards de DTS; fin de période)



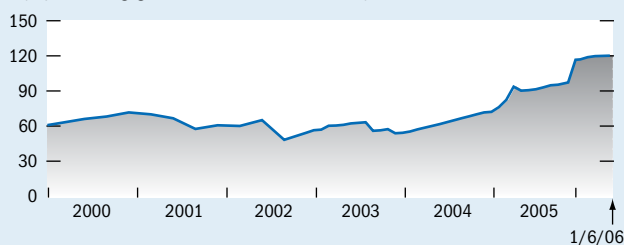
Encours des crédits les plus élevés

(milliards de DTS au 30/4/06)

Non concessionnels		Concessionnels	
Turquie	8,90	Pakistan	0,98
Indonésie	5,19	Congo, Rép. dém. du	0,55
Uruguay	1,26	Bangladesh	0,28
Ukraine	0,73	Cameroun	0,17
Serbie-et-Monténégro	0,66	Yémen, Rép. du	0,16

Ressources disponibles du FMI

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

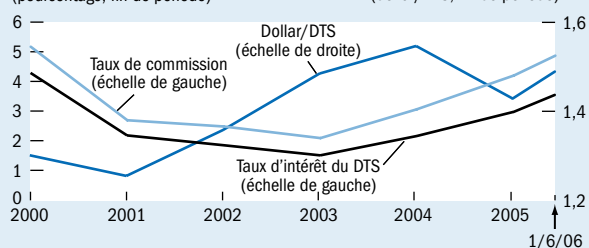


Note : Le droit de tirage spécial (DTS) est un avoir de réserve internationale créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves officielles existantes des États membres. Les DTS sont alloués à chaque État membre en proportion de sa

Évolution des taux

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

(pourcentage; fin de période)



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.

Première consultation multilatérale sur les déséquilibres mondiaux

L'Arabie Saoudite, la Chine, les États-Unis, le Japon et la zone euro ont accepté de participer à la première consultation multilatérale du FMI. Il s'agira d'examiner comment s'attaquer aux déséquilibres mondiaux tout en maintenant une croissance vigoureuse à l'échelle mondiale.

Notant avec satisfaction cette première consultation, Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, a souligné que la coopération des participants peut jouer un rôle important dans la correction ordonnée de ces déséquilibres et la pérennisation de la croissance mondiale, tandis que l'épargne, la consommation et l'investissement s'ajustent.

Les consultations multilatérales — une initiative proposée par M. de Rato en avril dans le cadre de la stratégie du FMI à moyen terme — font partie des responsabilités du FMI en matière de surveillance multilatérale et visent à compléter les consultations régulières de celui-ci avec les pays membres au titre de l'article IV. Elles offriront une tribune de discussion et chaque consultation portera sur une question économique ou financière internationale spécifique et impliquera directement les pays concernés.

L'objectif est de renforcer l'analyse par le FMI des avantages potentiels d'une action collective. Les consultations permettront au FMI et à ses pays membres de convenir de mesures et aideront les décideurs à montrer que les mesures qu'ils proposent seront prises aussi par leurs homologues étrangers pour le bien de tous.

La première consultation, qui implique les pays membres systématiquement importants et le groupe de pays cité plus haut, portera sur les effets de contagion et les rapports entre ces pays et les autres, et non sur des questions nationales. Le FMI a annoncé que ses services commenceraient bientôt à prendre des contacts en vue de cette première consultation. Ces contacts devraient être suivis de réunions entre la direction et les services du FMI et des représentants de tous les pays participants. Le résultat de la consultation, qui devrait s'achever d'ici la fin de 2006, sera examiné par le Conseil d'administration du FMI, puis par le Comité monétaire et financier international, qui est le principal organe consultatif des gouverneurs du FMI. ■

Zone euro : des gains de productivité seront essentiels

La reprise prend de l'ampleur dans la zone euro : le FMI prévoit une croissance du PIB réel voisine de 2 % en 2006. Cependant, dans une déclaration publiée le 6 juin à l'issue d'entretiens entre les services du FMI et des fonctionnaires des pays de la zone euro, il a été noté que des progrès décisifs dans les réformes structurelles, notamment budgétaires, seront nécessaires pour assurer une reprise soutenue. Il faudra redoubler d'effort pour exploiter les synergies entre ajustement budgétaire, réforme de la protection sociale et renforcement de l'efficacité des marchés du travail, des capitaux, des biens et — peut-être surtout — des services, notamment financiers. La région doit aussi faire face à des vents contraires appréciables : renchérissement du pétrole, appréciation de l'euro, faible croissance de la productivité et baisse de la population à compter de 2010.

Le FMI prévoit que l'inflation globale restera supérieure à 2 % par an pendant une bonne partie de 2006 et 2007, avant de reculer. Comme l'inflation ne retrouve que lentement son niveau de référence et que la reprise prend de l'ampleur, il est possible de continuer de retirer l'accompagnement monétaire. Cependant, le FMI n'est pas d'avis que les conditions nécessaires sont en place pour un durcissement durable, et donc plus substantiel. Il faudrait pour cela une accélération des variables fondamentales de la reprise — notamment, dans les circonstances actuelles, de la croissance de l'emploi — ou l'émergence d'effets secondaires ou de chocs supplémentaires qui intensifieraient les tensions inflationnistes intérieures. Après ces entretiens, la Banque centrale européenne a relevé ses taux de 25 points de base le 8 juin.

Bien profiter des réformes

Après dix ans de réforme, les marchés du travail de la zone euro sont plus flexibles, la situation financière des régimes de retraite est plus viable et quelques marchés de produits et de services sont libéralisés. Toutefois, selon le FMI, l'utilisation de la main-d'œuvre reste faible, le chômage élevé, la croissance de la productivité décevante et la viabilité des finances publiques à long terme préoccupante. Des réformes supplémentaires sont nécessaires et, comme l'indique l'expérience des pays européens qui ont le mieux réussi leurs réformes à long terme, l'essentiel est d'établir des ensembles synergiques et viables de mesures budgétaires et structurelles. En particulier, le FMI a recommandé de prendre des mesures plus ambitieuses dans les domaines suivants :

Budget. Étant donné les énormes problèmes qui s'annoncent, l'ajustement doit être au moins de ½ % du PIB par an pendant quatre à cinq ans, et porter surtout sur les dépenses.

Marchés de produits et du travail. Il reste prioritaire d'assouplir les marchés du travail, mais il faut mettre davantage l'accent sur la libéralisation des marchés de produits et de services, afin que la modération des salaires se traduise par une création d'emplois et non par une hausse des rentes.

Secteur financier. Il est essentiel d'accélérer l'intégration des marchés financiers européens, ce qui devrait stimuler la productivité et atténuer les déséquilibres régionaux. Il sera nécessaire aussi de renforcer la réglementation pour suivre l'intégration. ■

M. Caruana dirigera les travaux financiers et monétaires

Le 7 juin, Rodrigo de Rato, Directeur général du FMI, a nommé Jaime Caruana, actuellement Gouverneur de la Banque d'Espagne (banque centrale), au poste de Conseiller et de Directeur d'un nouveau département qui sera chargé de tous les aspects des travaux du FMI dans le domaine de la finance, des marchés de capitaux et de la monnaie.

M. Caruana, 54 ans, est à la tête de la Banque d'Espagne depuis 2000. Membre du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, il préside aussi le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et, à ce titre, est membre du Forum de stabilité financière. Avant d'arriver à la Banque d'Espagne, M. Caruana était Directeur du Trésor espagnol et a dirigé des sociétés d'investissement et de gestion de fonds pendant une dizaine d'années.

En annonçant cette nomination, qui prendra effet en août, M. de Rato a déclaré : «Jaime Caruana a une brillante carrière de plus de 30 ans dans le secteur financier public et privé en Espagne et sur la scène internationale. Je pense qu'il est idéalement placé, grâce à cette expérience diverse, pour être un porte-parole du FMI très respecté et influent sur les questions relatives au secteur financier et pour diriger ce nouveau département avec vision et compétence.»

Le département que M. Caruana dirigera sera issu de la fusion de deux départements existants : le Département des marchés de capitaux internationaux et le Département des systèmes monétaires et financiers (voir communiqué de presse n° 06/21 du FMI pour plus de détails sur cette fusion, annoncée en février).

Le choix a été effectué après un examen des candidats par un groupe international de fonctionnaires du FMI et des membres de l'équipe de direction. M. Caruana succédera à Gerd Häusler, qui a dirigé le Département des marchés de capitaux internationaux depuis sa création en 2001 et qui avait annoncé son intention de quitter le FMI en juillet 2006, et à Stefan Ingves, qui était à la tête du Département des systèmes monétaires et financiers jusqu'à sa nomination comme Gouverneur de la banque centrale de Suède (voir communiqués de presse n°s 06/29 et 05/223). ■



Jaime Caruana

Bernardo Rodriguez/EFE

Îles Marshall : des réformes pour pérenniser la croissance

Les Îles Marshall ont connu dix années d'expansion après leur indépendance en 1986, avant que l'activité chute au milieu des années 90 et remonte à la fin des années 90. La croissance de la production réelle a ralenti en 2003 et en 2004, du fait des retards dans l'exécution d'un programme de travaux publics et de la fermeture d'une usine privée de traitement du thon, qui a éliminé environ 500 emplois, selon le dernier bilan économique du FMI.

Le pays est fort tributaire de l'aide extérieure. Les dépenses publiques représentent plus de 70 % du PIB et environ 50 % des recettes publiques sont des dons extérieurs, principalement des États-Unis. Le secteur privé reste sous-développé : il fournit essentiellement des services à l'État, avec de faibles contributions de l'agriculture, de la pêche et du tourisme. En 2004, le Compact Agreement avec les États-Unis a été modifié : l'aide financière américaine a été prolongée jusqu'en 2023, avec une réduction progressive des dons. Globalement, le chômage a augmenté, sauf dans

la fonction publique, en raison de l'augmentation des dépenses d'éducation et de santé conformément au Compact modifié.

La situation budgétaire s'est détériorée en 2004, en partie à cause d'une baisse des dons pour les projets d'infrastructures, d'une diminution des impôts sur le revenu et de la volatilité des recettes non fiscales. Cependant, le total des dépenses a progressé, avec une réorientation des dépenses d'équipement vers les dépenses courantes. Les dépenses consacrées aux salaires et aux biens et services ont continué d'augmenter, ce qui a pesé sur la situation budgétaire. En 2005, sous l'effet d'une politique budgétaire expansionniste et d'une amélioration dans l'agriculture, la croissance réelle devrait s'être redressée et le déficit global des administrations publiques est estimé à 2 % du PIB, principalement à cause de la faiblesse des recettes.

Le Conseil d'administration du FMI a salué les efforts déployés par les autorités pour pérenniser la croissance en remboursant la dette commerciale dont le service coûte cher et en accumulant des réserves pour satisfaire à la contribution obligatoire au Compact Trust Fund. Les administrateurs ont salué le renforcement de la capacité institutionnelle du gouvernement, mais ils ont souligné la nécessité d'opérer des réformes budgétaires et structurelles supplémentaires, étant donné la baisse anticipée des dons au titre du Compact et la hausse prévue des paiements au titre du service de la dette. S'ils ont appelé à une réduction des dépenses, en particulier de la masse salariale, les administrateurs ont souligné qu'il importait de préserver les dépenses essentielles. ■

Îles Marshall	2002	2003	2004	Est. 2005	Proj. 2006
PIB réel (variation en %)	4,0	1,8	0,4	3,5	4,0
Indice des prix à la consommation (variation en %)	-0,4	-0,9	2,0	3,5	2,9
Recettes et dons (% du PIB)	64,2	65,0	56,2	58,1	69,6
Compact Trust Fund (millions de dollars, fin de période) ¹	32,0	47,1	60,4
Dette extérieure (% du PIB, fin de période) ²	70,6	71,2	76,4	69,8	63,6

Note : L'exercice budgétaire se termine le 30 septembre.

¹Les avoirs dans les fonds fiduciaires sont considérés comme non utilisables.

²Dette contractée ou garantie par l'État uniquement.

Sources : autorités des Îles Marshall; estimations et projections des services du FMI.

Malaisie : une situation économique solide, mais des problèmes subsistent

Une politique macroéconomique prudente et des réformes structurelles ont permis à la Malaisie d'enregistrer de bons résultats économiques en 2005. La croissance du PIB réel a atteint 5,3 % et devrait passer à 5,5 % en 2006, grâce à la vigueur de la consommation privée et au redressement de l'investissement fixe privé, selon le bilan annuel du FMI. L'inflation est montée à 3 % principalement en raison des ajustements des prix de détail des carburants, mais l'inflation de base est restée modérée. Le déficit de l'État fédéral est tombé à 3,8 % du PIB, et l'excédent du secteur public consolidé s'est stabilisé à 4 %, la compagnie pétrolière nationale profitant des cours élevés du pétrole. La position extérieure reste solide, les réserves atteignant 70,5 milliards de dollars

Malaisie	2003	2004	Est. 2005	Proj. 2006
PIB réel (variation en pourcentage)	5,4	7,1	5,3	5,5
Inflation (IPC) (moyenne sur la période) ¹	1,1	1,4	3,0	3,1
Réserves de change brutes (milliards de dollars) ¹	44,9	66,7	70,5	85,4
	(en pourcentage du PIB)			
Solde global de l'État fédéral	-5,3	-4,3	-3,7	-3,4
Solde primaire non pétrolier de l'État fédéral	-6,6	-7,0	-6,9	-7,9
Solde des transactions courantes	12,8	12,6	14,3	14,2

¹Pour 2005, chiffres observés à fin décembre.
Sources : autorités de la Malaisie; estimations et projections des services du FMI.

fin 2005, et l'excédent courant s'est creusé à 15,2 % du PIB. Les entreprises et le secteur financier sont de plus en plus solides.

Les perspectives sont favorables, mais il subsiste des problèmes. Une croissance vigoureuse est prévue, grâce à la demande privée intérieure et à un climat extérieur favorable, mais les cours élevés du pétrole et une pandémie de grippe aviaire présentent des risques sérieux de dégradation. Il faudra réduire la forte dépendance à l'égard des recettes pétrolière et gazières, et ancrer les anticipations inflationnistes en communiquant clairement la politique monétaire.

Le Conseil d'administration a félicité les autorités pour leur excellente gestion de l'économie et a noté les perspectives favorables à court terme. Saluant l'abandon du rattachement comme une «première étape essentielle», les administrateurs ont indiqué que les autorités pouvaient maintenant assurer une plus grande flexibilité du taux de change en laissant celui-ci être déterminé par les données fondamentales. Ils ont noté aussi qu'une plus grande flexibilité faciliterait un ajustement en douceur aux changements structurels et une généralisation de la croissance, ce qui contribuerait à une résorption ordonnée des déséquilibres mondiaux. Il faut réduire le déficit de l'État fédéral et la dépendance à l'égard des recettes pétrolières et gazières. Les administrateurs ont ajouté qu'il serait prudent d'accroître l'efficacité du système fiscal et de remplacer progressivement les subventions pétrolières par une aide bien ciblée pour les plus démunis. ■

São Tomé-et-Principe : priorité à la gestion transparente des recettes pétrolières

Les réformes économiques opérées depuis 1998 ont aidé São Tomé-et-Principe à accélérer la croissance du PIB réel, à réduire l'inflation et à faire avancer les réformes structurelles. Toutefois, les résultats budgétaires ont été inégaux, le déficit atteignant un record en 2004. Depuis 2005, dans le cadre d'un programme d'ajustement appuyé par la FRPC, les autorités ont réussi à rééquilibrer leur budget.

Selon le dernier bilan du FMI, les perspectives pour 2006 restent favorables, en dépit d'une hausse récente de l'inflation : la croissance devrait être vigoureuse et la position extérieure relativement favorable. Dans le cadre du programme FRPC, les autorités cherchent à éliminer les arriérés fiscaux, réforment les procédures de l'administration douanière et réorientent les dépenses vers la lutte contre la pauvreté. La politique monétaire vise à ralentir l'in-

flation et les réformes structurelles mettront l'accent sur le développement du secteur privé dans l'économie non pétrolière.

Le Conseil d'administration a noté que les autorités restent déterminées à s'attaquer aux déséquilibres macroéconomiques tout en renforçant les conditions nécessaires pour une croissance durable et une réduction de la pauvreté. À moyen terme, il s'agira essentiellement de mettre en place des institutions solides qui encouragent une gestion transparente des recettes pétrolières, d'accélérer la croissance dans l'économie non pétrolière et de soutenir les progrès vers les objectifs du Millénaire pour le développement.

Les administrateurs ont noté avec satisfaction que les autorités soutiennent le rééquilibrage budgétaire, qui sera appuyé par un système modernisé de gestion du budget et des dépenses. La politique monétaire est restée adéquate : elle a soutenu l'objectif d'inflation des autorités et a préservé la position des réserves de change de la banque centrale. Les administrateurs ont salué aussi l'amélioration du contrôle bancaire.

Les administrateurs engagent les autorités à accélérer les réformes structurelles, en soulignant qu'il importe d'appliquer le plan d'amélioration des finances de la compagnie d'eau et d'électricité, et d'achever les études de faisabilité des autorités aéroportuaires et maritimes. Ils recommandent aussi d'améliorer le climat des affaires et d'approuver de nouveaux codes pour les impôts sur le revenu des particuliers et les bénéfices des sociétés. ■

São Tomé-et-Principe	2003	2004	Est. 2005	Proj. 2006
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	4,0	3,8	3,8	4,5
Prix à la consommation (fin de période)	10,2	15,2	17,0	13,0
	(en pourcentage du PIB)			
Solde des transactions courantes ¹	-56,7	-58,9	-59,2	-59,8
Solde budgétaire global, y compris dons ²	-17,0	-26,6	56,9	59,6

¹Hors transferts officiels.
²Y compris les bonus de signature pétroliers en 2005 et 2006.
Sources : autorités de São Tomé; estimations et projections des services du FMI.

Pour plus de renseignements, voir les notes d'information au public n^{os} 06/26 (Îles Marshall), 06/30 (Malaisie) et 06/36 (São Tomé-et-Principe) sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Le ciblage de l'inflation dans les pays non industrialisés

On associe généralement une politique monétaire basée sur le ciblage de l'inflation avec les pays industrialisés, comme le Canada, la Nouvelle-Zélande, la Suède et le Royaume-Uni, où la stratégie a été inventée au début des années 90. Aujourd'hui, cependant, deux tiers des pays qui recourent au ciblage de l'inflation sont des pays non industrialisés et ce nombre va probablement doubler dans les cinq prochaines années. Un récent document de travail du FMI s'inspire de l'expérience de pays non industrialisés depuis les années 90 pour examiner dans quelle mesure le ciblage de l'inflation a donné de meilleurs résultats macroéconomiques que d'autres régimes. Il passe en revue deux groupes de pays non industrialisés — l'un utilisant le ciblage de l'inflation et l'autre pas — et compare leurs résultats macroéconomiques. Il conclut que les pays qui ciblent l'inflation ont obtenu de meilleurs résultats — recul de l'inflation sans ralentissement de la croissance — tant au fil du temps que par rapport aux pays appliquant d'autres régimes monétaires.

Lorsque les pays industrialisés ont commencé à adopter des cadres de ciblage de l'inflation pour leur politique monétaire dans les années 90, il était communément admis, y compris au FMI, que le ciblage de l'inflation n'était pas une stratégie appropriée pour les pays non industrialisés en raison des exigences institutionnelles et techniques nécessaires à son succès : autonomie institutionnelle de la banque centrale; capacités analytiques développées à la banque centrale, et données nécessaires; prix non réglementés pour l'essentiel et déterminés par le marché; et système financier solide avec des mécanismes efficaces de transmission pour la politique monétaire.

Préalables pour le ciblage de l'inflation

L'étude du FMI met en doute l'à-propos de ces préalables pour deux raisons. Premièrement, ceux-ci sont importants pour *n'importe quel* cadre de politique monétaire et peut-être même plus pour les régimes autres que le ciblage de l'inflation. Par exemple,

si un pays a un problème de domination de la politique budgétaire ou si son système financier est fragile, un régime de rattachement sera peut-être plus difficile à maintenir qu'un ciblage de l'inflation. Il est donc incorrect de supposer que, si les divers préalables au ciblage de l'inflation ne sont pas satisfaits, un autre régime donnera nécessairement de meilleurs résultats.

Deuxièmement, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure un pays remplit les conditions nécessaires au succès du ciblage de l'inflation. Dans la pratique, la plupart des pays ont pu adopter un régime de ciblage de l'inflation même avec des déficiences considérables en matière de politique économique. Selon une enquête du Département des études du FMI auprès de banques centrales, des améliorations des conditions ont généralement accompagné ou suivi, et non précédé, l'adoption du ciblage de l'inflation. D'autres données empiriques indiquent que l'existence des préalables standard n'a pas été plus essentielle pour les résultats macroéconomiques des pays non industrialisés ciblant l'inflation que pour ceux des autres pays non industrialisés. Il est donc peut-être plus approprié de considérer les conditions techniques traditionnelles comme des «co-conditions» plutôt que comme des préalables à l'adoption du ciblage de l'inflation.

Cela dit, les pays non industrialisés ont généralement plus de mal à atteindre leurs objectifs d'inflation, et c'est peut-être en partie parce que leur situation de départ est moins favorable. Cependant, les résultats s'améliorent rapidement en général : l'apprentissage par la pratique présente donc des avantages. Bien qu'une situation de départ favorable améliore probablement les résultats du ciblage de l'inflation, elle est peut-être moins importante pour établir la crédibilité d'un régime de ciblage de l'inflation et ancrer les anticipations. Il est plus important que les autorités politiques s'engagent pleinement à soutenir le cadre d'action et à faciliter la mise en place des conditions nécessaires à son succès.

Un régime de ciblage de l'inflation pourrait être inapproprié pour cinq raisons principales.

Le Conseil d'administration examine le ciblage de l'inflation

Lors d'un récent séminaire du Conseil, les administrateurs ont pris note avec intérêt de l'étude ci-dessus parce que les pays émergents et les pays en développement sont de plus en plus nombreux à adopter le ciblage de l'inflation. Les administrateurs sont convenus que le ciblage de l'inflation dans les pays émergents est associé à des améliorations plus sensibles des résultats macroéconomiques que d'autres régimes monétaires et que les pays adoptant ce régime ont pu mettre en place une stratégie crédible de lutte contre l'inflation.

Les administrateurs ont averti qu'il fallait tenir compte de plusieurs facteurs importants avant de tirer des conclusions hâtives concernant les avantages potentiels du ciblage de l'inflation par rapport à d'autres régimes : l'expérience est de courte durée, l'échantillon de pays étudiés est relativement petit, il est difficile d'évaluer l'efficacité d'un régime parce que la situation globale est favorable et

que l'inflation baisse de manière générale, ce qui a profité à tous les pays, et les pays privilégient aujourd'hui la stabilité des prix.

Les conditions techniques et institutionnelles nécessaires pour adopter le ciblage de l'inflation sont peut-être moins strictes qu'on ne le pensait, ont noté les administrateurs. Ceux-ci ont souligné l'importance de préalables, en particulier l'autonomie de la banque centrale, le rééquilibrage budgétaire et le développement adéquat des marchés financiers, et jugent nécessaires aussi un engagement résolu des autorités monétaires et budgétaires, un solide appui politique et une politique budgétaire cohérente. De nombreux administrateurs ont averti qu'il ne fallait pas considérer le ciblage de l'inflation comme une panacée macroéconomique, parce que nombre de pays devront encore surmonter de gros problèmes opérationnels et de capacités.

Faibles capacités opérationnelles. Dans certains pays, les capacités opérationnelles de la banque centrale sont trop faibles, ou le système financier est trop peu développé, pour que la politique monétaire puisse être indépendante.

Fixation des salaires et des prix par l'étranger. Les salaires et les prix sont presque totalement déterminés par les prix extérieurs et le taux de change, auquel cas le ciblage de l'inflation ne réduirait pas la volatilité de la production ou de l'inflation mieux qu'un régime de rattachement.

Inflation initiale élevée. Le ciblage de l'inflation n'a pas souvent été adopté en période d'inflation élevée, peut-être parce que les risques de rater les objectifs de désinflation n'accroîtraient pas la crédibilité du régime de ciblage.

Appui politique insuffisant. Sans un engagement politique manifeste — envers l'indépendance de la banque centrale et l'adoption de politiques budgétaire et salariale qui permettraient d'atteindre les objectifs d'inflation — la crédibilité des objectifs d'inflation pourrait être sérieusement compromise.

Inexécution. Le ciblage de l'inflation ne doit être adopté que si la banque centrale est prête à prendre les décisions et mesures nécessaires pour mener le projet à terme; en particulier, l'objectif d'inflation doit être systématiquement en tête de ses priorités.

Ciblage sur mesure

Le ciblage de l'inflation n'est pas un cadre d'action uniforme. Les problèmes liés à son application varient d'un pays à l'autre. Dans les pays non industrialisés, ces problèmes sont la piètre gestion financière du secteur public, le sous-développement des institutions et marchés financiers, la faible crédibilité de la politique monétaire, la forte dollarisation des engagements financiers et la vulnérabilité aux brusques variations des flux de capitaux et de l'opinion des investisseurs internationaux. Souvent, la structure de l'économie et les mécanismes de transmission de la politique monétaire sont plus incertains, et il est parfois plus difficile d'évaluer la position conjoncturelle en raison de la faiblesse des données.

Le sous-développement des institutions et marchés financiers influe sur l'efficacité et la vitesse des différentes voies de transmission de la politique monétaire. Une forte dollarisation peut modifier sensiblement la transmission de la politique monétaire : elle amplifie souvent l'effet des variations des taux de change sur l'activité. Dans ce cas, un plus grand lissage du taux de change pourrait être approprié. Il pourrait être nécessaire aussi de prendre des mesures prudentielles et d'opérer d'autres réformes pour renforcer le système financier, en particulier pour réduire la vulnérabilité aux variations des taux de change.

Les pays non industrialisés adoptent souvent le ciblage de l'inflation dans le cadre d'un programme plus vaste de réformes économiques. La libéralisation des mouvements de capitaux, ainsi que la privatisation et les nouvelles possibilités d'investissement, ont entraîné des entrées de capitaux massives dans plusieurs pays, qui ont exercé de fortes pressions à la hausse sur les taux de change. L'engagement pris à l'égard de l'objectif d'inflation peut alors être

en nette contradiction avec les pressions en faveur du maintien de la stabilité du taux de change et de la compétitivité extérieure. Des interventions massives sur le marché des changes ou des mesures administratives ont été utilisées pour contenir les pressions sur le taux de change, mais ces mesures ont parfois une efficacité limitée et risquent de mettre en doute les priorités de la banque centrale. Le rôle à attribuer aux interventions sur le marché des changes dans un régime de ciblage de l'inflation n'est pas clairement défini et des travaux supplémentaires seront nécessaires pour établir des méthodes d'intervention qui sont compatibles avec ce régime.

Les faiblesses des données et l'incertitude entourant la structure de l'économie et la transmission de la politique monétaire peuvent aussi entraîner des changements dans l'application du ciblage de l'inflation. L'ambiguïté à propos de la situation économique, ainsi que la vitesse ou l'efficacité avec laquelle les ajustements de la politique monétaire auront des effets sur l'inflation, peuvent se refléter dans le choix de la politique et le degré d'agressivité de l'ajustement de ses paramètres à l'évolution prévue de l'inflation et aux risques connexes.

Conclusion

Le niveau et la volatilité de l'inflation ont diminué davantage dans les pays non industrialisés ayant adopté le ciblage de l'inflation que dans les autres, et ce, sans que la croissance ait ralenti ou soit devenue plus volatile. Dans les années 90, les taux de croissance ont été similaires dans les deux groupes de pays et la volatilité de la production a légèrement baissé dans les pays ciblant l'inflation. Cependant, il convient d'interpréter ces résultats avec prudence, car corrélation n'est pas causalité. Par exemple, il est difficile de distinguer l'effet spécifique du ciblage de l'inflation et l'effet général de réformes économiques de plus grande portée qui ont été opérées simultanément.

À mesure qu'augmente le nombre de pays non industrialisés qui ciblent l'inflation, le FMI recevra probablement une demande encore plus élevée d'assistance technique. Pour répondre à cette demande, il faudra peut-être changer la manière dont l'assistance est fournie. Les méthodes de surveillance du FMI devront être modifiées et les travaux sur le ciblage de l'inflation intensifiés. Il faudra peut-être aussi continuer d'adapter les programmes appuyés par le FMI et la conditionnalité connexe. En 2000, le cadre d'application de la conditionnalité dans les programmes appuyés par le FMI a été modifié pour les pays ciblant l'inflation. Cependant, comme peu de pays ont utilisé ce régime jusqu'à présent, il est difficile d'en juger l'efficacité. La question aujourd'hui en discussion est de savoir si l'on pourrait rendre la conditionnalité plus prospective en mettant l'accent sur des indicateurs de l'inflation future. ■

*Nicoletta Batini et Kalpana Kochhar, FMI, Département des études
Peter Breuer, FMI, Département de l'élaboration et de l'examen des politiques
Scott Roger, FMI, Département des systèmes monétaires et financiers*

Le texte intégral du document intitulé «Inflation Targeting and the IMF» est disponible sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

La délocalisation des services dope la productivité américaine

Depuis des siècles, les entreprises américaines consomment des biens importés pour produire et exporter. Grâce aux percées des technologies de l'information (TI), aujourd'hui elles peuvent également se tourner vers l'étranger pour trouver des services moins coûteux s'appuyant sur un éventail d'aptitudes différent. Entre 1992 et 2000, la délocalisation des services des entreprises américaines a progressé en moyenne de 6,3 % chaque année. Depuis, ce phénomène n'a fait que s'intensifier, faisant craindre des pertes d'emploi chez les travailleurs américains. Dans un récent document de travail du FMI, Mary Amiti et Shang-Jin Wei examinent la délocalisation et constatent qu'effectivement il y a eu quelques pertes d'emplois dans le secteur de la transformation. Ils ajoutent cependant que la délocalisation a donné un coup de fouet à la productivité au États-Unis, compensant ainsi en partie les pertes grâce à la création d'emplois dans d'autres secteurs de l'économie.

Bien que la délocalisation de la production (voir graphique) soit nettement plus importante que celle des services, les progrès des TI, et notamment l'expansion d'Internet à travers le monde et la numérisation des lignes et des équipements téléphoniques, sont à l'origine d'une explosion de la délocalisation des services. D'ailleurs plus les entreprises consomment des services pour leur production et plus elles ont de chances de se prévaloir des progrès technologiques qui ont pour effet de réduire le prix de revient des services délocalisés. Aujourd'hui, la délocalisation des centres d'appel et de la conception de logiciels vers l'Inde est monnaie courante.

Cette tendance n'est pas sans inquiéter aux États-Unis où l'on craint une fuite d'emplois vers les pays en développement. Selon une étude réalisée en 2004 par l'université du Maryland, en 1999, 57 % des employés américains gagnant plus de 100.000 dollars par an étaient en faveur du libre-échange, alors qu'en 2004 ils n'étaient plus que 28 %. Le rejet de la délocalisation des services est manifeste dans la décision du Sénat américain d'exclure des marchés publics fédéraux les entreprises ayant l'intention d'effectuer une partie de leur travail à l'étranger (cette initiative n'a cependant pas été entérinée par la Chambre des représentants).

Les idées reçues et les faits

Certains media et certains politiques, armés d'estimations fournies par des consultants, ont braqué l'attention du public sur le binôme délocalisation/pertes d'emploi. Selon un grand spécialiste des TI, la délocalisation des services devrait s'accroître annuellement de 30 à 40 % durant les cinq années à venir et le nombre d'emplois américains délocalisés devrait passer de 400.000 aujourd'hui à 3,3 millions en 2015. S'agissant des TI, 8 % des emplois devraient être délocalisés durant



Les progrès des technologies de l'information ont accéléré la délocalisation des services.

les 12 prochaines années. Comment ces chiffres ont-ils été calculés? C'est la question que posent Amiti et Wei.

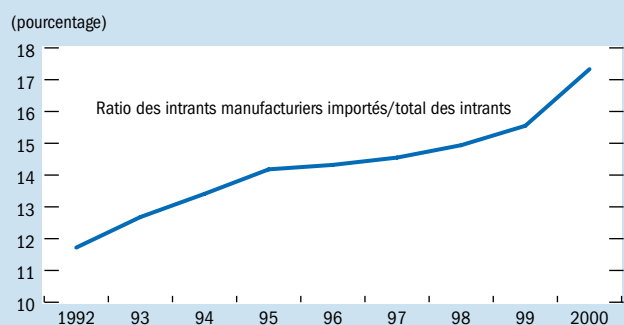
De fait, les effets de la délocalisation des services sur la productivité et l'emploi n'ont jamais été examinés de façon systématique. L'étude d'Amity et de Wei comble une lacune en procédant à ce type d'examen aux États-Unis pour la période 1992–2000.

L'emploi est-il en danger aux États-Unis?

Pour mesurer les retombées de la délocalisation des services sur l'emploi, les auteurs suivent une démarche classique d'analyse de la demande de main-d'œuvre et combinent les données sur le commerce extérieur avec les informations contenues dans les matrices détaillées d'entrées et de sorties de l'*US Bureau of Labor Statistics*. Pour mesurer l'évolution de la délocalisation des services ils ont calculé la part respective

Lentement mais régulièrement

La délocalisation de la production est courante depuis des décennies et ce phénomène s'intensifie.



Source : calculs des auteurs.

des cinq catégories suivantes de services importés dans la production du secteur manufacturier en 2000 : services de gestion (12 %), finances (2,4 %), télécommunications (1,3 %), assurances (0,5 %) et information et informatique (0,4 %).

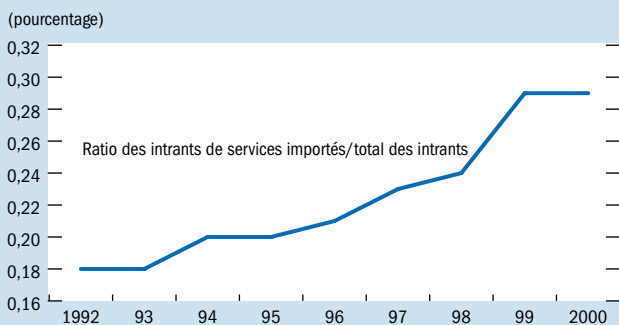
En poussant la granularité de leur analyse à 450 secteurs d'activité, Amiti et Wei ont constaté que la délocalisation des services avait entraîné une perte d'emplois d'environ 0,4 % dans l'industrie manufacturière. Cependant, lorsque les secteurs ventilés n'étaient plus que 96, la délocalisation des services n'avait, semble-t-il, pas d'effet notable sur l'emploi. Autrement dit, la croissance de la demande des autres secteurs d'activité, globalement définis, suffisait à compenser les retombées négatives.

La délocalisation des services peut agir sur la demande de main-d'œuvre selon trois mécanismes différents. Premièrement, il se produit un effet de substitution par le prix des produits ou services qui entrent dans la production. En d'autres termes, la baisse des prix des services importés entraîne une diminution de la demande de main-d'œuvre pour autant que la main-d'œuvre et les services importés soient interchangeables. Deuxièmement, si la délocalisation améliore la productivité cela signifie que les entreprises peuvent produire autant en dépensant moins. Autrement dit, pour un niveau de production donné, la délocalisation peut théoriquement entraîner une diminution de la demande de main-d'œuvre. Troisièmement, la délocalisation peut agir sur cette demande par le truchement de la demande du produit : du fait d'une plus grande délocalisation, une entreprise ou un secteur peuvent gagner en efficacité et en compétitivité, d'où une plus grande demande de produits et donc de main-d'œuvre.

Dans un secteur donné, la délocalisation peut donc avoir sur l'emploi un effet positif ou négatif selon que l'effet positif sur la demande dépasse ou non les effets négatifs de substitution ou de productivité. Pour l'ensemble de l'économie américaine, Amiti et Wei ont constaté que la délocalisation de services n'avait agi que très peu sur l'emploi global.

Une délocalisation en hausse

Si elle reste faible, la délocalisation des services est en plein essor en raison des progrès technologiques.



Source : calculs des auteurs.

Délocalisation et productivité

L'étude d'Amity et Wei révèle que la délocalisation a entraîné une amélioration de la productivité de 3 % à 4,5 % dans le secteur manufacturier entre 1992 et 2000. La valeur ajoutée par travailleur s'est accrue en moyenne de 35 % durant cette période et les auteurs estiment que la délocalisation de services représentait de 11 % à 13 % de la croissance de la productivité et la délocalisation de biens, de 3 % à 6 %.

La délocalisation peut agir sur la productivité au moins de trois manières : par le biais d'un gain d'efficacité statique, par la restructuration et par les flux de connaissances. Premièrement, lorsqu'une entreprise décide de relocaliser des chaînons relativement inefficients de son processus de production dans un autre pays qui peut produire moins cher, elle peut accroître sa production là où elle jouit d'un avantage comparatif. Dans ce cas, les travailleurs restants deviennent plus productifs en moyenne du fait de l'évolution de la composition des effectifs. Deuxièmement, les travailleurs restants peuvent gagner en efficacité si la délocalisation permet à l'entreprise de se restructurer en élargissant les perspectives technologiques. Selon Amity et Wei cela a plus de chances de se produire dans la délocalisation des services, comme par exemple l'informatique et l'information, que dans celle des biens de production. Troisièmement, les entreprises peuvent fonctionner plus efficacement en important des services. Par exemple, un nouveau logiciel peut contribuer à améliorer la productivité moyenne des travailleurs.

Compenser la perte d'emplois

Amity et Wei ont constaté que la délocalisation de services a entraîné quelques pertes d'emploi dans le secteur de la transformation aux États-Unis, mais que ces pertes ont été compensées par la création d'emplois dans d'autres sous-secteurs, grâce notamment aux gains de productivité. Bien que l'effet global sur l'emploi dans le secteur manufacturier américain soit négligeable, il reste peut-être à étudier les différences éventuelles entre emplois qualifiés et non qualifiés. Ces différences étaient en tout cas avérées dans le cas des délocalisations de biens. Par exemple, une étude de Robert Feenstra et de Gordon Hanson en 1999 constatait que les délocalisations de biens représentaient 40 % de l'augmentation de la prime de salaire qualifié, les étapes de la production à forte intensité de main-d'œuvre non qualifiée étant relocalisées. Il serait intéressant de voir si la délocalisation de services entraîne une diminution de la prime puisque l'on estime en général que les prestataires de services ont en moyenne une intensité d'aptitudes supérieure à celle de la production manufacturière. ■

Cet article est inspiré du document de travail du FMI n° 05/238, intitulé «Service Offshoring, Productivity, and Employment: Evidence from the United States», de Mary Amity et Shang-Jin Wei. Des exemplaires sont disponibles au prix de 15 dollars auprès des Services des publications du FMI. Pour commander voir instructions page 176. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site du FMI (www.imf.org).

Pourquoi un excès d'emprunts publics peut être nuisible

Ces dernières années, dans nombre de pays à revenu intermédiaire, l'État a réduit sa dette extérieure et a emprunté de plus en plus sur le marché intérieur. C'est une évolution bienvenue, parce que la dette intérieure ne présente pas les risques de viabilité qui sont liés à une dette en monnaies étrangères. Mais une tendance connexe est peut-être moins positive : dans nombre de ces pays, la dette publique absorbe une part en croissance rapide du crédit à la disposition de l'économie. Un nouveau document de travail du FMI examine les implications défavorables de cette tendance pour le développement du secteur financier.

L'étude porte sur 73 pays à revenu intermédiaire, dont la plupart dispose d'un secteur financier, mais continue d'avoir du mal à le développer. Il en ressort que le secteur public absorbe plus de 20 % du crédit bancaire total dans plus de la moitié de ces pays et plus de 50 % dans 13 d'entre eux. Par ailleurs, la part des emprunts publics a augmenté rapidement dans nombre de ces pays ces dernières années (voir graphique).

Si les emprunts publics restent bien plus faibles que la dette extérieure, ils ont progressé lentement depuis le début des années 90, alors que la dette extérieure a diminué nettement. Conjugée à la contraction de certains secteurs bancaires à la suite de crises, cette tendance a contribué à une hausse spectaculaire du ratio moyen emprunts publics/crédit total depuis le milieu des années 90, de 18 % à plus de 27 % en 2003. Il semble y avoir une tendance générale au remplacement du financement extérieur par le financement intérieur : parmi les pays qui ont réduit leur dette extérieure en pourcentage du PIB entre 1990 et 2003, environ quatre-cinquièmes ont accru leurs emprunts publics intérieurs en pourcentage du PIB. Bien que cette tendance puisse s'expliquer par le développement des circuits financiers, la part des emprunts publics dans le total du crédit bancaire a augmenté aussi dans deux tiers environ des pays.

Des risques

Cette évolution des emprunts publics est préoccupante, parce que si ces emprunts poussent le secteur privé hors du marché du crédit, la croissance économique peut en pâtir. En outre, les banques qui prêtent principalement au secteur public risquent de devenir paresseuses : grâce à une dette publique élevée, relativement sûre et facile à entretenir, elles seront peut-être rentables, mais aussi inefficaces. Et, à long terme, cette paresse pourrait freiner le développement du secteur financier, parce que des banques paresseuses n'auront probablement guère envie de développer le marché bancaire. Par ailleurs, une faible efficacité creusera probablement la marge d'intérêt

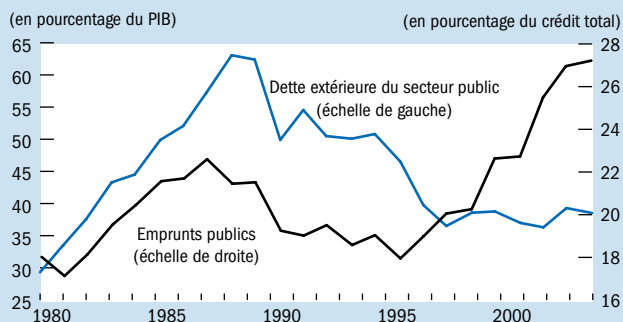
entre les prêteurs et les emprunteurs, et la perte d'efficacité créée par l'intermédiation financière augmentera. Même s'il ne fait aucun doute que l'endettement public facilite le développement financier, au-delà d'un certain niveau, il pourrait le freiner.

Selon l'étude, c'est plus qu'une hypothèse. Les banques qui investissent principalement dans la dette publique sont généralement plus rentables et moins efficaces que les autres, et lorsque le secteur public absorbe une plus grande partie du crédit bancaire, le secteur financier se développe moins vite dans les pays en développement. Ce syndrome apparaît parce que le rendement d'un prêt est déterminé par le taux débiteur, le taux de refinancement, les coûts administratifs, les taxes, la perte attendue et le coût du capital (déterminé par le risque d'une perte imprévue).

Les prêts accordés à des emprunteurs privés sont généralement désavantageux à tous ces égards : ils sont plus coûteux à refinancer s'ils sont plus risqués et les déposants exigent une prime de risque des banques dont le portefeuille de prêts est plus risqué; faute des économies d'échelle des emprunts publics de montant élevé, leur gestion coûte plus cher; l'intérêt qu'ils produisent pourrait être davantage imposé que celui des titres publics; et les pertes attendues et le coût du capital seront presque certainement plus élevés que pour des emprunts publics (à moins que l'État ne soit en très mauvaise situation financière). Pour que les prêts accordés au secteur privé soient aussi rentables que ceux octroyés à l'État, une banque devra faire payer à ses emprunteurs privés une prime de taux d'intérêt substantielle.

Dette et crédit du secteur public

Lorsque les États empruntent plus chez eux, il se peut qu'ils poussent le secteur privé hors du marché du crédit.



Note : Moyenne de 42 pays à revenu intermédiaire pour lesquels des séries de données suffisamment longues étaient disponibles.
Sources : FMI, *International Financial Statistics* et *Perspectives de l'économie mondiale*; calculs des auteurs.

Dans la pratique, des distorsions de marché empêchent souvent les banques d'obtenir cette prime. Par exemple, les banques préfèrent ne pas prêter à des emprunteurs qui sont disposés à payer des taux d'intérêt au-dessus d'un certain niveau, parce qu'elles pensent que ces emprunteurs sont impliqués dans des projets très risqués. Parmi les autres distorsions figurent la réglementation des taux d'intérêt ou la collusion entre banques, qui peuvent produire un taux d'intérêt qui dépasse le rendement de la plupart des projets du secteur privé.

À la limite, ces distorsions pourraient aboutir à un marché du crédit segmenté : si les emprunteurs privés ne sont pas autorisés à payer la prime requise, ou ne peuvent pas la payer, les banques commenceront par prêter tout ce qu'elles peuvent à l'État et puis seulement le solde au secteur privé. En fait, si la répression financière, par exemple le plafonnement des taux créditeurs, est en baisse dans de nombreux pays en développement, le fait que les prêts bancaires au secteur public restent volumineux dans nombre de ces pays porte à croire que c'est ce que les banques préfèrent.

Le niveau élevé des prêts au secteur public peut réduire l'efficacité des banques de plusieurs manières. Premièrement, leur rentabilité relativement élevée : la promesse de bénéfices plutôt élevés et sûrs atténue probablement les pressions en faveur d'une maîtrise des coûts. Cet effet pourrait en fin de compte plus que compenser tout gain d'efficacité résultant des prêts à grande échelle à l'État.

Deuxièmement, les États qui recourent largement au financement bancaire seront probablement réticents à abandonner le contrôle des banques publiques — qui s'avèrent moins efficaces que les banques privées. Troisièmement, les banques qui prêtent principalement à l'État ne sont probablement guère intéressées par la concurrence : le fait qu'elles aient toutes le même gros client, dont la demande est probablement insensible au taux d'intérêt, devrait encourager fortement la collusion dans les adjudications d'obligations publiques.

Des complications potentielles

Dans quelle mesure les emprunts publics influent-ils sur le développement financier? L'étude inclut des données empiriques selon lesquelles des emprunts publics élevés auprès des banques intérieures tendent à nuire à la profondeur

et à la qualité du développement financier, et annulent au moins en partie l'effet positif que les emprunts publics ont généralement sur la liquidité du système bancaire.

Cette observation devrait préoccuper les autorités, étant donné le lien avéré entre développement financier et croissance économique, et la prise de conscience croissante du fait que des secteurs financiers sous-développés peuvent amplifier la volatilité macroéconomique, par exemple en imposant l'ouverture financière à une économie mal préparée, ce qui rend celle-ci plus vulnérable à une crise du compte de capital. Le sous-développement du secteur financier

complique aussi la politique économique — notamment la politique budgétaire — par exemple en limitant la dette qu'une économie peut tolérer. Et les effets prononcés, en particulier sur les taux d'intérêt, que les activités financières du secteur public exercent dans des systèmes financiers intérieurs peu développés compliquent la politique monétaire.

Il faut prendre davantage en compte ces liens entre politique budgétaire et développement financier pour évaluer les coûts et les avantages des déficits publics, ainsi que les avantages et les inconvénients du financement intérieur et du financement extérieur de la dette. L'enseignement à tirer pour les pays en développement est que aussi longtemps que leur secteur public absorbe une grande partie du crédit bancaire, la libéralisation financière et les réformes du cadre institutionnel du développement financier

n'amélioreront pas suffisamment l'accès du secteur privé au crédit. ■

David Hauner

FMI, Département des finances publiques



Les banques qui prêtent au secteur public risquent de devenir paresseuses : grâce à une dette publique élevée, relativement sûre et facile à entretenir, elles seront peut-être rentables, mais aussi inefficaces.

Cet article est inspiré du document de travail du FMI n° 06/26, intitulé «Fiscal Policy and Financial Development». Des exemplaires de ce document sont disponibles au prix de 15 dollars l'unité auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 176. Le texte intégral peut également être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Singapour : de la reprise à l'expansion soutenue

Durant la décennie écoulée, Singapour est parvenue à surmonter les effets de nombreux chocs exogènes et d'une intensification de la concurrence régionale grâce, en grande partie, à des réformes structurelles et des politiques macroéconomiques propices. Son économie demeure vigoureuse mais la montée de l'inflation souligne combien il est important de bien doser les différentes mesures de politique économique. La concurrence régionale étant plus intense, Singapour devra maintenir le cap des réformes structurelles.

Durant ces dix dernières années, Singapour a subi plusieurs chocs exogènes, dont la crise asiatique de 1997-98, l'éclatement de la bulle technologique en 2001 et le danger du syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) au début de 2003. Le pays a réussi à les surmonter et à se redresser rapidement (voir graphique ci-dessous). Cette capacité d'adaptation s'explique en grande partie par la solidité des fondamentaux et par les politiques monétaire et budgétaire mises en œuvre.

La politique monétaire de Singapour s'appuie sur la gestion d'un indice de change pondéré par le commerce extérieur (TWI) dans une bande non précisée et elle a pour principal objectif de préserver la stabilité des prix. La Monetary Authority of Singapore (MAS) a réagi aux chocs macroéconomiques de ces dernières années en tolérant une dépréciation du TWI. Sur le plan budgétaire, les autorités ont réduit de moitié le taux d'épargne publique (en pourcentage du PIB) entre 1997 et 2005.

Durant cette même période, la compétitivité de Singapour a été mise à rude épreuve par la montée en puissance des pays de la région, comme la Chine ou l'Inde dont les coûts de production sont faibles. A notamment été touché le secteur de l'électronique, lequel représente environ un tiers du PIB. Ses coûts de main-d'œuvre étant supérieurs, Singapour a eu du mal à se montrer compétitif dans les secteurs technologiques moins avancés.

Pour réagir à la concurrence, les autorités ont mis sur les réformes structurelles destinées à assouplir le marché du travail et les salaires; à libéraliser le secteur bancaire, les télécommunications et les services publics; à renforcer le dispositif de réglementation et de contrôle financiers; et à négocier des accords de libre-échange avec les principaux partenaires commerciaux. L'outil budgétaire a également été utilisé à bon escient au service de la compétitivité. Les autorités ont réduit le taux d'imposition des entreprises et offert des incitations fiscales aux nouveaux secteurs porteurs (dont l'industrie pharmaceutique). En outre, les entreprises privées se sont également restructurées, en rehaussant la qualité de leurs produits, en relocalisant certaines de leurs activités dans des pays à faibles coûts et, de manière plus générale, en investissant dans l'ensemble de la région asiatique et en s'implantant sur de nouveaux marchés dans le souci de se diversifier.

Entretenir la dynamique

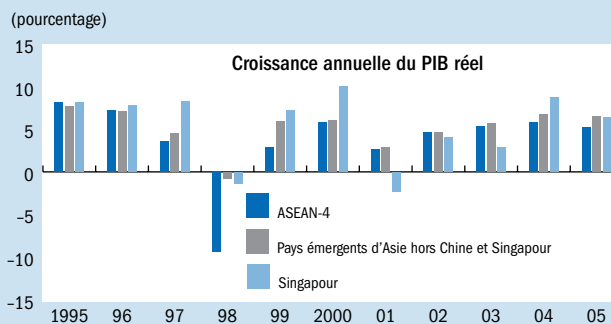
En 2005, l'économie a enregistré un solide taux de croissance de 6,4 % en glissement annuel. La croissance de la demande intérieure a fléchi, mais la demande extérieure s'est renforcée, notamment dans le secteur pharmaceutique, dans le forage pétrolier et, vers la fin de l'année, dans l'électronique. Malgré une certaine modération au premier trimestre 2006 (voir graphique, page 173) le taux de croissance (annualisé en glissement trimestriel) a été de 6,8 %.

À court terme, les perspectives sont favorables. La croissance devrait rester vigoureuse en 2006 — aux alentours de 5½ % à 6 % —, la demande intérieure, et notamment l'investissement, devant contribuer davantage à l'activité économique. Dans l'ensemble, les facteurs de risque sont globalement en équilibre. D'une part, l'investissement pourrait s'intensifier si les entreprises décidaient de délester plus rapidement leur épargne dans une conjoncture économique favorable et une augmentation plus forte de la demande mondiale de TI pourrait alimenter davantage la croissance. D'autre part, le renchérissement du pétrole pourrait entraîner une diminution des revenus disponibles et, partant, des dépenses; la correction des déséquilibres mondiaux pourrait être désordonnée au risque de ralentir sérieusement l'activité, du fait de l'ouverture de l'économie singapourienne; et enfin, subsiste le risque d'attaques terroristes ou d'une pandémie de grippe aviaire, qui pourrait avoir un effet dissuasif sur les investisseurs.

Une fois surmonté le choc du SRAS, en avril 2004, la MAS a commencé à resserrer la politique monétaire en visant une appréciation graduelle du TWI. Comme la capacité de production inutilisée reste limitée, cette orientation demeure valide. Avec la persistance de tensions sur le marché du travail

Surmonter les chocs

Grâce à une politique macroéconomique de soutien et à des réformes structurelles efficaces, Singapour a surmonté une série de chocs et résisté à l'intensification de la concurrence régionale.



Note : ASEAN-4 = Indonésie, Malaisie, Philippines et Thaïlande.

Source : FMI, base de données APDCORE; estimations des services du FMI.

et les perspectives de montée des salaires réels, et vu le renchérissement du pétrole, les pressions inflationnistes risquent de s'accroître. Bien que les taux d'intérêt à court terme aient augmenté durant ces derniers mois, et que la MAS ait laissé le TWI s'apprécier, il faudra peut-être alors envisager un autre durcissement de la politique monétaire. En tout état de cause, les autorités doivent être prêtes à se prévaloir pleinement de la souplesse que leur confère le cadre monétaire et, le cas échéant, à ajuster le taux de change pour sauvegarder l'objectif de la politique monétaire.

La politique budgétaire, quant à elle, est expansionniste. Le budget de l'exercice 2006-07 prévoit un accroissement des dépenses sociales conformément à la stratégie gouvernementale d'aide ciblée aux ménages défavorisés et aux travailleurs non qualifiés. En vertu de cette stratégie, les autorités entendent réaliser d'importants transferts sous condition de ressources en faveur des ménages, offrir des compléments de revenu aux bas salaires et apporter une aide face au renchérissement des soins de santé et des services publics. Le budget contient également des mesures destinées à rehausser et restructurer davantage l'appareil économique, notamment en investissant dans la recherche et le développement. Les considérables ressources budgétaires offrent une vaste marge de manœuvre en ce sens, et contribueront (certes de façon marginale) à réduire les déséquilibres mondiaux. L'orientation expansionniste des finances publiques contribue toutefois à accroître les pressions de la demande et rappelle que la politique monétaire doit rester vigilante pour préserver la stabilité des prix.

L'intensification de la concurrence ... continuera de mettre à rude épreuve l'économie singapourienne, aussi les autorités devront-elles maintenir le cap des réformes structurelles.

Soutenir l'expansion économique

L'intensification de la concurrence régionale, et de manière plus générale de la mondialisation, continuera de mettre à rude épreuve l'économie singapourienne; aussi les autorités devront-elles maintenir le cap des réformes structurelles. Ce faisant, elles devront également accorder l'attention voulue aux programmes sociaux ciblés et à l'augmentation des revenus des retraités.

Pour lever ces défis, au début de 2003 un Comité de revue économique a recommandé un certain nombre de mesures destinées à renforcer la compétitivité, à promouvoir l'esprit d'entreprise et à diversifier l'économie. Le Comité a notamment proposé que Singapour mise plus sur la fiscalité indirecte que sur la fiscalité directe, encourage la croissance du secteur des services, engage une réforme de l'épargne obligatoire du fonds central de prévoyance (*Central Provident Fund*), opère un désengagement des entreprises publiques non stratégiques, encourage un plus grand assouplissement du marché du travail, et renforce les programmes de formation professionnelle. Le gouvernement a déjà mis en œuvre plusieurs de ces recommandations.

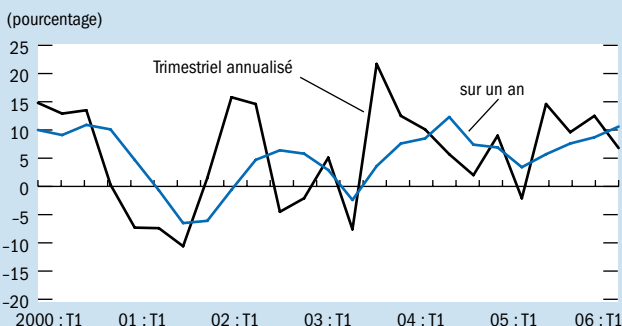
Dernièrement, les autorités ont annoncé d'autres plans visant à renforcer le secteur de la transformation grâce à la promotion de chaînes d'offre intégrées, au développement de nouveaux secteurs porteurs, à une meilleure éducation et formation, et à de plus gros investissements dans la recherche et le développement. Cela étant, elles devraient par ailleurs envisager de se désengager plus rapidement des entreprises non stratégiques de manière à promouvoir l'initiative privée.

Les considérables ressources budgétaires dont dispose le pays continuent d'offrir la marge de manœuvre nécessaire pour mener à bien des programmes sociaux ciblés en faveur des ménages à faible revenu. Ces programmes pourraient être conçus de manière à renforcer le dispositif de protection sociale sans créer de distorsions sur le marché du travail, et ils pourraient encourager la consommation privée en réduisant la nécessité d'une épargne de précaution. La restructuration du *Central Provident Fund*, en accordant notamment plus de souplesse et en envisageant des options de rémunération des risques, pourrait permettre d'accroître les revenus, et donc la consommation, des retraités ou de réduire l'épargne nécessaire dans la perspective de la retraite. ■

Leif Lybecker Eskesen
FMI, Département Asie et Pacifique

Une croissance dynamique

La vigueur de la demande extérieure a dopé la croissance économique en 2005 et au début de 2006, bien que celle-ci ait fléchi récemment.



Note : Les données trimestrielles annualisées montrent ce que serait le taux annuel de croissance si le taux trimestriel se maintenait pendant 1 an. Il s'agit d'un bon indicateur de l'essor économique en cours.
Sources : FMI, base de données APDCORE; estimations des services du FMI.

Des exemplaires de l'étude 06/150, intitulée *Singapore: 2005 Article IV Consultation-Staff Report*, sont disponibles au prix de 15 \$ auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions page 176. Le texte intégral peut également être consulté sur le site du FMI (www.imf.org).

Cause de l'inflation au Pakistan : la monnaie ou le blé?

L'inflation a rapidement augmenté au Pakistan en 2004 et est restée élevée en 2005. Deux causes différentes sont invoquées : la hausse des subventions du blé et la croissance de la masse monétaire. D'après un récent document de travail du FMI qui analyse l'incidence de ces deux facteurs, il y a tout lieu de penser que c'est la politique monétaire qui a une influence décisive.

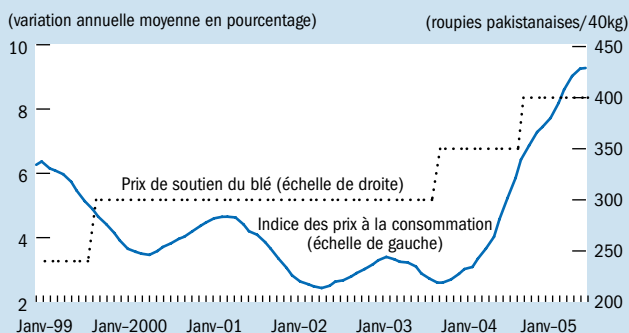
Après la crise financière que le Pakistan a traversée en 1998–99, l'inflation est tombée en dessous de 5 % par an et est demeurée à ce niveau jusqu'à la fin de 2003. Cette faible inflation s'explique par une politique monétaire rigoureuse, alliée au rééquilibrage des finances publiques (graphique ci-contre). Cependant, à partir de 2002, la croissance de la masse monétaire s'est accélérée et, avec un décalage d'un an, l'inflation a nettement augmenté vers la fin de 2003 et en 2004. Cette accélération a aussi coïncidé avec deux relèvements du prix intérieur subventionné du blé — prix minimum auquel l'État achète le blé (graphique ci-dessous).

Quel est le coupable? Est-ce que les contraintes de l'offre (ou les prix réglementés) majorent les prix de certains biens, et, par ricochet, affectent le niveau général des prix et l'inflation? L'étude a porté sur la contribution des facteurs suivants : croissance monétaire (mesurée par la monnaie au sens large ou le crédit au secteur privé), croissance du PIB réel, taux d'intérêt, variations du taux de change et hausse du prix de soutien du blé.

Il en ressort que ce sont les facteurs monétaires qui agissent principalement sur l'inflation au Pakistan. Ces facteurs, notamment le crédit au secteur privé, affectent l'inflation avec un décalage d'environ un an. De plus, les hausses du prix de soutien du blé influent à court terme sur l'inflation. Sur le moyen terme, donc, le prix du blé ne peut avoir un effet sur l'inflation que si la politique monétaire l'autorise.

Le prix du blé

Les hausses récentes du prix de soutien du blé coïncident avec une remontée de l'inflation.

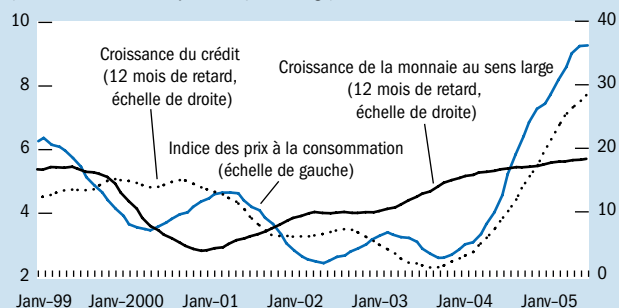


Sources : autorités pakistanaises et calculs des services du FMI.

Moteurs de l'inflation

La croissance de la monnaie au sens large et du crédit précèdent l'inflation de 12 mois.

(Croissance annuelle moyenne en pourcentage)



Sources : autorités pakistanaises et calculs des services du FMI.

Pour valider ces résultats, les effets des relèvements du prix du blé en 1999, 2003 et 2004 ont été analysés. Lorsque ce prix de soutien a été relevé en 1999, la croissance monétaire était atone et l'inflation est restée faible. Le Pakistan a connu au milieu de l'année suivante une légère hausse de l'inflation globale, due à l'augmentation des prix des produits non alimentaires, mais cela donne à penser que le prix de soutien du blé n'a guère ou pas du tout influé sur l'inflation globale. Par contre, lorsque le prix du blé a été relevé en 2003 et 2004, la masse monétaire était en pleine expansion, ce qui a déclenché une hausse des prix des produits non alimentaires. Ceux des produits alimentaires ont encore plus augmenté, ce qui peut être dû à l'impact du relèvement du prix de soutien du blé. Et, compte tenu de la politique monétaire accommodante, l'inflation alimentaire a pu influencer par ricochet sur l'inflation non alimentaire.

Quelle importance pour le Pakistan? L'objectif primordial de la Banque d'État du Pakistan doit être la stabilité des prix. Une inflation élevée et persistante équivaut à un impôt régressif qui frappe les plus pauvres. Il est aussi prouvé qu'au-delà d'un certain seuil, l'inflation freine la croissance et le développement du secteur financier. On estime qu'au Pakistan, ce seuil se situe entre 3 % et 6 %. Le ciblage à moyen terme de l'inflation à 5 % est donc approprié. Pour l'avenir, la politique monétaire devra viser essentiellement à maintenir l'inflation près de cet objectif. ■

Mohsin Khan et Axel Schimmelpfennig
FMI, Département Moyen-Orient et Asie centrale

Le document de travail n° 06/60, intitulé «Inflation in Pakistan : Money or Wheat?» peut être obtenu auprès du service des publications du FMI au prix de 15 dollars l'unité. Pour commander, voir instructions page 176. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site du FMI (www.imf.org).

Construire un avenir meilleur en République kirghize

Comment la République kirghize peut-elle réduire sa lourde dette et accélérer la lutte contre la pauvreté. Tel fut le thème central de la réflexion menée par des délégués du Jogorko Kenesh (Parlement kirghize) et des représentants des services du FMI et d'autres organisations financières internationales durant le séminaire de haut niveau tenu à Bishkek le 19 et 20 mai. Ce colloque était organisé par le Département des relations extérieures du FMI, en coopération avec la Banque nationale de la République kirghize.

Ces dix dernières années, la République kirghize a fait de grands progrès économiques, et son PIB par habitant a presque doublé entre le milieu des années 90 et 2005, atteignant 473 dollars. Grâce à une politique macroéconomique prudente, l'inflation est tombée sous la barre des 10 %, la croissance a été en moyenne de 4 % l'an depuis 2000 et le taux de pauvreté est descendu de 63 % en 2000 à 46 % en 2004. En outre, malgré un climat politique difficile depuis la « Révolution des tulipes » de mars 2005, le gouvernement a pu consolider la stabilisation économique et poursuivre les réformes. Mais l'endettement public est encore élevé; la pauvreté reste endémique, particulièrement dans les campagnes, où vivent les trois quarts des pauvres et les inégalités de revenu se sont aggravées.

Feuille de route économique

Les participants sont convenus qu'il importe d'accélérer les réformes structurelles pour améliorer rapidement et durablement le niveau de vie. Il convient de consolider les finances publiques, de moderniser le système financier et de créer un cadre légal et réglementaire propice à une croissance tirée par le secteur privé. Moyennant des efforts redoublés pour améliorer l'administration fiscale et des allègements de dette dans le cadre de l'initiative FMI/Banque mondiale en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE) et de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale, la charge de la dette extérieure devrait être plus gérable, ce qui donnerait la marge de manœuvre budgétaire nécessaire pour accroître les dépenses de lutte contre la pauvreté.

Les représentants du FMI ont souligné que les parlementaires peuvent jouer un rôle crucial en parachevant la réforme fiscale et le nouveau code des impôts, en approuvant le train de réformes du secteur financier — y compris le projet de loi accroissant l'autonomie de la banque centrale —, en privatisant la société kirghize de crédit agricole et en prenant des mesures pour réprimer le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

S'agissant de la dette, les délégués se sont demandé si la République kirghize devrait solliciter un allègement au titre de l'initiative PPTE. Certains craignaient que la réputation du pays n'en souffre, ce qui découragerait les investisseurs en puissance — sentiment partagé par une grande partie de la



Séminaire de Bishkek (de g. à d.) : Marat Alapaev (Président, Banque nationale, République kirghize), Marat Sultanov (Président de l'Assemblée), David Owen (Conseiller principal, Département du Moyen-Orient et de l'Asie centrale du FMI) et Paulo Neuhaus (chef de mission du FMI pour la République kirghize).

société civile. David Owen, Conseiller principal au Département Moyen-Orient et Asie centrale, a réfuté un certain nombre d'idées fausses concernant l'initiative PPTE et en a expliqué les avantages, dont la possibilité qu'elle offre de réduire les dépenses de lutte contre la pauvreté.

Pour une participation plus large

Encore que le processus d'élaboration de la stratégie nationale de lutte contre la pauvreté ait été notablement ouvert et participatif, les délégués ont souhaité participer plus activement aux décisions économiques, notamment en ce qui concerne le programme économique actuel soutenu par la facilité du FMI pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance. Le Président de l'Assemblée, M. Marat Sultanov, a souhaité que le Parlement puisse se livrer à un examen plus exhaustif des politiques convenues dans le cadre du programme soutenu par le FMI.

Les participants ont aussi souligné qu'il importe que la société civile et le parlement prennent une plus grande part aux mises à jour de la stratégie nationale de réduction de la pauvreté d'ici 2010. Dans l'intervalle, un parlementaire, M. Bolotbek Maripov, a noté qu'il « n'est pas aisé de mettre au point une feuille de route gagnante, mais nous devons nous efforcer d'assurer une meilleure cohérence des objectifs de la stratégie nationale de lutte contre la pauvreté avec le budget et la politique de dépense du gouvernement ». ■

Michaela Schrader
FMI, Département des relations extérieures

Pour plus d'information sur ce séminaire, voir le communiqué de presse n° 06/108 sur le site du FMI (www.imf.org).

Le pragmatisme, nouvelle tendance en Amérique latine?

Environ quatre-vingts personnes ont assisté le 23 mai à un Forum du livre organisé au siège du FMI à Washington sur la «bataille pour l'âme de l'Amérique latine» (pour reprendre la couverture d'un numéro récent de *The Economist*). Javier Santiso (OCDE), auteur de «Latin America's Political Economy of the Possible», a présenté l'idée controversée que l'Amérique latine est en train d'adopter la politique du pragmatisme.

À ce propos, dans son allocution d'ouverture, Agustín Carstens, Directeur général adjoint du FMI, a parlé d'une expression heureuse, qui saisit particulièrement bien ce qui se passe dans le domaine monétaire. La faible inflation d'aujourd'hui en Amérique latine par rapport aux années 90 est une expression d'un consensus politique selon lequel une inflation élevée n'est pas bonne pour la société, encore moins pour les pauvres. L'octroi de l'indépendance à plusieurs banques centrales dans la région reflète ce consensus.

Le pragmatisme s'étend ...

M. Carstens espère que les Latino-Américains diront de la même manière qu'ils en ont assez des crises bancaires et qu'ils accorderont une plus grande indépendance aux organes de contrôle et de réglementation, ce qui permettrait d'établir de meilleures politiques du secteur financier. Des crises bancaires périodiques ont freiné la croissance dans la région. Selon M. Carstens, ce passage au pragmatisme est une révolution inachevée, qui doit encore gagner du terrain en dehors de la sphère monétaire.

M. Santiso a décrit l'émergence et la progression du pragmatisme au Brésil, au Chili et au Mexique. En maintenant une certaine continuité pendant les transitions politiques, ces pays ont offert un modèle aux autres pays de la région. Selon M. Santiso, l'élection de cette année au Brésil continuera de dissocier les politiques économiques des transitions politiques.

La Bolivie se situe à l'autre bout de la gamme des options à la disposition de l'Amérique latine, a noté M. Santiso. Pablo Bachelet, du *Miami Herald*, a expliqué que la nationalisation du secteur énergétique bolivien a créé un schisme au sein de la gauche en Amérique latine et qu'il est maintenant

difficile de classer les acteurs dans des catégories bien définies comme gauche/droite ou pro-américain/anti-américain. Aujourd'hui, on distinguerait plutôt ceux qui ont des ressources énergétiques et ceux qui n'en ont pas.

Charles Collyns, Directeur adjoint du Département Hémisphère occidental du FMI, a noté que l'idée de M. Santiso quant à la progression du pragmatisme correspond à son expérience personnelle après avoir voyagé dans la région et rencontré ses dirigeants ces cinq dernières années. Il a cité comme exemples de pragmatisme le maintien par le Président brésilien Luiz Inacio Lula da Silva du cadre budgétaire hérité de son prédécesseur et le fait que les autorités aient résisté jusqu'à présent aux tendances du passé — le financement des dépenses par l'emprunt — en dépit de l'expansion actuelle.

Revenant sur le thème de M. Carstens, M. Collyns a noté que le pragmatisme devait s'étendre aux questions budgétaires et structurelles. Il a cité l'exemple du Guatemala, où il faut renforcer la confiance dans la capacité de l'État d'utiliser les impôts dans l'intérêt général, afin de relever le faible ratio recettes fiscales/PIB et ainsi de financer des dépenses publiques bien nécessaires.

... oui ou non?

Les deux autres intervenants étaient plus sceptiques à propos de la progression du pragmatisme. Alvaro Vargas Llosa, du Independent Institute, craint que, lorsque la situation mondiale favorable se dégradera, on ne découvre que le pragmatisme n'a pas abouti à grand-chose, parce que la région n'a pas vraiment opéré de réformes institutionnelles fondamentales pendant le mouvement vers le néolibéralisme dans les années 90. Moisés Naim, de *Foreign Policy*, est du même avis. Il regrette la profonde faillite intellectuelle de la région et note que le programme de réformes institutionnelles a été transformé en platitudes plutôt qu'en plateformes électorales victorieuses. Provocateur comme toujours, il a demandé pourquoi, si le «chilenisme» a donné de si bons résultats, autant de Latino-Américains continuent d'être attirés par le «chavezisme». ■



L'économie politique en Amérique latine selon Javier Santiso.

Eugene Salazar/FMI

Prakash Loungani

FMI, Département des relations extérieures

Laura Wallace
Rédactrice en chef

Sheila Meehan
Rédactrice principale

Christine Ebrahim-zadeh
Directrice de production

Elisa Diehl
Ina Kota
Rédactrices

Maureen Burke
Lijun Li

Assistantes principales de rédaction

Kelley McCollum
Assistante de production en chef

Julio Prego
Graphiste

Graham Hacche
Conseiller principal

Édition française
Division française
Services linguistiques

Marc Servais
Traduction

Catherine Helwig
Correction & PAO

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

Abonnement annuel : 120 dollars EU pour les entreprises et les particuliers. Demandes d'abonnement au *Bulletin du FMI* ou aux autres publications du FMI : Publication Services, Box X2006, 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.