

IMF Publication

DANS CE NUMÉRO

- 226** Calendrier
- 226** Données financières
- 227** Actualité
Le FMI et les pays à faible revenu
De Rato à Tokyo
Initiative anti-pauvreté du Royaume-Uni
- 230** Panorama
Palaos, Lituanie, Éthiopie, Koweït
- 232** Régions
Amérique latine : maîtriser l'instabilité
- 234** Gros plan
L'extraction hypothécaire aux États-Unis
- 236** Études
Botswana : malédiction des ressources?
Réforme fiscale en Inde
- 240** Forum
Encaisse des entreprises aux États-Unis

Le FMI réaffirme son rôle vital dans les pays pauvres

page 227

Le FMI continue à jouer un rôle crucial dans les pays à faible revenu, a déclaré Rodrigo de Rato au Center for Global Development. L'institution a annulé rapidement la dette de 19 pays pauvres et, dans le cadre de sa stratégie à moyen terme, elle les aidera à éviter de nouvelles dettes et à tirer parti du surcroît d'aide pour promouvoir la croissance. Le FMI cherche également à assurer une représentation équitable des pays à faible revenu.



Stephen Jaffer/FMI

Royaume-Uni : des actions pour combattre la pauvreté

page 229

Afin de donner suite au sommet de Gleneagles (2005) et à la ferme détermination de redynamiser la lutte contre la pauvreté dans le monde, l'agence de développement international du Royaume-Uni a rendu publiques de nouvelles mesures à prendre pour honorer cet engagement. Un forum économique du FMI en a examiné les points saillants : bonne gouvernance, croissance et aide, changements climatiques et réforme du système international.



John Harrington/FMI

L'Amérique latine guérie de l'instabilité économique

page 232

Les pays d'Amérique latine ont souvent connu l'instabilité macroéconomique, avec une alternance de périodes d'expansion et de récession et une inflation galopante. Anoop Singh, Directeur du Département Hémisphère occidental du FMI, constate que la région a fait des progrès soutenus dans la promotion de l'économie du marché et le renforcement de la gestion macroéconomique. Mais d'autres avancées sont nécessaires et la région doit poursuivre les réformes économiques et institutionnelles afin de réduire la dette publique et d'assainir les finances publiques.

L'extraction hypothécaire réduit-elle l'épargne?

page 234

Aux États-Unis, le taux d'épargne des ménages est devenu négatif en 2005 en raison de la croissance explosive des moyens novateurs mis en place pour inciter les particuliers à faire fructifier leur patrimoine grandissant. Le vif essor de l'extraction hypothécaire explique-t-il l'effondrement du taux d'épargne? Pire encore, le fléchissement du marché immobilier entraînera-t-il la chute de la consommation? Une nouvelle étude du FMI fait le point.



Justin Sullivan/Getty Images

AOÛT

13-18 XVI^e Conférence internationale sur le sida, Toronto, Canada

14-25 «Achieving the Millennium Development Goals: Poverty Reduction, Reproductive Health, and Health Sector Reform», cours de la Banque mondiale, Bangkok, Thaïlande

24-26 2006 Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, États-Unis

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

SEPTEMBRE

7-8 13^e réunion des ministres des finances de l'APEC, Hanoï, Vietnam

10-11 Séminaire de haut niveau du FMI sur l'imposition financière, Singapour

10-11 Sommet des affaires en Chine 2006, Pékin

12 Conférence de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole, Vienne, Autriche

14-15 Forum Raffles sur la bonne gouvernance et la richesse des nations, Singapour

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, «Quelle OMC au XXI^e siècle»? Genève

OCTOBRE

23-27 Séminaire de haut niveau du FMI sur les questions d'actualité en droit monétaire et financier, Washington

NOVEMBRE

6-7 Symposium du FMI sur le contrôle de l'intégrité des entreprises du secteur financier, Washington

9-10 Septième Conférence annuelle de recherche Jacques Polak, FMI, Washington

17-18 Rio 6 : Événement mondial sur le climat et l'énergie, Rio de Janeiro, Brésil

18-19 14^e réunion des responsables économiques de l'APEC, Hanoï, Vietnam

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

JANVIER 2007

24-28 Réunion annuelle du Forum économique mondial, Davos, Suisse

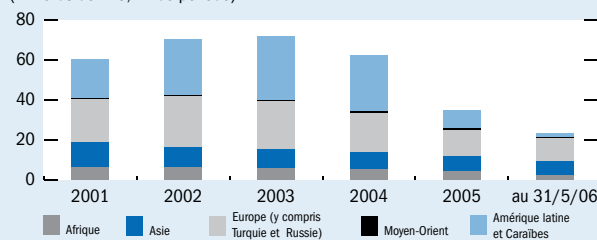
Conseil d'administration

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)



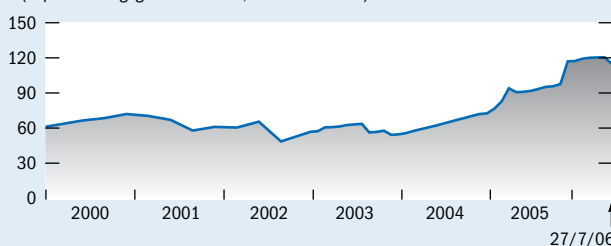
Encours des crédits les plus élevés

(milliards de DTS au 30/6/06)

Non concessionnels		Concessionnels	
Turquie	7,77	Pakistan	0,96
Indonésie	2,47	Congo, Rép. dém. du	0,55
Uruguay	1,35	Bangladesh	0,28
Ukraine	0,69	Yémen, Rép. du	0,16
Serbie-et-Monténégro	0,49	Géorgie	0,16

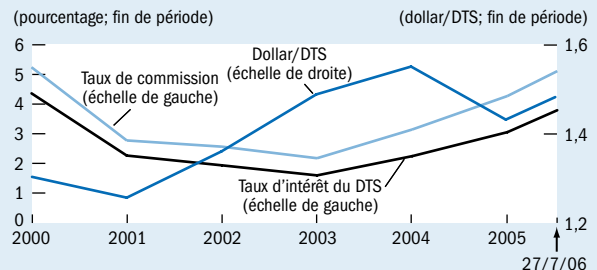
Ressources disponibles du FMI

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



Évolution des taux

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

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.

Le FMI réaffirme son rôle vital dans les pays à faible revenu

Obtenus de haute lutte, les gains de l'allègement de la dette pourraient disparaître si les pays contractent de nouveaux emprunts pour financer des dépenses non propices à la croissance, a prévenu le Directeur général du FMI lors d'un passage au Center for Global Development (CGD), le 31 juillet à Washington. Le FMI s'emploie, a-t-il ajouté, à «éviter une autre crise de la dette». En présentant la stratégie du FMI en faveur des pays à faible revenu, M. de Rato a réitéré l'engagement de l'institution à aider ces pays et à soutenir les efforts déployés par la communauté internationale pour réduire la pauvreté. Il a en outre souligné la nécessité d'accroître et de bien utiliser l'aide, de même que l'importance de protéger la voix et la représentation des pays pauvres.

Participaient également au débat sur le travail du FMI dans les pays à faible revenu : Kemal Dervis (Administrateur, PNUD), Ricardo Hausmann (Directeur, Center for International Development, université Harvard) et Dennis de Tray (Vice-Président, CGD). Le débat était présidé par Liliana Rojas-Suarez, du CGD.

Perspective du FMI

Selon M. de Rato, le FMI a largement contribué à réduire la dette des pays pauvres en annulant rapidement, dans le cadre de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale, ses créances sur 19 pays. Certains signes portent à croire que des bailleurs de fonds privés et officiels accourent pour proposer de nouveaux prêts à ces mêmes pays. Afin de réduire le risque de surendettement, a-t-il déclaré, le FMI et la Banque mondiale ont conçu un cadre prospectif de viabilité de la dette pour étayer les décisions de financement des pays à faible revenu. «Nous pouvons aussi alerter les créanciers officiels quand la dette ou le service de la dette risquent de poser des problèmes», a ajouté M. de Rato.

S'agissant des autres sources de financement, la communauté internationale doit également offrir des dons suffisants et des prêts hautement concessionnels, les donateurs prenant tôt des engagements prévisibles pour permettre aux pays de bien planifier. Le FMI peut aider à accroître l'efficacité de l'aide «en assurant la solidité des cadres macroéconomiques et la mise en place de systèmes de dépenses adéquats pour que le surcroît d'aide atteigne les objectifs visés», a-t-il expliqué.

Côté budgétaire, «le FMI veillera également à ce que les pays aient toute la latitude voulue pour développer les programmes sociaux, surtout en matière de santé et d'éducation».

Contrairement aux allégations de certaines ONG, le FMI ne recommande pas la compression des dépenses dans ces domaines, même en période d'austérité budgétaire, a-t-il déclaré. Bien des programmes appuyés par le FMI fixent d'ailleurs des planchers pour les dépenses anti-pauvreté.

Pour ce qui est du commerce, le Directeur général a profondément déploré l'échec du cycle de Doha, tout en espérant que les négociateurs tâcheront de préserver les acquis.

M. Rato a en outre souligné que, pour maintenir la légitimité du FMI en tant qu'institution planétaire, tous ses membres doivent disposer d'une voix et d'une représentation équitables. Cette question sera examinée par l'Assemblée annuelle du FMI et de la Banque mondiale à Singapour.

Débat sur le rôle du FMI

L'exposé de M. de Rato a suscité un vif débat. M. Dervis s'est réjoui des propos du Directeur général sur la voix et la représentation des pays pauvres, mais il a regretté que le FMI semble moins préoccupé par l'appréciation du taux de change réel résultant parfois de l'afflux des capitaux dans les pays à revenu intermédiaire (politique de «douce insouciance») que par celle qui peut résulter des apports d'aide dans les pays à faible revenu. Notant que les organismes multilatéraux n'ont guère réussi par le passé à prévenir l'endettement excessif des pays pauvres, M^{me} Rojas-Suarez s'est demandée si l'avenir sera différent et si le surendettement cède désormais le pas à la dépendance envers l'aide.

Pour M. Hausmann, la stratégie en faveur des pays à faible revenu privilégie trop les objectifs du Millénaire pour le développement et pas assez la croissance économique. Et si la Tanzanie est un modèle, comment se fait-il qu'elle ait si peu d'investissements, d'infrastructures ou d'exportations traditionnelles? La stabilité macroéconomique, a déclaré M. de Rato, fait partie de la stratégie de croissance — les économies ne peuvent prospérer avec une forte inflation et une dette insoutenable. Toute politique économique suppose des arbitrages, et il incombe aux pays eux-mêmes d'en décider.

Selon M. de Tray, le FMI a été très efficace dans la gestion des crises (il l'a constaté lui-même en Indonésie à la fin des années 90) et dans la promotion de la stabilité macroéconomique, mais l'on peut se demander si l'institution est assez souple et ouverte au niveau national pour contribuer sensiblement au développement à long terme. À son avis, le FMI doit changer de culture, ce qui prend beaucoup de temps. ■

Le FMI veillera également à ce que les pays aient toute la latitude voulue pour développer les programmes sociaux, surtout en matière de santé et d'éducation.

Rodrigo de Rato

Le Japon doit améliorer ses perspectives à long terme

Le Directeur général du FMI a déclaré, le 3 août à Tokyo, qu'il est «très optimiste quant aux perspectives économiques du Japon» à court terme; mais ses perspectives à long terme dépendent de l'amélioration du potentiel économique face au vieillissement de la population. La déflation étant pour ainsi dire terminée, il y a tout lieu d'être optimiste.

Devant le Foreign Correspondents' Club, M. de Rato a cité la récente évaluation positive de l'économie japonaise par le FMI, qui prévoit une croissance de la production de l'ordre de 3 % cette année, attribuable à l'essor de l'emploi et aux résultats record du secteur financier et des entreprises depuis plus de 10 ans. M. de Rato était au Japon pour des entretiens avec le Premier Ministre Junichiro Koizumi, le Ministre des finances Sadakazu Tanigaki, le Gouverneur de la Banque du Japon Toshihiko Fukui et d'autres hauts responsables.

Les défis futurs

Selon M. de Rato, le Japon devra relever des défis économiques importants, notamment :

Rétablir la viabilité des finances

publiques. Après treize ans de déficits, le pays s'est retrouvé avec une dette publique excessive et des ressources limitées pour répondre aux besoins d'une société vieillissante. Dans son récent bilan de l'économie japonaise, le FMI a félicité les autorités de leur détermination à résorber les déséquilibres budgétaires, mais les a engagées à profiter de la reprise pour prendre des mesures plus ambitieuses.

Stimuler le potentiel de croissance. Afin de préserver son niveau de vie, le Japon doit doper la productivité pour compenser la baisse de la population. Des progrès notables ont été réalisés jusqu'ici, surtout en ce qui concerne la réduction du rôle des institutions financières d'État dans l'économie. D'autres réformes sont nécessaires, notamment pour encourager la participation des femmes, des jeunes marginalisés et des personnes âgées au marché du travail. L'intensification de la concurrence sur les marchés de produits peut accroître les avantages de ces réformes.

Appliquer une stratégie monétaire post-déflation. Eu égard au faible risque d'une flambée d'inflation et au coût élevé d'un regain de déflation, M. de Rato a prôné un retour graduel à des taux d'intérêt plus normaux. Il a félicité la Banque du Japon d'avoir adopté un nouveau mécanisme permettant l'ancrage des attentes d'inflation et l'application d'une méthode de gestion des risques dans la conduite de la politique monétaire. Une attention particulière aux risques à long terme de

déséquilibres financiers ou macroéconomiques permet aussi d'éviter la résurgence de bulles des prix des actifs.

M. de Rato a signalé que le Japon entretient depuis longtemps des relations constructives avec le FMI et participe largement à ses activités de prêt, d'assistance technique et de politique économique. Il s'est dit convaincu que ces relations persisteront à mesure que le FMI adaptera son travail dans le cadre de sa stratégie à moyen terme pour répondre aux besoins de ses membres et aux exigences du XXI^e siècle.



M. de Rato : Le Japon a beaucoup à gagner d'un dénouement ordonné des déséquilibres mondiaux.

Résorber les déséquilibres

Passant en revue les initiatives du FMI, le Directeur général a présenté un nouveau mécanisme de résolution des problèmes financiers mondiaux — le processus de consultation multilatérale — et les efforts de représentation équitable de tous les pays membres. Le Japon, la Chine, la zone euro, l'Arabie Saoudite et les États-Unis participent à la première consultation multilatérale sur les moyens de coordonner l'action dans plusieurs pays pour résorber les déséquilibres du compte courant. Selon M. de Rato, le Japon a beaucoup à gagner

d'une résorption ordonnée de ces déséquilibres et peut jouer un rôle clé à cet égard, de concert avec d'autres parties.

Assurer une représentation équitable

Par ailleurs, le Directeur général a présenté un «programme d'action biennal» axé sur une représentation équitable au FMI. Il est temps, a-t-il déclaré, de reconnaître le poids économique croissant de certaines grandes économies émergentes, d'Asie notamment, en relevant leurs quotes-parts et leurs voix relatives. M. de Rato a évoqué un processus qui commencera par des décisions cruciales sur la hausse ponctuelle des quotes-parts des pays les plus sous-représentés, lors de l'Assemblée annuelle du FMI en septembre à Singapour.

Le processus consistera à accroître d'emblée la voix de quelques pays dont les quotes-parts sont nettement insuffisantes, et de conclure un accord sur des changements plus profonds. Il s'agira notamment de lancer une nouvelle série d'augmentations des quotes-parts des pays sous-représentés (après une revue de la formule de calcul des quotes-parts) et de protéger la voix et la représentation des pays à faible revenu qui empruntent au FMI, mais disposant d'une voix limitée. M. de Rato est favorable à une hausse des «voix de base» (le nombre minimum de voix accordées à tous les membres), dont le poids relatif a diminué au fil du temps. ■

Le Royaume-Uni réaffirme son engagement à éliminer la pauvreté dans le monde

Les participants au Sommet du G-8 à Gleneagles (2005) ont pris des engagements ambitieux pour réduire la dette des pays pauvres, accroître et améliorer leur aide, et promouvoir des échanges plus équitables, une meilleure gouvernance et des politiques plus cohérentes en faveur du développement. Près d'un an plus tard, lors d'un Forum économique du FMI tenu le 20 juillet, Mark Lowcock du Department for International Development (DfID) du Royaume-Uni a présenté la nouvelle politique de son pays, intitulée : «Éliminer la pauvreté dans le monde — La gouvernance au service des pauvres», et énonçant la manière dont ce pays compte tenir ses promesses de l'an dernier. Participaient également au débat Dennis de Tray (Center for Global Development), Abdoulaye Bio-Tchané (FMI) et Jim Adams (Banque mondiale).

Dans son énoncé de politique, le Royaume-Uni souligne quatre domaines essentiels pour combattre la pauvreté : bonne gouvernance, croissance et services publics, changement climatique, réforme du système international.

Bonne gouvernance. Du point de vue du Royaume-Uni, affirme M. Lowcock, des États efficaces et une meilleure gouvernance (aux niveaux national et international) sont essentiels pour promouvoir la croissance et réduire la pauvreté. Pour surveiller la gouvernance et éclairer ses choix dans la distribution de son aide, le pays prévoit d'adopter une nouvelle évaluation de la qualité de la gouvernance. Mais, s'interroge Andy Berg (FMI), comment le Royaume-Uni résoudra-t-il la tension entre l'aide fournie de manière prévisible et celle refusée aux pays mal gouvernés? M. Lowcock reconnaît qu'il s'agit de l'un des défis majeurs que les bailleurs de fonds doivent relever. Le Royaume-Uni ne veut pas «punir un pays pour les lacunes de son gouvernement» et ne souhaite pas non plus appuyer des régimes inefficaces. En fin de compte, les décisions seront prises au cas par cas, et le DfID trouvera des moyens d'appuyer les services de base dans les cas difficiles.

Croissance et services publics. «La croissance est la stratégie de sortie de l'aide», affirme M. Lowcock, sentiment que partage M. Adams. Trop souvent, souligne ce dernier, on néglige la croissance dans le débat sur l'aide. De nombreux pays à faible revenu, ajoute M. Lowcock, ne pourront augmenter leur assiette fiscale assez vite d'ici 2015 pour financer les services publics (écoles, cliniques, eau potable) afin d'atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement

(OMD). Ils auront besoin de l'appui des bailleurs de fonds, et le Royaume-Uni compte bien mettre la main à la pâte. M. de Tray prévient aussi que plusieurs pays resteront tributaires de l'aide pendant longtemps; d'où le besoin d'un engagement à long terme du DfID et des autres donateurs.

Changement climatique. Pourquoi soulever, dans un document sur la réduction de la pauvreté, la question du réchauffement de la planète? Le document du DfID démontre de façon convaincante que le changement climatique menace le développement des pays pauvres, affirme M. Bio-Tchané. La désertification du Sahel et la transmission du paludisme due aux longues saisons des pluies dans des régions d'Afrique ont eu des effets dévastateurs sur les pauvres. M. Lowcock acquiesce, et signale que le changement climatique est la pire menace à long terme pour le développement et la réalisation des OMD. Les pays en développement devront participer à la recherche de solutions et auront besoin d'aide pour s'adapter.

Défis internationaux, solutions internationales. Selon le DfID, il faudrait aussi réformer les institutions internationales pour qu'elles puissent obtenir de meilleurs résultats en matière de développement et mieux répondre aux besoins des pauvres.

En particulier, soutient M. Lowcock, les pays en développement doivent avoir plus de poids dans la gouvernance des institutions comme le FMI et la Banque mondiale. Il faudrait aussi choisir les dirigeants et les cadres supérieurs de ces institutions internationales dans la transparence et la concurrence, sans égard à la nationalité ou à la tradition.

Assurer l'appui du public

Le développement est un processus de longue haleine qui nécessite un engagement ferme des pays donateurs. Au Royaume-Uni, observe M. Lowcock, les partisans du développement sont désormais plus nombreux — une personne sur six a participé plus ou moins à la campagne «2005 Make Poverty History» («Abolissons la pauvreté»). Il est possible de maintenir un solide appui aux dépenses publiques pour le développement international, affirme-t-il, mais seulement si les contribuables voient et croient que leurs impôts sont utilisés à bon escient. Le défi est de leur prouver que c'est bien le cas. ■

Sabina Bhatia

FMI, Département des relations extérieures



M. Lowcock : «La croissance est la stratégie de sortie de l'aide.»

John Harrington/FMI

Palaos : améliorer le climat d'investissement pour soutenir la croissance

Après des années de croissance lente ou négative, l'activité a repris en République des Palaos, mais l'inflation est restée faible, selon le récent bilan économique du FMI. Le PIB réel, dopé par le tourisme et les projets publics financés de l'extérieur, s'est accru de 5 % en 2004 et 5½ en 2005. Petite économie insulaire du Pacifique, les Palaos sont largement tributaires du tourisme, de l'aide extérieure au titre d'un pacte (de cinquante ans) de libre association avec les États-Unis, et des dons du Japon et de Taiwan pour financer les dépenses budgétaires et les projets d'infrastructure.

Une meilleure gestion économique a stimulé l'activité privée. La position budgétaire a été confortée en plafonnant les dépenses courantes non salariales et en améliorant le recouvrement des recettes, ce qui a permis de contenir la dette publique. Des entraves à l'investissement persistent, mais le coût d'exercice de

l'activité économique est abordable à maints égards et la participation des entreprises locales à des projets financés de l'étranger ne cesse de croître.

Les perspectives à court terme sont bonnes grâce surtout au tourisme et aux projets d'infrastructure; mais elles sont plus incertaines à long terme et dépendront de l'orientation de la politique économique et du maintien de l'assistance des États-Unis après 2009.

Les administrateurs du FMI ont salué l'amélioration des résultats économiques des Palaos. Ils ont félicité les autorités d'avoir bien géré l'aide extérieure et d'avoir réduit les dépenses publiques. D'autres efforts sont nécessaires pour atteindre l'objectif à long terme : financer les dépenses courantes sur des recettes intérieures.

Le secteur bancaire étant vaste par rapport à la taille du pays, les administrateurs ont recommandé d'adopter la réglementation financière en suspens et d'accroître les capacités et les ressources du nouvel organe de surveillance.

En vue de consolider les fondements de la croissance, les administrateurs ont prôné l'amélioration du climat d'investissement et des politiques régissant le travail et la propriété foncière. Ils ont salué le débat en cours sur la libéralisation des investissements étrangers ainsi que les progrès relatifs aux titres et baux fonciers, avec une mise en garde contre la hausse du salaire minimum pour préserver les possibilités d'emploi des Palaosiens. ■

Palaos	2002/03	2003/04	Prél. 2004/05	Proj. 2005/06
			(variation en pourcentage)	
Croissance du PIB réel	-1,3	4,9	5,5	5,7
Prix à la consommation (moyenne de la période)	-0,6	5,8	2,7	3,0
		(millions de dollars)		
Solde de fonds fiduciaire	136,3	141,6	152,5	155,8
Recettes touristiques	75,6	96,9	97,2	97,5
		(en pourcentage du PIB)		
Dette publique extérieure ¹	15,9	14,0	13,2	11,3
Solde courant (dons inclus)	7,9	9,6	10,6	2,5

¹Ne comprend pas la dette des entreprises publiques, qui n'est pas garantie par l'État.
Sources : autorités des Palaos; estimations et projections des services du FMI.

Lituanie : remédier aux pressions budgétaires à moyen terme

En Lituanie, le PIB réel s'est accru de 7,5 % en 2005 grâce à la baisse du chômage, à la forte utilisation des capacités et à la flambée des prix des actifs, selon le récent bilan économique du FMI. Mais l'inflation a dépassé le taux de référence de Maastricht, retardant l'adoption de l'euro. Les dépenses budgétaires et de l'Union européenne (UE) ont continué à stimuler l'économie.

Le Conseil d'administration du FMI a salué ces résultats attribuables à la vigueur de la politique macroéconomique, aux réformes structurelles et à l'intégration dans l'UE. Mais des déséquilibres apparaissent. L'essor de la consommation et des investissements dans l'immobilier et les BTP a accru l'inflation et les risques financiers. À terme, la concurrence fiscale internationale, la demande de biens publics, l'émigration et les pressions sur la compétitivité pourraient créer des difficultés.

La Lituanie affiche un gros déficit courant, mais une faible dette extérieure; elle devra éviter un endettement extérieur à court terme. L'expansion rapide du crédit a stimulé l'appétit des ménages pour les hypothèques et la demande des entreprises pour les biens non échangeables. Le Conseil estime qu'il n'est pas nécessaire de freiner directement l'essor du crédit, mais les autorités devraient exercer une surveillance prospective, calmer le marché immobilier et encourager la divulgation des frais bancaires.

Côté exportations, la croissance a été robuste, mais elle fait face à des contraintes de capacités dans le raffinage pétrolier et à un

Lituanie	2003	2004	2005	Proj. 2006
			(pourcentage)	
Croissance du PIB réel	10,5	7,0	7,5	6,8
Inflation des prix à la consommation (12 mois jusqu'en fin d'année)	-1,3	2,8	3,0	3,5
Taux de chômage (fin d'année)	12,4	11,3	8,3	4,2
		(en pourcentage du PIB)		
Solde courant	-6,9	-7,7	-7,0	-7,5
Dette extérieure des administrations publiques	13,8	13,7	13,2	12,8

Sources : autorités lituanienes et projections des services du FMI.

regain de concurrence dans la production de biens à forte intensité de travail.

Selon les administrateurs, un retard d'un an dans l'adoption de l'euro ne risque pas de préoccuper les marchés financiers : la caisse d'émission, la politique budgétaire et l'intégration commerciale et financière avec l'Europe devraient tenir le cap. Mais un objectif budgétaire plus ambitieux aiderait à juguler l'inflation, et il faudrait réduire le déficit prévu en 2006. De peur que la réduction escomptée de l'impôt sur le revenu des particuliers n'affaiblisse la position financière de l'État à partir de 2008, les administrateurs ont préconisé des mesures pour remédier aux pressions budgétaires à moyen terme attribuables au vieillissement de la population et à la hausse des salaires dans le secteur public. ■

Éthiopie : des pressions croissantes sur l'inflation et la balance des paiements

En 2004/05, l'Éthiopie a connu une deuxième année consécutive de forte croissance avoisinant 9 %; un taux de 5 % est prévu en 2005/06. Mais le pays est en proie à l'incertitude politique et à des tensions non résolues qui remontent aux élections générales de mai 2005 et qui entravent l'appui des donateurs. De plus, l'économie essentiellement agricole reste vulnérable aux variations météorologiques, responsables des larges fluctuations de la production qui ont durement affecté les pauvres, a déclaré le FMI dans son récent bilan économique annuel.

Eu égard à un déficit de recettes et d'aide extérieure, les emprunts intérieurs de l'État en 2004/05 ont dépassé les 2 % du PIB prévus au budget. Le stock de la dette publique intérieure est resté élevé, le déficit courant s'est creusé (les importations ayant grimpé de 40 %), et le taux d'inflation en fin d'année a augmenté.

Éthiopie	2002/03	2003/04	Est. 2004/05	Proj. 2005/06
	(variation annuelle en pourcentage, sauf indication contraire)			
PIB (au coût constant des facteurs)	-3,3	11,1	8,8	5,2
Prix à la consommation (moyenne de la période)	15,1	8,6	6,8	10,8
Dette extérieure (y compris envers le FMI, % du PIB)	85,4	75,7	53,9	47,4
Balance des paiements globale (millions de dollars)	275,0	227,0	-101,0	-357,0

Note : Les données se rapportent à la période allant du 8 juillet au 7 juillet.
Sources : autorités éthiopiennes; estimations et projections des services du FMI.

Les administrateurs ont salué la forte croissance récente et souligné l'importance de contenir l'inflation et les pressions émergentes sur la balance des paiements. Ils ont estimé que l'amélioration des infrastructures rehausserait les perspectives de croissance, mais que la hausse des investissements financés de l'intérieur pourrait miner la stabilité macroéconomique. Ils ont aussi prôné l'accélération des réformes structurelles, surtout pour accroître la productivité agricole et stimuler la croissance du secteur privé.

Une aide extérieure beaucoup plus importante sera nécessaire pour soutenir la croissance à des taux permettant de réduire la pauvreté généralisée et d'atteindre les objectifs du Millénaire pour le développement. Les administrateurs ont souligné la nécessité de compléter les efforts des donateurs par une bonne stratégie de développement et par de bons systèmes de gouvernance et d'assurer la gestion des dépenses publiques pour s'assurer que l'aide et les ressources dégagées dans le cadre de l'initiative d'allègement de la dette multilatérale soient utilisées à bon escient.

Selon les administrateurs, la politique budgétaire doit appuyer la politique monétaire pour juguler l'inflation et viser surtout à limiter le crédit bancaire intérieur et à assurer la viabilité de la dette. Une orientation budgétaire plus stricte s'impose sans doute pour contenir la demande et stabiliser la balance des paiements. En outre, il faudrait redéfinir les priorités de dépenses pour privilégier les pauvres et établir un bon dispositif de protection sociale tout en améliorant la gestion de dépenses publiques. ■

Koweït : privilégier les réformes structurelles et le suivi du marché boursier

Au Koweït, la croissance s'est accélérée au cours des deux dernières années, le PIB réel passant de 6,4 % en 2004 à 8,5 % en 2005, grâce à l'essor de la production pétrolière et de l'activité non pétrolière. Selon les estimations, l'excédent budgétaire global a grimpé à 24 % du PIB en 2004/05. Mais la politique budgétaire a été expansionniste, le déficit primaire non pétrolier atteignant 61 % du PIB non pétrolier du fait de la hausse des subventions, transferts et dépenses en capital. Suite à l'expansion du secteur non pétrolier et à l'impact différé de la dépréciation du dinar par rapport à l'euro et au yen, l'inflation est passée à 4 % environ en 2005. L'indice boursier a plus que triplé sur la période 2003–05. Les réformes structurelles ont avancé, quoique lentement, et la participation du secteur privé s'est accrue, surtout dans les télécommunications, les transports aériens et les infrastructures.

Le Conseil d'administration a félicité les autorités des bons résultats macroéconomiques du Koweït et de sa contribution à la stabilité des cours du pétrole. Il les a encouragées à améliorer la structure du budget — en relevant graduellement les dépenses en capital et en équilibrant mieux les dépenses productives et l'épargne fiscale — et à concevoir une stratégie globale et trans-

Koweït	2003	2004	Est. 2005	Proj. 2006
	(variation en pourcentage)			
PIB réel	13,2	6,4	8,5	6,2
Indice des prix à la consommation	1,0	1,3	3,9	3,5
	(en pourcentage du PIB)			
Solde des transactions courantes ¹	33,1	30,7	26,0	25,1
Solde budgétaire global ¹	17,4	24,4	-11,6	40,4
Dépenses totales ¹	37,8	35,2	31,2	30,1

¹Exercice se terminant le 31 mars.
Sources : autorités koweïtiennes; estimations et projections des services du FMI.

parente à moyen terme pour gérer les excédents budgétaires. En outre, le Conseil a salué les mesures visant à renforcer le contrôle bancaire et à ouvrir le secteur aux banques étrangères, et il a noté que la hausse continue de l'indice boursier doit être suivie de près pour évaluer son impact éventuel sur le secteur financier. À cet égard, il importera d'appliquer les recommandations du programme d'évaluation du secteur financier, en adoptant par exemple des lois régissant les marchés des capitaux et des assurances et en instaurant une surveillance globale de la bourse, des sociétés d'investissement et du secteur des assurances. ■

Pour plus de renseignements, voir les notes d'information au public nos 06/23 (Palaos), 06/51 (Lituanie), 06/48 (Éthiopie) et 06/35 (Koweït) sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Comment l'Amérique latine a remédié à l'instabilité économique

Après une autre décennie de turbulences, l'Amérique latine a affiché de bons résultats macroéconomiques au cours des trois dernières années. Malgré de grandes différences entre les pays, on estime que la région a progressé en moyenne de 5 % par an en 2004–05, la croissance la plus rapide enregistrée en 25 ans, dans un contexte général de faible inflation et d'excédents des comptes courants et des budgets primaires. En outre, on s'attend à ce que 2006 soit également une année faste. Un récent document de travail du FMI pose la question de savoir si les derniers résultats signalent une rupture nette avec le passé.

Au cours du dernier siècle, les pays d'Amérique latine ont été instables au niveau macroéconomique : alternance de forte expansion et de récession, épisodes d'hyperinflation, dévaluations, échec des réformes monétaires, effondrement du secteur bancaire, cessation des paiements sur la dette. Les périodes de forte croissance ont été relativement éphémères et ont souvent abouti à de graves récessions, à l'instabilité financière et à des crises. La volatilité de la production a augmenté, et la croissance moyenne a été inférieure à celle de nombreuses autres régions (voir le graphique qui se trouve ci-contre), aggravant l'inégalité économique et la pauvreté.

Causes de l'instabilité

Comment expliquer ce climat d'instabilité macroéconomique récurrente? Certes, les chocs externes y ont contribué, notamment parce que la région est tributaire des exportations de produits de base et des capitaux étrangers. L'instabilité des termes de l'échange et la mondialisation des marchés de capitaux ont en effet pesé sur les résultats de la région. Cependant, une récente étude du FMI révèle que 70 % de l'instabilité de la croissance du PIB réel par habitant en Amérique latine est liée à des chocs propres au pays, y compris ceux qui découlent des politiques macroéconomiques volatiles.

Les politiques monétaires et de taux de change ont eu tendance dans le passé à amplifier le cycle dans la région au lieu de le freiner. Un important facteur sous-jacent a été la pression visant à financer de gros déficits budgétaires, ce qui a souvent forcé les autorités monétaires à faciliter considérablement l'accès au crédit des banques centrales. L'effet inflationniste qui en a résulté, conjugué à la tendance des banques centrales régionales à suivre les mouvements de la conjoncture (souplesse en phase d'expansion, et rigueur en cas de chocs négatifs) et à la prédominance de régimes de

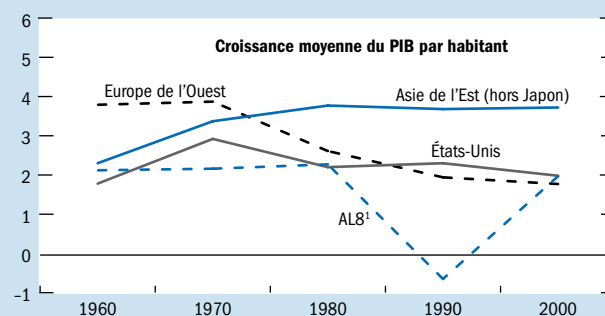
parité fixe, ont rendu la région très vulnérable à l'instabilité macroéconomique et financière.

Cependant, le principal moteur de l'instabilité macroéconomique dans la région a été la politique budgétaire et ses fréquentes réorientations. De fait, au cours de la période 1960–2000, la volatilité budgétaire, mesurée par les changements discrétionnaires des dépenses publiques, a été nettement supérieure à celle des autres régions du monde. Elle a été déclenchée en partie par la propension des autorités à suivre la conjoncture — dépenses publiques excessives en période d'expansion et compressions massives en période de récession — et a amplifié l'instabilité cyclique dans l'économie en général. Cette tendance, associée à la forte dollarisation des économies, à la parité fixe et à la faiblesse des banques centrales, a créé des cycles caractérisés par la hausse de la dette publique, l'aménagement monétaire, l'accélération de l'inflation et finalement, des crises.

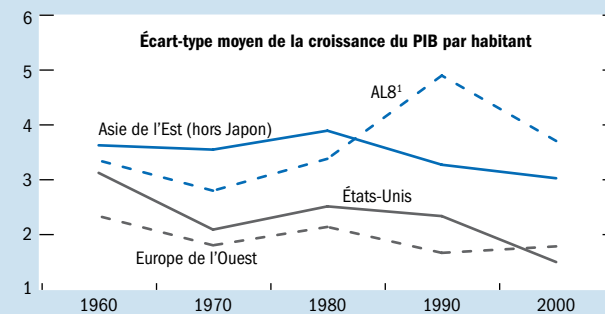
Périodes de turbulence

La croissance moyenne par habitant en Amérique latine a été plus faible...

(moyennes régionales par décennie, pourcentage annuel)



... et plus instable que celle enregistrée dans d'autres régions.



¹Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Uruguay et Venezuela.
Source : Angus Maddison (2001), *The World Economy: A Millennial Perspective* (Paris, OCDE).

Changement de cap

Il est encourageant de constater les progrès constants réalisés dans la mise en place de réformes axées sur le marché et de cadres macroéconomiques solides, qui semblent avoir commencé à porter fruit. Ces dernières années, plusieurs pays ont déployé des efforts concertés pour assainir leur budget et démontré leur volonté de s'attaquer rapidement aux pressions inflationnistes. Cette démarche plus favorable semble refléter un ferme engagement politique à assurer la stabilité macroéconomique, et notamment à juguler l'inflation.

Par conséquent, ces pays ont réalisé diverses réformes institutionnelles et opérationnelles pour rehausser l'autonomie des banques centrales, adopter le ciblage d'inflation, et permettre une souplesse des taux de change bien supérieure à celle visée dans les plans de stabilisation mis en œuvre dans les années 90. Ils ont aussi institué des améliorations pour accroître la résistance des systèmes financiers; bien que beaucoup reste à faire, la baisse des ratios de prêts improductifs et des ratios de fonds propres renforcés illustre les progrès accomplis dans ce domaine.

La volatilité antérieure de la région étant pour l'essentiel attribuable à des lacunes budgétaires, l'amélioration des budgets publics (voir graphique, cette page) est donc très encourageante. Plusieurs pays ont entrepris d'importantes réformes institutionnelles en matière de discipline budgétaire. Un signe de réussite est l'importante baisse du ratio dette/PIB depuis 2002. Sur la base d'un échantillon de neuf pays (Argentine, Brésil, Chili, Costa Rica, Équateur, Mexique, Pérou, Uruguay et Venezuela, qui représentent 90 % du PIB de la région au taux de change du marché), on estime que le ratio moyen pondéré dette publique/PIB a chuté d'environ 26 points de pourcentage entre fin 2002 et fin 2005, les neuf pays affichant un recul.

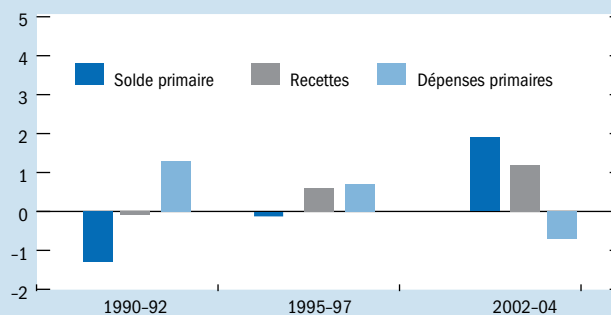
En moyenne, ces neuf pays d'Amérique latine ont conservé des excédents primaires de 3½ % du PIB de 2003 à 2005, soit plus du double de l'excédent moyen réalisé dans la décennie antérieure, et bien plus que les excédents des autres marchés émergents, où les déficits primaires ont été la norme ces dernières années. Bien que cette amélioration reflète en partie une hausse des recettes attribuable aux exportations de pétrole et d'autres produits de base de la région, les soldes primaires se sont améliorés dans d'autres pays, y compris ceux qui ont un endettement élevé. Associés à une forte croissance économique, ces excédents primaires expliquent l'essentiel du repli du ratio dette/PIB de la région.

La récente baisse de la dette a été suivie d'une amélioration appréciée de sa gestion. En particulier, la dette libellée en devises a été réduite, certains pays (Brésil, Chili, Colombie, Mexique et Pérou) recourant davantage à l'émission de titres en monnaie nationale, y compris sur les marchés internatio-

Retombées de la discipline budgétaire

Les soldes primaires se sont améliorés durant l'expansion en cours.

(variation en pourcentage du PIB entre les années indiquées)¹



¹Moyenne non pondérée pour 17 pays. Échantillon réduit utilisé pour 1990-92. Source : estimations des services du FMI.

naux (Brésil, Colombie et Uruguay). Le recul de la dette en devises a été accentué par la hausse du taux de change réel et par l'échange de créances en Argentine, ce qui a accru la dette en monnaie nationale.

Priorités futures

La région a fait des avancées importantes dans la définition des sources de stabilité macroéconomique et, dans une conjoncture encore relativement favorable, dispose de la latitude nécessaire pour réaliser d'autres progrès. Les grandes priorités futures sont la poursuite des réformes économiques et institutionnelles pour réduire la dette publique et renforcer les cadres budgétaires. Les autres priorités connexes consistent à : renforcer l'engagement à maîtriser l'inflation; améliorer le climat des affaires, en baissant par exemple le coût de l'intermédiation financière; mettre en œuvre la réforme du marché du travail et d'autres réformes structurelles visant à assurer la flexibilité.

À l'évidence, un tel programme nécessite un solide consensus social et politique. À cet égard, l'ancrage de la démocratie dans la région, illustré par la réussite d'élections démocratiques et pacifiques, augure bien de la consolidation du soutien populaire pour les institutions et réformes axées sur le marché, qui sont nécessaires à la stabilité macroéconomique et à l'accélération de la croissance. ■

Anoop Singh, Directeur du
Département Hémisphère occidentale du FMI

Le présent article s'inspire du document de travail du FMI n° 06/166, «Macroeconomic Volatility: The Policy Lessons from Latin America», de Anoop Singh. Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 240. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Extraction hypothécaire : impact sur l'épargne des ménages

La baisse du taux d'épargne des ménages aux États-Unis, ces dix dernières années, a coïncidé avec une forte croissance de l'extraction hypothécaire. Plusieurs analystes y voient un lien. Dans un nouveau document de travail du FMI, Vladimir Klyuev et Paul Mills étudient les causes de ces deux phénomènes pour cerner la corrélation entre l'extraction hypothécaire et la baisse du taux d'épargne, mais aussi l'impact éventuel d'une hausse des taux d'intérêt et d'un ralentissement du marché de l'immobilier sur l'épargne et la consommation des ménages.

Orientée à la baisse depuis le milieu des années 80, la tendance du taux d'épargne des ménages américains est devenue négative en 2005. En une quinzaine d'années, l'extraction hypothécaire, légèrement négative au début des années 90, est passée à près de 10 % du revenu disponible en 2005 (voir graphique ci-dessous).

Pour bien des commentateurs, l'extraction hypothécaire est une cause majeure de la chute de l'épargne. D'autres pointent du doigt les plus-values financières et immobilières qui ont permis l'enrichissement rapide des ménages, la faiblesse des taux d'intérêt qui a diminué la rémunération de l'épargne et les innovations financières qui ont réduit l'épargne de précaution destinée à lisser la consommation des ménages dans le temps. Pour ces derniers, l'extraction hypothécaire n'est qu'un moyen pratique d'accéder à des richesses accumulées pour financer la consommation ou rééquilibrer un portefeuille d'actifs. En aucun cas, ils n'y voient un facteur capable à lui seul de faire baisser le taux d'épargne.

Pourquoi se préoccuper des déterminants de l'épargne? Parce que la baisse séculaire du taux d'épargne des ménages américains a largement contribué à accroître le déficit courant des États-Unis et les déséquilibres planétaires. Après des niveaux historiquement bas, une brusque remontée du taux d'épargne risquerait d'entraî-

ner une contraction de la demande intérieure et une récession de la plus grande économie mondiale. Il est donc impératif que les analystes comprennent bien les facteurs régissant le taux d'épargne pour anticiper au plus juste son évolution, qui aura des conséquences sur les économies américaine et mondiale.

Extraction hypothécaire

L'extraction hypothécaire est un terme générique qui désigne toutes les transactions permettant à des propriétaires d'habitation de réduire leur capital-logement : refinancer un crédit hypothécaire avec un principal plus élevé, contracter un nouvel emprunt hypothécaire ou immobilier à d'autres fins que des travaux de rénovation, ou vendre une maison reçue en héritage. À tout moment, un ménage peut décider d'extraire des liquidités de son capital immobilier ou au contraire y en réinjecter (sous forme d'apport pour le primo-accédant ou en remboursant un prêt existant pour d'autres). Le solde de ces transactions détermine le montant agrégé de l'extraction hypothécaire ressortant des tableaux de flux. Ce solde peut être positif ou négatif et varie grandement d'un pays à l'autre et dans le temps.

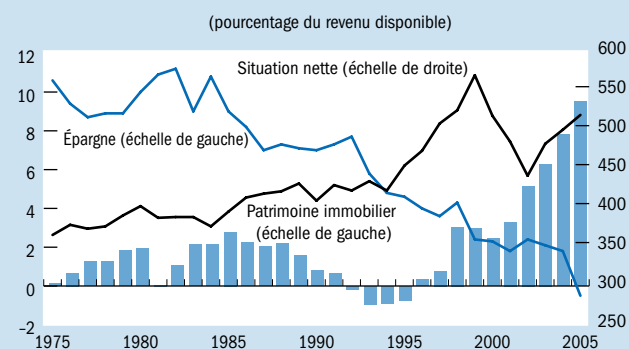
L'usage des fonds extraits peut également varier. D'après les enquêtes menées aux États-Unis et ailleurs, un tiers environ des fonds issus d'un crédit immobilier ou du refinancement d'un prêt hypothécaire sert à améliorer l'habitat, et ne constitue donc pas une extraction hypothécaire. Un quart environ sert à rembourser d'autres dettes et un cinquième à acquérir des actifs financiers. Les dépenses de consommation représentent moins d'un cinquième des fonds obtenus par ce biais. Ainsi donc, l'extraction hypothécaire sert peu à la consommation, mais elle aide surtout les ménages à diversifier leurs avoirs et à se désendetter en jouant sur la baisse des taux et les incitations fiscales.

Le recours à l'extraction hypothécaire est d'autant plus aisé aujourd'hui que le coût de refinancement a nettement baissé du fait de la déréglementation des dépôts et des crédits, de la concurrence accrue entre fournisseurs de prêts hypothécaires, de la titrisation des hypothèques et de l'amélioration des techniques d'évaluation de la solvabilité.

De nouveaux prêts hypothécaires sont aujourd'hui disponibles. Nécessitant moins d'apport et plus souples au niveau des remboursements, ils touchent une catégorie plus large d'emprunteurs. Mais si l'extraction hypothécaire s'est autant développée, c'est surtout parce qu'elle a été tirée par les prêts hypothécaires et immobiliers qui ont connu, du fait de leur titrisation, une croissance explosive ces dernières années. Enfin, les prêts viagers hypothécaires ou «prêts hypothécaires inversés», qui permettent à des personnes âgées propriétaires de leur logement d'extraire des liquidités de leur actif résidentiel durant leur retraite, sont devenus plus courants. L'extraction hypothécaire a autant progressé ces dernières années parce que ce capital-logement n'a jamais été aussi acces-

Effets de richesse

La baisse de l'épargne des ménages a été accompagnée par l'essor de leur patrimoine et des extractions hypothécaires.



Sources : Haver Analytics et calculs des services du FMI.

sible et qu'il est aussi devenu très conséquent du fait de la rapide appréciation des prix de l'immobilier.

Encouragement de l'épargne

Si les particuliers économisent une portion de leur revenu, c'est en partie pour ne pas avoir à réduire sensiblement leur consommation le jour où ce revenu baissera — en cas de retraite ou de chômage par exemple. Lorsque la richesse des ménages augmente du fait d'une appréciation de leurs actifs, les propriétaires de logement sont plus enclins à considérer leur patrimoine suffisant et épargnent moins de ce fait. Ce besoin d'épargner peut aussi diminuer durant des périodes plus sereines — quand l'inflation baisse par exemple.

L'incitation à épargner dépend aussi des taux d'intérêt. Plus les taux sont hauts et plus l'unité économisée rapporte en termes de consommation future. L'étude montre qu'à long terme, il existe une corrélation négative entre le taux d'épargne et la situation nette des ménages (rapportés au revenu) d'une part, et une corrélation positive entre le taux d'épargne des ménages et les taux d'intérêt réel et d'inflation d'autre part. Les auteurs ont calculé que chaque dollar de richesse supplémentaire tend à réduire l'épargne annuelle des ménages d'environ 2 cents.

Malgré la croissance du patrimoine et la baisse des taux d'intérêt et d'inflation, le taux d'épargne tend à baisser au fil du temps. Cela s'explique peut-être par un recul de l'épargne de précaution induit par une déréglementation financière graduelle. Aux États-Unis, le taux d'épargne à long terme ne semble pas être affecté par l'extraction hypothécaire. Au Canada, le taux d'épargne des ménages a également baissé depuis le début des années 80. Cette diminution résulte apparemment de la croissance continue du ratio de la situation nette des ménages et de la baisse des taux d'intérêt et d'inflation. Les ménages canadiens ont toutefois investi davantage dans le logement.

Cependant, les variations de l'extraction hypothécaire permettent de mieux comprendre les variations du taux d'épargne à court terme aux États-Unis, ainsi que ses déviations passagères par rapport à la valeur implicite qui ressort de ses déterminants à long terme. Chaque fois que le ratio de l'extraction hypothécaire rapportée au revenu disponible augmente d'un point de pourcentage, le taux d'épargne baisse temporairement de 0,15 à 0,2 point.

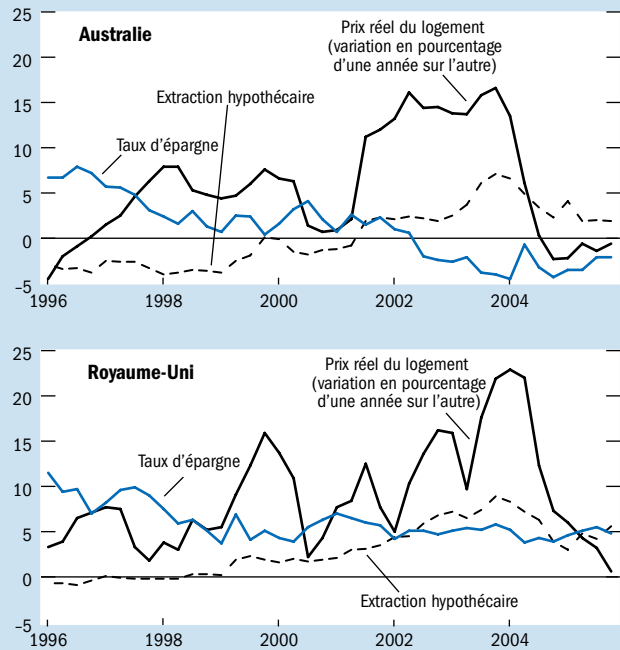
Effets sur la consommation et l'épargne

Sachant que l'activité et les prix de l'immobilier montrent des signes d'essoufflement aux États-Unis, il paraît utile d'évaluer l'impact de cet essoufflement sur la consommation des ménages, principal élément du PIB. La baisse des plus-values sur les actifs immobiliers risque d'entraîner une chute sensible du capital-logement. Et pour ceux qui voient dans l'extraction hypothécaire une source de financement indispensable pour la consommation des ménages, un tarissement de cette source pourrait infliger un sévère coup de frein à la consommation, avec de graves conséquences pour la croissance du PIB.

Modeste reprise

Alors que les prix immobiliers ont ralenti en Australie et au Royaume-Uni, l'extraction hypothécaire a nettement baissé, mais la hausse du taux d'épargne a été modérée.

(pourcentage du revenu disponible)



Sources : Haver Analytics et calculs des services du FMI.

D'après l'étude toutefois, une réduction de l'extraction hypothécaire n'aurait qu'un impact minime et de courte durée sur la consommation. Même si l'extraction hypothécaire devait retomber d'ici un an à son taux moyen à long terme (1 % du revenu disponible contre 10 % actuellement), le taux d'épargne rapporté au revenu disponible augmenterait temporairement d'environ 1½ point de pourcentage. Un effet positif plus durable serait possible en cas de ralentissement de la croissance de la richesse des ménages et de remontée des taux d'intérêt. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé en Australie et au Royaume-Uni, où la hausse des prix de l'immobilier a considérablement ralenti (voir graphique ci-dessus). Bien que l'extraction hypothécaire ait nettement reculé durant ces périodes, le taux d'épargne ne s'est que modérément redressé dans ces deux pays. ■

Vladimir Klyuev, FMI, Département Hémisphère occidentale, et Paul Mills, FMI, Département des marchés de capitaux internationaux

Le document de travail n° 06/162, «Is Housing Wealth an 'ATM'? The Relationship Between Household Wealth, Home Equity Withdrawal, and Saving Rates», de Vladimir Klyuev et Paul Mills, est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 240. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Botswana : conjurer la malédiction des ressources

On a souvent observé que les économies riches en ressources croissent moins vite que celles qui en sont moins bien pourvues — phénomène de la «malédiction des ressources». Le Botswana semble faire exception à la règle. Ce pays parmi les mieux dotés du monde en ressources naturelles connaît une réussite économique remarquable. Une nouvelle étude du FMI, qui vient éclairer le lien entre croissance et ressources naturelles au Botswana, laisse à penser que la gouvernance pourrait catalyser la conversion de ressources abondantes en développement économique. Elle constate qu'une bonne réglementation et de puissantes mesures anticorruption revêtent une importance cruciale pour les pays en développement riches en ressources.

Le Botswana enregistre depuis 30 ans une croissance extraordinaire — environ 9 % en moyenne depuis le milieu des années 70 — qui a dopé son PIB par habitant, estimé à plus de 5.000 dollars par an (aux prix courants), et lui a permis de se hisser de la catégorie des pays à faible revenu à la tranche supérieure des pays à revenu intermédiaire (voir graphique ci-dessous). Cette forte croissance est en grande partie attribuable à d'abondantes ressources diamantaires, dont le Botswana est le premier producteur mondial avec des exportations avoisinant 3 milliards de dollars par an. L'industrie extractive (cuivre, nickel et charbon, outre les diamants) contribue à hauteur d'environ 40 % à la croissance totale. Ces richesses sont aussi à l'origine d'excédents courants équivalant à 5 % du PIB en moyenne depuis 30 ans et de l'accumulation de plus de 6 milliards de dollars de réserves en devises.

Rôle de la gouvernance

Cependant, l'abondance des ressources minières n'explique pas à elle seule l'essor du Botswana. Le pays a été salué également pour ses institutions saines et sa bonne gestion publique, ancrées dans

la solide direction politique qui prévaut depuis son accession à l'indépendance, en 1966. Selon les indicateurs de gouvernance établis par la Banque mondiale, le Botswana se classe loin devant la moyenne des pays à revenu intermédiaire dans tous les aspects de la gouvernance et se compare même favorablement sur plusieurs points à quelques pays à haut revenu (voir tableau).

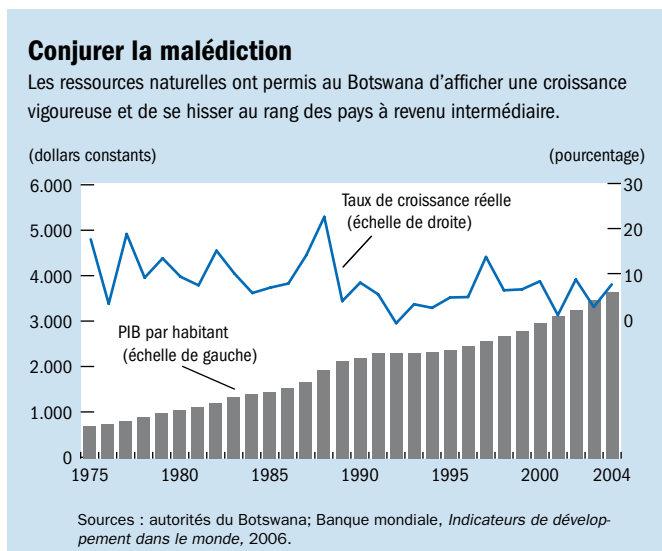
La gestion des finances publiques s'est en particulier caractérisée par la discipline et la transparence. Suivant une règle implicite imposant d'allouer toutes les recettes minières à des «dépenses d'investissement», le gouvernement affiche des excédents budgétaires depuis près de deux décennies, à l'exception de quelques années récentes. Les dépenses d'investissement se définissent comme les dépenses de développement et les dépenses récurrentes d'éducation et de soins de santé; les autres dépenses courantes sont financées par les recettes non minières.

Lien entre ressources et croissance

Pourquoi la corrélation entre ressources et croissance n'est-elle pas automatique? On penserait que les pays riches en ressources naturelles peuvent favoriser la croissance en mettant à profit les recettes conséquentes tirées de ces ressources pour investir davantage en infrastructure économique et en capital humain, mais en réalité, leur croissance économique a souvent stagné. Diverses explications ont été avancées à cela.

Du point de vue de l'économie politique, des ressources naturelles abondantes peuvent créer la discorde et des conflits entre les responsables politiques, les promoteurs, les tribus locales et les citoyens. Faute de systèmes de suivi et d'équité fondés sur la règle de droit, ces parties pourront chercher à tirer des rentes injustes et les épuiseront rapidement. Cette situation aboutit parfois à des conflits tribaux ou à des poursuites civiles internationales. Les rentes tirées des ressources peuvent aussi engendrer la corruption, qui érode l'efficacité économique, et miner la gestion des finances publiques en incitant moins le gouvernement à percevoir des impôts et à rendre des comptes à la population, et en affaiblissant la discipline budgétaire.

Du point de vue de l'économie, le syndrome hollandais est une autre explication possible de l'absence de lien systématique entre ressources et croissance. Dans les pays exportateurs de ressources naturelles, les autres secteurs (surtout le secteur manufacturier) tendent à souffrir de l'appréciation réelle de la monnaie nationale car les recettes tirées des ressources sont en partie absorbées par le secteur des biens non échangeables, ce qui augmente le revenu du pays. Certains auteurs ont partiellement attribué la lenteur de la croissance enregistrée en Afrique depuis quelques décennies au syndrome hollandais. L'absence de retombées positives liées à l'extraction des ressources naturelles, caractérisée par une forte intensité capitaliste et l'immobilité géographique, peut aussi peser sur la vigueur du développement des secteurs non miniers à proximité.



Score élevé

Selon tous les indicateurs de la gouvernance, le Botswana se compare favorablement à la moyenne des pays en développement à revenu intermédiaire et talonne même quelques pays (développés) à revenu élevé.

	Botswana	Afrique sub-saharienne	Pays à faible revenu	Pays à revenu intermédiaire	Pays à revenu élevé
Voix et responsabilisation	0,75	0,42	0,38	0,57	0,82
Stabilité politique	0,78	0,45	0,40	0,59	0,82
Efficacité de l'État	0,66	0,30	0,27	0,42	0,77
Qualité des règlements	0,72	0,38	0,34	0,51	0,85
État de droit	0,67	0,33	0,29	0,47	0,84
Lutte contre la corruption	0,62	0,29	0,25	0,39	0,76

Note : Les indicateurs varient de 0 (la pire gouvernance possible) à 1 (la meilleure gouvernance possible).

Source : *Governance Matters III: Governance Indicators for 1996–2002*, D. Kaufmann, A. Kraay et M. Mastruzzi (Banque mondiale, Washington, 2003).

La richesse en ressources devrait être avantageuse pour toute économie dotée d'un solide plan d'extraction à long terme et d'un mécanisme efficace pour investir les revenus dans l'infrastructure sociale et économique indispensable à une croissance durable et à la diversification. Toutefois, si la gouvernance est défaillante, il est probable que les recettes tirées des ressources soient inégalement distribuées et injustement dilapidées, et que le pays soit condamné à la stagnation économique.

Explication de la corrélation

La bonne gouvernance est-elle indispensable pour que l'abondance de ressources engendre la croissance, comme au Botswana? Pour examiner la corrélation, l'étude effectue une régression de la croissance qui tient compte de toutes les conditions macroéconomiques significatives : richesse en ressources mesurée par les exportations de ressources par habitant (pétrole, métaux et pierres précieuses, mais pas les produits agricoles), gouvernance, taux d'imposition moyen, ouverture du pays au commerce international et croissance démographique. Elle analyse 89 pays — dont 60 en développement et 29 à revenu élevé — entre 1998 et 2002.

La gouvernance est mesurée par les indicateurs de la Banque mondiale. L'introduction d'un coefficient d'interaction entre la richesse en ressources et les six indicateurs permet de déterminer la dimension de gouvernance la plus cruciale pour que cette richesse contribue à la prospérité.

L'étude constate qu'en général les ressources naturelles ont une influence négative sur la croissance. Cependant, les effets interactifs de la richesse en ressources et de la gouvernance sont systématiquement positifs pour la croissance, ce qui signifie que si la gestion publique d'un pays est bonne, l'abondance de ressources est propice au développement économique. Ainsi, contrairement à l'hypothèse de la malédiction des ressources, la richesse en ressources n'est pas en elle-même un frein à la croissance, mais elle peut générer la croissance si elle s'accompagne d'une bonne gestion publique.

Politiques adaptées

Pour qu'un pays gère ses ressources de manière profitable, quatre dimensions de la bonne gouvernance doivent être réunies : droit d'expression et obligation de rendre compte, efficacité des pouvoirs publics, qualité des réglementations et lutte anticorruption. D'après les résultats de la régression effectuée dans l'étude, les deux dernières dimensions sont déterminantes pour les pays en développement.

Au plan des politiques publiques, les implications sont simples. Premièrement, le droit d'expression et l'obligation de rendre compte renvoient aux libertés civiles et aux droits politiques et représentent la capacité d'un gouvernement démocratiquement responsable à discipliner ceux qui sont habilités à extraire les ressources. En l'absence d'un suivi citoyen et d'une procédure de sélection et de remplacement des dirigeants, les rentes tirées des ressources tendront à être injustement dilapidées. Deuxièmement, l'efficacité des pouvoirs publics, mesurée par la qualité des services publics et la compétence des fonctionnaires, doit être élevée. Si l'État ne parvient pas à produire et à appliquer des politiques adaptées de gestion des ressources et des revenus, les ressources seront surexploitées.

Troisièmement, le développement des ressources naturelles impliquant des relations durables avec des privés, des politiques défavorables à l'économie de marché — contrôle des prix, réglementation excessive et interventions arbitraires dans les transactions minières — sont à proscrire. Enfin, des mesures anticorruption sont essentielles pour une distribution équitable et transparente des bénéfices tirés des ressources. Pour prévenir la corruption, la procédure budgétaire et la passation des marchés doivent être transparentes, d'où la nécessité d'une autorité indépendante de lutte contre la corruption.

Autres facteurs importants

Reste à savoir si une bonne gestion publique est suffisante pour conjurer la malédiction des ressources. La bonne gouvernance à elle seule ne peut prévenir le syndrome hollandais, les pays tributaires de leurs ressources — comme le Botswana — ayant rarement une économie diversifiée. Malgré son revenu élevé, le Botswana est à la traîne en matière d'emploi et de développement social. Outre la bonne gouvernance, d'autres mesures, telles que les réformes structurelles, sont nécessaires pour orienter le produit des ressources naturelles vers la croissance durable et le développement social. ■

Atsushi Iimi
FMI, Département Afrique

Le présent article s'inspire du document de travail du FMI n° 06/138, «Did Botswana Escape from the Resource Curse?». Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 240. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Inde : pour un régime fiscal générateur de croissance

En 15 ans, l'Inde a profondément modernisé sa fiscalité. L'État fédéral a réduit les droits de douane et d'accise et les taux d'imposition des revenus, assujettissant certains secteurs à une forme de taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et élargi l'assiette de l'impôt en y incluant certains services. Avec 10 ans de retard, tous les États sauf deux ont récemment instauré une TVA. Pourtant, malgré ces réformes, des taux d'imposition assez élevés appliqués à certains secteurs et entreprises côtoient encore de multiples exonérations, produisant un régime fiscal hétéroclite et des recettes peu élevées. Comment, s'interroge Hélène Poirson dans un nouveau document de travail du FMI, l'Inde peut-elle accroître ses recettes fiscales pour répondre à ses besoins infrastructurels et sociaux critiques sans compromettre sa croissance? La solution pourrait consister, dit-elle, à combler les lacunes de l'assiette de l'impôt et à éliminer les distorsions fiscales dans les décisions d'épargne et d'investissement.

Le ratio indien des recettes fiscales au PIB est faible en comparaison internationale, cette situation tenant en partie à de multiples exonérations qui font peser une pression fiscale disproportionnée sur certains secteurs. Les taux d'imposition élevés affectent le climat des affaires et ont sans doute contribué à l'expansion de l'économie souterraine, laquelle engendre des coûts sous forme de pertes de recettes fiscales et de moindre croissance de la productivité.

Depuis 1991, les autorités ont engagé une série de réformes fiscales visant essentiellement à abaisser les taux légaux et à élargir l'assiette. Si ces réformes ont accéléré l'ouverture du pays — grâce aux fortes baisses des tarifs douaniers — et accru la part des impôts directs dans les recettes totales, le ratio global des recettes fiscales au PIB n'a que peu augmenté. L'Inde reste confrontée à des choix familiers mais difficiles. Après plusieurs années de gros déficits budgétaires, l'État doit assumer une charge de la dette élevée et le secteur public doit rivaliser avec le secteur privé, récemment en pleine expansion, pour accéder aux ressources, alors que les insuffisances croissantes des infrastructures et les besoins sociaux critiques exigent une montée en puissance des dépenses publiques.

Régime fiscal contrasté

Que doit faire l'Inde? Une nouvelle réforme fiscale pourrait augmenter les recettes et soutenir une croissance économique vigoureuse. Les recettes fiscales des administrations publiques, qui avaient glissé en dessous de 14 % du PIB en 2001–02, sont remontées à 16¾ % en 2005–06 (voir graphique). Les grandes réformes mises en œuvre dans les années 90 ont entraîné une baisse des recettes fiscales. Les recettes directes ont augmenté, mais les recettes indirectes ont diminué — en raison principalement de la baisse des tarifs douaniers. Les récentes réformes — inclusion de nouveaux services dans l'assiette de l'impôt,

adoption d'une TVA dans les États en 2005 et modernisation de l'administration fiscale — ont enrayé et inversé ce déclin. Les recettes fiscales sont aujourd'hui supérieures de 3¾ points de pourcentage du PIB à la moyenne des autres pays émergents asiatiques, mais inférieures de 3½ points à la moyenne des pays émergents.

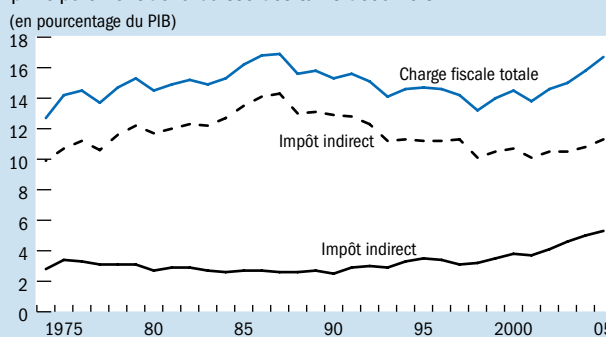
Afin d'évaluer la pression fiscale effective pesant en Inde sur diverses catégories de revenus et de consommation, le taux d'imposition effectif moyen (TIEM) a été calculé. Cet indicateur standard synthétise plusieurs caractéristiques de l'impôt, dont les taux d'imposition légaux, l'assiette effective (compte tenu de la fraude fiscale, des exonérations et de l'ampleur de l'activité informelle) et la qualité de l'administration fiscale. Il se mesure comme le ratio des recettes fiscales à l'assiette théorique de l'impôt dérivée des comptes de la nation.

Les résultats montrent que les TIEM du travail et du capital en Inde sont voisins de ceux des autres pays à faible revenu, mais très inférieurs aux TIEM des marchés émergents plus matures d'Asie. Cet écart tient en partie au nombre assez faible de contribuables, à l'absence de sécurité sociale et de charges sociales afférentes, aux multiples incitations fiscales, à la faiblesse de l'impôt sur les plus-values des particuliers et à un secteur informel très développé. En revanche, le TIEM indien de la consommation est comparable à celui d'autres pays asiatiques, même si de nombreux services ne sont pas assujettis.

La faiblesse des TIEM du capital et du travail, alliée à des taux légaux relativement élevés, révèle un régime fiscal peu efficace. En 2003 par exemple, l'impôt sur les sociétés (IS) indien, alors de 35,9 %, a généré des recettes égales à 2,3 % du PIB ; Singapour a levé 3½ fois ce montant avec un taux de 22 %, et le Chili deux fois ce montant avec un taux de 17 %. Ces chiffres montrent qu'il est possible d'accroître fortement

Ouverture et recettes fiscales

Après les réformes des années 90, les recettes fiscales directes ont augmenté, mais les recettes indirectes ont diminué en raison principalement de la baisse des tarifs douaniers.



Sources : autorités indiennes et projections des services du FMI.

les TIEM en Inde sans relever les taux, et donc sans compromettre la compétitivité.

Pertes d'investissement

Après trois ans de croissance supérieure à la tendance, le taux d'investissement en Inde atteignait 31¾ % du PIB en 2005–06, un chiffre similaire à ceux de la Corée, de la Thaïlande et du Vietnam, mais très inférieur à celui de la Chine (40 %). Les gouvernements successifs ont abaissé les taux de l'IS et de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) depuis 1993 afin de doper l'épargne et l'investissement. Le taux de l'IS reste cependant élevé et déprime l'investissement, car il augmente le taux de rentabilité requis avant impôt. En outre, la déductibilité des intérêts tend à favoriser le financement par l'emprunt relativement à l'émission de capital ou à l'autofinancement, ce qui peut accroître les risques d'insolvabilité et engendrer des discriminations à l'encontre des petites entreprises qui ont des difficultés à emprunter. Les autres distorsions fiscales résident dans les multiples abattements fiscaux, exonérations et régimes spéciaux visant certains secteurs et régions.

Des études comparatives confirment la relation négative entre pression fiscale (ratio de l'impôt au PIB) et croissance dans les économies avancées, mais n'observent aucun lien significatif dans les pays à revenu faible et moyen. À l'inverse, les études empiriques réalisées au niveau des entreprises et les simulations confortent la thèse de l'effet négatif d'un taux marginal effectif élevé de l'IS sur la croissance.

Quel effet l'impôt indien sur le revenu a-t-il sur l'incitation à investir? Pour le déterminer, M^{me} Poirson a calculé deux indicateurs synthétiques, le coin fiscal marginal effectif entre la rentabilité du capital avant et après impôt, et les taux d'imposition marginaux effectifs, définis comme le ratio du coin fiscal marginal effectif au taux de rentabilité réel requis avant impôt. Ces deux indicateurs intègrent les dispositions régissant aussi bien les bénéfices des sociétés que l'IRPP, la provision pour amortissement et la méthode d'évaluation des stocks. Elles mesurent le coût éventuel de l'impôt pour les investisseurs et permettent des comparaisons entre pays.

S'agissant de la pression fiscale marginale au niveau des entreprises (abstraction faite des taux de l'IRPP), les estimations montrent que les sociétés qui ont difficilement accès au financement par l'emprunt, en particulier les plus petites, supportent une forte fiscalité marginale. Le taux de l'IS étant assez élevé, les investissements financés par émission de capital ou autofinancés supportent un taux d'imposition effectif marginal proche de 33 % (chiffres de 2004), contre 22 % dans les pays industriels.

M^{me} Poirson estime également le coin fiscal marginal global sur le capital en tenant compte de l'IRPP. S'établissant à 1,4 % en Inde, il est légèrement inférieur à la moyenne des pays industriels, en raison du faible taux de l'IRPP. Les distorsions fiscales sont néanmoins élevées. Pour les entreprises qui s'autofinancent, le coin fiscal marginal est de 2,6 %, soit

près d'un tiers de plus que la moyenne des pays industriels. Le financement par émission d'actions est aussi pénalisé, bien qu'à 2½ %, le coin fiscal sur les investissements ainsi financés soit inférieur d'un cinquième à la moyenne des pays industriels, du fait du moindre taux d'imposition sur les dividendes et le revenu du capital. Par contre, le financement par l'emprunt bénéficie d'un coin fiscal négatif de 0,2 %, pour une moyenne positive de 1 % dans les pays industriels.

En outre, en raison des nombreuses incitations fiscales, le coin fiscal est très variable d'une région et d'un secteur à l'autre. Ainsi, l'étude estime que pour une entreprise exonérée de l'IS, le coin fiscal représente moins d'un tiers de celui d'une entreprise qui ne bénéficie pas d'une trêve fiscale.

De nouvelles réformes sont indispensables

Plusieurs mesures pourraient aider l'Inde à accroître ses recettes au fil du temps tout en créant un système fiscal moins générateur de distorsions et sans doute plus équitable. Nombre de ces mesures sont inscrites dans la politique adoptée en 2004 par le gouvernement en vue d'un rééquilibrage budgétaire. Les actions clés pourraient consister à profiter de la récente introduction de la TVA au niveau des États pour instituer une taxe nationale sur les biens et services (TBS). L'expérience internationale montre qu'une TBS accroîtrait l'efficacité économique et stimulerait l'investissement et les exportations tout en relevant les recettes de plus de 1 % du PIB. L'élargissement de l'assiette par l'élimination des exonérations, l'augmentation du nombre d'assujettis et un recours accru aux technologies de l'information pour améliorer l'administration de l'impôt et le civisme fiscal accroîtraient aussi la productivité des recettes et, dans le cas des exonérations, réduiraient les distorsions fiscales.

L'étude suggère que les autres mesures décidées en 2004 — dont l'élimination de la majoration de l'IS et de la taxe sur les dividendes distribués — réduiraient le coin fiscal marginal de 0,2 % et atténueraient les distorsions. Cela étant, les entreprises qui se financent sans emprunt seraient pénalisées. Pour résoudre ce problème et modérer tout excès de financement par l'emprunt, l'Inde devrait envisager d'autres réformes — plafonner la déductibilité des intérêts à un pourcentage du résultat net imposable, limiter la dette prise en compte aux fins de l'IS, fixer un taux de référence pour les intérêts et instaurer un abattement fiscal pour les fonds propres des sociétés. ■

Hélène Poirson
FMI, Département Asie et Pacifique.

Le présent article s'inspire du document de travail n° 06/93, «The Tax System in India: Could Reform Spur Growth?», d'Hélène Poirson. Il est disponible au prix de 15 dollars auprès du Service des publications du FMI. Pour commander, voir page 240. Le texte intégral peut aussi être consulté sur le site Internet du FMI (www.imf.org).

Les firmes américaines recommencent à investir

Les entreprises américaines ayant accumulé d'importantes réserves de liquidités depuis 2001, beaucoup s'interrogent sur le bien-fondé et la pérennité de ce phénomène. Certaines ont commencé récemment à puiser dans leurs réserves pour payer rapidement les actionnaires, financer des fusions et acquisitions et accroître leurs investissements. Comment comprendre le lien entre liquidités et investissements? Le 18 juillet, à l'American Enterprise Institute (AEI), Kevin M. Warsh, Gouverneur de la Réserve fédérale américaine, a prononcé un discours sur l'évolution récente de la trésorerie et des bilans des entreprises aux États-Unis.

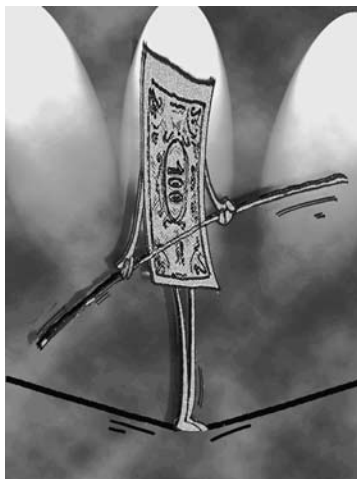
L'accumulation s'estompe

Après une longue période d'épargne, les entreprises américaines semblent renouer avec l'emprunt et dépenser leurs avoirs en espèces, tendance qui se poursuivra probablement, a déclaré M. Warsh. Le regain d'intérêt pour les dépenses en capital et pour l'expansion des activités explique en grande partie l'évolution récente, attribuable à des pressions extérieures grandissantes visant à accroître la valeur actionnariale. Si cette tendance persiste, a poursuivi M. Warsh, la liquidité et la qualité du crédit de certaines sociétés pourraient diminuer, mais il est peu probable, du moins à court terme, que cela mette en danger la solidité de leurs bilans ou la forte expansion de leurs dépenses.

Du reste, «si certaines tendances émergentes telles que la baisse requise des ratios de couverture des intérêts prennent de l'ampleur, elles pourraient induire une détérioration plus prononcée de la qualité du crédit comme on le prévoit actuellement», a estimé M. Warsh. Les entreprises devraient donc maintenir les liquidités à des niveaux historiquement élevés par mesure de précaution, eu égard aux incertitudes géopolitiques et économiques et à l'environnement juridique et réglementaire plus rigoureux. Selon M. Warsh, les entreprises américaines ont fait preuve d'une aptitude remarquable à s'adapter et à prospérer ces dernières années malgré ces changements, et elles devraient continuer dans cette voie.

Montée en puissance des actifs incorporels

L'énigme de l'accumulation de liquidités, s'est interrogé Kevin A. Hassett (AEI), s'explique-t-elle en partie par les investissements des entreprises en actifs incorporels (non physiques) tels que la propriété intellectuelle? Si, à travers des activités rentables, les entreprises détiennent plus de liquidités, existe-t-il quand même un déficit d'investissement? Pour M. Hassett, «la composition de l'investissement dans l'économie a peut-être évolué de façon spectaculaire au fil du temps, devenant beaucoup plus centrée sur les actifs incorporels». À cet égard, il a cité des données récentes montrant que les investissements incorporels dépassent désormais les investissements fixes des entreprises.



Massoud Elernadi/FMI

Si l'investissement est défini de façon plus générale pour inclure les actifs incorporels, alors «l'expansion actuelle ressemblera davantage aux expansions antérieures» et présentera une image plus normale du point de vue conjoncturel.

M. Warsh a reconnu le bien-fondé de cet argument. Même si la plupart des investissements en capital réalisés à la fin des années 90 étaient des investissements fixes des entreprises, une grande partie des investissements actuels — en l'occurrence, de nouveaux investissements en capital — se rapporte à des investissements antérieurs et vise à moderniser des technologies, des structures et des systèmes acquis par le passé. Selon M. Warsh, cela pourrait expliquer en partie les gains de productivité que nous avons observés, «qui auraient même pu s'accélérer ces dernières années grâce aux investissements incorporels effectués dans le but d'améliorer des procédés et qui ont dopé la productivité et les marges bénéficiaires».

Ina Kota

FMI, Département des relations extérieures

Pour en savoir plus, voir aussi le chapitre IV «Trésorerie à gogo : pourquoi les entreprises épargnent-elles autant?» des *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2006, sur le site du FMI (www.imf.org). La version publiée de l'ensemble du document est en vente au prix de 49 dollars (46 dollars pour les universitaires et étudiants) au Service des publications du FMI. Pour commander, voir instructions à droite.



Laura Wallace
Rédactrice en chef

Sheila Meehan
Rédactrice principale

Christine Ebrahim-zadeh
Directrice de production

Elisa Diehl
Ina Kota
Rédactrices

Maureen Burke
Lijun Li
Assistants de rédaction

Kelley McCollum
Assistante de production

Julio Prego
Graphiste

Graham Hacche
Conseiller principal

Édition française
Division française
Services linguistiques

Alfred Detchou
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^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.