

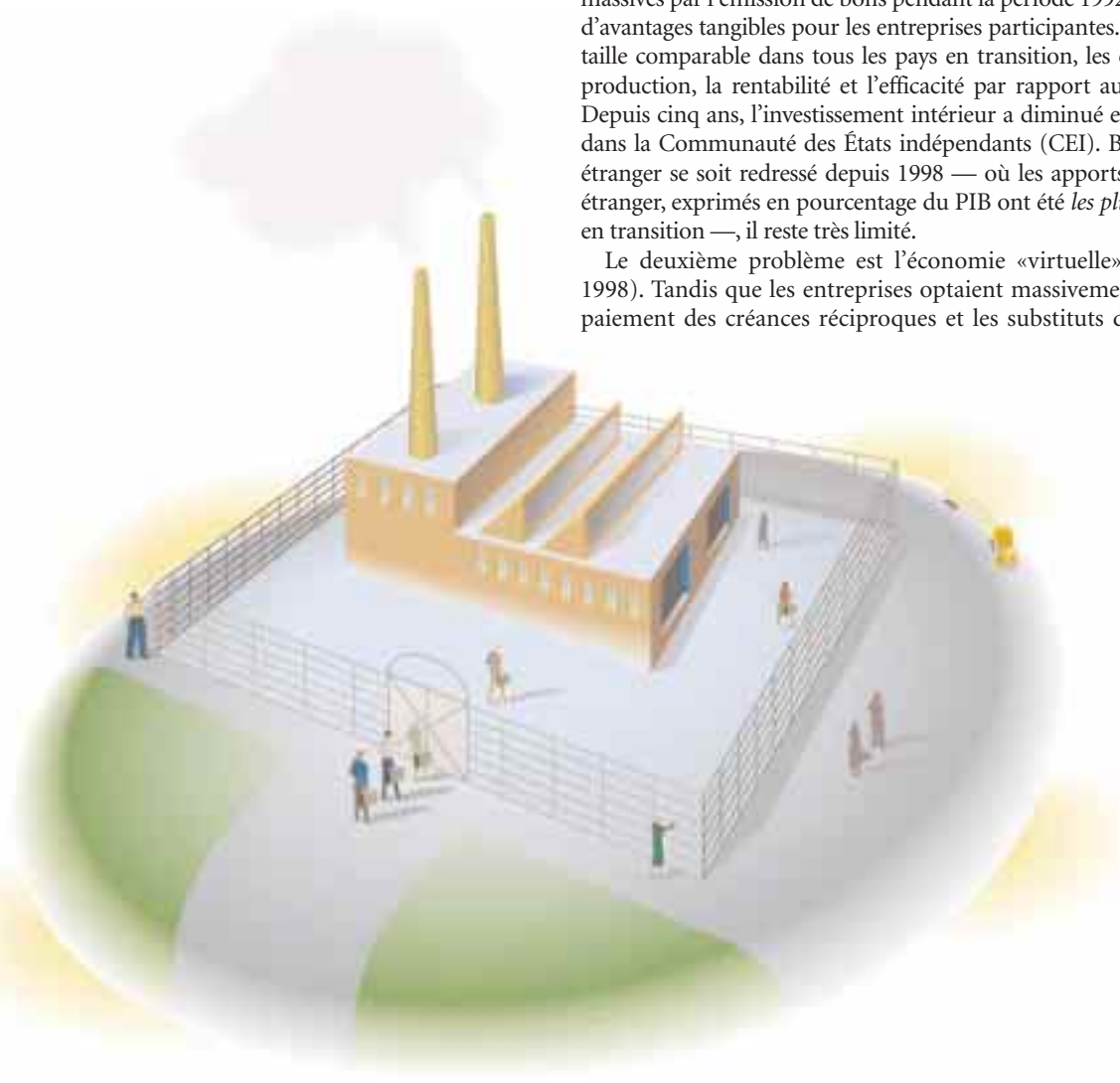
La gouvernance en vase clos, un boulet pour les entreprises russes

Au cours de la dernière décennie, les efforts de croissance et de restructuration économique de la Russie ont été sérieusement entravés par la pénurie d'investissement et le foisonnement du troc et des arriérés. Dans la situation actuelle, quelle est la meilleure façon de soutenir les efforts de réforme économique de la Russie?

Raj Desai et Itzhak Goldberg

DEPUIS LA CRISE financière d'août 1998 en Russie, deux problèmes économiques connexes retiennent particulièrement l'attention. Le premier est le manque persistant d'investissement et de restructuration dans le secteur des entreprises. À cet égard, les privatisations massives par l'émission de bons pendant la période 1992–95 n'ont guère produit d'avantages tangibles pour les entreprises participantes. Parmi les entreprises de taille comparable dans tous les pays en transition, les entreprises russes ont la production, la rentabilité et l'efficacité par rapport aux coûts les plus faibles. Depuis cinq ans, l'investissement intérieur a diminué en Russie plus qu'ailleurs dans la Communauté des États indépendants (CEI). Bien que l'investissement étranger se soit redressé depuis 1998 — où les apports d'investissement direct étranger, exprimés en pourcentage du PIB ont été *les plus faibles* de tous les pays en transition —, il reste très limité.

Le deuxième problème est l'économie «virtuelle» (voir Gaddy et Ickes, 1998). Tandis que les entreprises optaient massivement pour le troc, le non-paiement des créances réciproques et les substituts de monnaie tels que les



billets à ordre (*veksel*), les autorités fiscales ont été obligées de collecter l'impôt en nature. Bien que le non-paiement et le troc aient diminué en 1999, il reste des montants considérables de dettes entre entreprises, d'arriérés de salaires, d'obligations fiscales non satisfaites et d'opérations de troc.

La prolifération des non-paiements et l'absence de restructuration du secteur des entreprises ont été imputées au fait que les autorités fédérales n'ont pas su ou voulu appliquer des dispositions strictes en matière d'impôts et de faillites. Ainsi, le non-paiement tiendrait à l'excès de tolérance de la part des autorités fiscales face à l'accumulation d'arriérés par les entreprises. De même, le climat défavorable à l'investissement s'expliquerait par l'absence de protection crédible des investisseurs. Mais ceux qui incriminent l'application laxiste des lois ou le manque de protection crédible des investisseurs n'ont qu'à moitié raison. En dernière analyse, il faut se poser la question suivante : *Pourquoi* n'a-t-on toujours pas réussi à mettre en place l'appareil institutionnel nécessaire pour assurer la discipline en matière de paiements et la protection des investisseurs en Russie en dépit des conseils les plus avisés et des millions de dollars d'aide extérieure qui ont été fournis au pays? On ne peut répondre complètement à cette question sans soulever le problème de la distorsion des incitations données à deux importantes parties prenantes de l'économie russe — les actionnaires-dirigeants et les administrations régionales — et du système des droits de propriété des entreprises qui a préservé celles-ci avant tout en tant que source de rentes.

Quand les dirigeants sont actionnaires

Un système de surveillance externe ne devrait pas être nécessaire dans une entreprise qui appartient entièrement à ceux qui prennent les décisions et les appliquent, qui fournissent le financement et qui assument les risques résiduels (et les profits) associés à ces décisions. Comment donc expliquer le comportement *a priori* déroutant des actionnaires-dirigeants russes qui, en vendant les actifs de leur propre entreprise, semblent voler dans une poche pour remplir l'autre?

Le problème du gouvernement d'entreprise en Russie ne se limite pas à la protection des actionnaires minoritaires ou autres bailleurs de fonds. Il tient plutôt au fait que les actionnaires-dirigeants ne sont pas suffisamment incités à restructurer leurs entreprises et à en optimiser la valeur à long terme. Premièrement, les actionnaires-dirigeants considèrent leurs droits de propriété sur l'entreprise comme incertains, temporaires et sujets à révocation. À court terme, les gains attendus de l'augmentation de la valeur de l'entreprise et de l'appréciation de leurs parts sont inférieurs à ce qu'ils peuvent gagner en vendant les actifs. Deuxièmement, l'optimisation de la valeur n'est un objectif raisonnable à long terme que si cette valeur peut être réalisée par la vente des droits de propriété dans les entreprises. Étant donné l'illiquidité des marchés de capitaux rela-

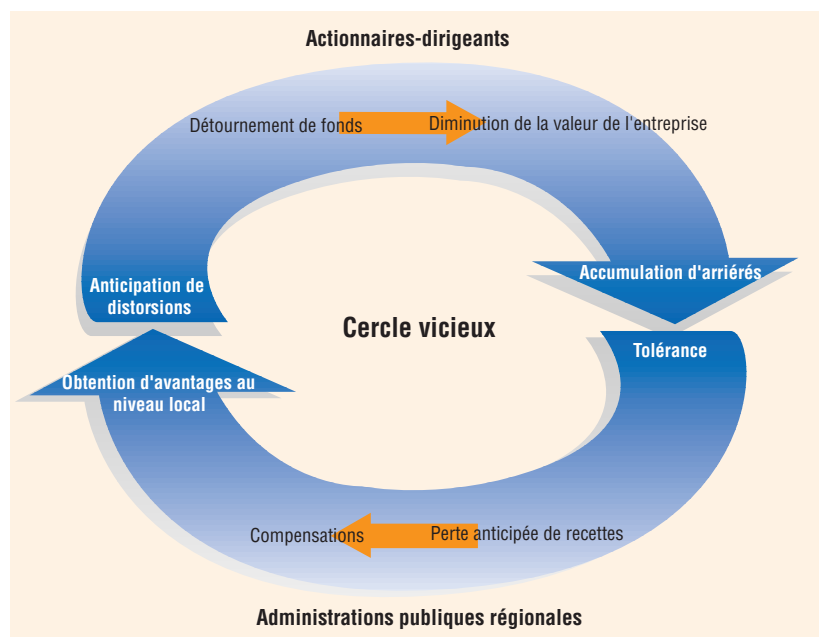
tivement peu développés de la Russie, les entreprises changent rarement de main et leurs dirigeants ne sont donc guère incités à en accroître la valeur.

Troisièmement, étant donné que les dividendes sont impossibles et qu'ils doivent être partagés avec les autres actionnaires, qui sont principalement des employés, les actionnaires-dirigeants ont été enclins à détourner des fonds de leurs entreprises en demandant le remboursement des dépenses fictives ou en recourant à d'autres formes de vol. Même dans les entreprises dont les dirigeants ne détiennent qu'une minorité d'actions, ceux-ci peuvent user de divers moyens pour s'en assurer le contrôle *de facto*. En outre, les dirigeants ont souvent décidé (illégalement) d'interdire la vente d'actions à des parties extérieures à l'entreprise ou de limiter les participations et menacé de manière implicite les employés qui contreviennent à ces décisions. Le pouvoir des initiés, c'est-à-dire de ceux qui sont déjà dans la place, est si solidement enraciné que les investisseurs extérieurs n'ont guère d'espoir de prendre le contrôle de l'entreprise même s'ils acquièrent une part substantielle de ses actions.

Alors que le processus de privatisation rapide en Russie avait été motivé par le souci d'empêcher les dirigeants des entreprises d'État d'en démembrer les actifs, les dirigeants-actionnaires ont considérablement dégradé les actifs des entreprises privatisées. Ces dernières années, les initiés et les autorités régionales, avec l'appui de leurs alliés à la Douma, ont uni leurs forces pour bloquer avec succès les efforts qui ont été faits pour limiter cette dégradation des actifs. Ils ont par la suite réussi à maintenir les rentes (et les possibilités de détournement de fonds) générées par le programme de privatisation de masse et le programme ultérieur de privatisation fondé sur les «prêts contre actions», qui a fait cadeau d'actions des grandes sociétés à la nouvelle oligarchie.

L'influence des administrations régionales

Les institutions centrales qui régissent l'économie russe ayant cédé leurs pouvoirs aux régions, les administrations régionales



en ont profité pour garder en activité d'importantes entreprises locales ainsi que pour protéger la main-d'oeuvre. Bien que le gouvernement fédéral de la Russie ait depuis longtemps renoncé à intervenir dans la gestion des entreprises, les autorités régionales ont continué à exercer une forte influence sur les actions des grandes entreprises, qu'elles aient été ou non officiellement privatisées. Les autorités locales ont les moyens de discipliner les dirigeants d'entreprise récalcitrants, par exemple en les accablant d'inspections insidieuses (incendie, sécurité, santé etc.). Plus directement, les administrations régionales et municipales peuvent effectivement interdire aux entreprises de licencier la main-d'oeuvre en surnombre.

Anticipant ce genre d'interférences, les dirigeants d'entreprise ont souvent opéré des détournements de fonds préventifs. Les administrations régionales, sachant que les recettes impossibles des entreprises ont été réduites par les détournements de fonds, réagissent en percevant des impôts en nature sur les entreprises rentables tout en tolérant les arriérés d'impôts des entreprises déficitaires afin de maintenir les emplois. Ces administrations régionales protègent les dirigeants en place des tentatives de prise de contrôle de l'extérieur, font obstruction à l'application des droits de propriété des parties extérieures et perpétuent le système consistant à utiliser les entreprises comme sources d'avantages privés pour les dirigeants et les autorités locales et comme sources d'avantages sociaux et politiques pour la région (voir le graphique page 15).

Le troc et les arriérés en tant qu'instruments de contrôle

Dans les conditions actuelles, le système de non-paiement et de règlement sous d'autres formes qu'en espèces est un moyen commode pour les autorités régionales et les initiés de s'assurer le contrôle des entreprises. Des subventions peuvent être fournies aux entreprises privilégiées sous forme d'un régime fiscal préférentiel, de «ristournes» sur les factures d'électricité, eau, gaz et téléphone et de préférences dans les passations de marchés publics, toutes ces mesures visant à empêcher les entreprises de fermer et de licencier du personnel. Cela désavantage des entreprises qui pourraient être productives, en bloquant leurs investissements et leur croissance.

Tandis que les arriérés d'impôts constituent des subventions des administrations régionales aux entreprises, il y a lieu de penser que le troc est imputable au contrôle exercé par les initiés. Le système d'imposition et de paiement (caractérisé, par exemple, par le gel des comptes en banque) en Russie est souvent cité comme la principale motivation du troc. Si tel était le cas, la Russie serait en ce sens une anomalie. Si une fiscalité excessive et arbitraire dans les pays à revenu intermédiaire tend à favoriser la désintermédiation financière (l'argent liquide étant préféré aux avoirs en banque, car il est moins traçable que les virements bancaires et les chèques, les banques ont moins d'argent à prêter lorsque la fiscalité incite à la fraude), elle ne donne pas automatiquement lieu à la pratique

«L'amélioration des procédures de faillite en Russie depuis 1998 a grandement facilité la réorganisation des entreprises insolubles.»

du troc. Étant donné qu'en Russie, l'administration des impôts a commencé à prélever directement les impôts sur les comptes en banque en roubles des entreprises redevables, celles-ci utilisent des comptes offshore pour toutes leurs transactions en espèces.

Le troc résulte des défaillances du gouvernement d'entreprise. En ce sens, il permet à la fois d'éviter le paiement des dettes privées ou publiques en espèces et de cacher la situation réelle de l'entreprise non seulement aux autorités fiscales, mais aussi aux actionnaires minoritaires (et même aux actionnaires passifs comme les employés). Les règle-

ments autrement qu'en espèces permettent aux actionnaires-dirigeants de démembrer les actifs et de détourner des fonds de manière plus occulte.

L'actionnariat et le contrôle sont la principale source des maux du secteur des entreprises en Russie, et l'application rigoureuse de la discipline budgétaire et de règles antimonopoles ne sauraient suffire pour y remédier; il faut plutôt réformer le système des droits de propriété qui *motive* le comportement des actionnaires en place dans les entreprises. Ceux qui font valoir que la réforme de l'actionnariat des entreprises restera sans effet tant qu'une discipline rigoureuse en matière budgétaire et de paiements ne sera pas appliquée prennent le problème à rebours (voir Banque mondiale, 1999). Dans l'économie russe, le non-paiement et le troc — outre qu'ils permettent aux entreprises déficitaires de continuer à fonctionner — sont des moyens pour les initiés de conserver leur pouvoir dans les entreprises par l'opacité et la fraude, et sont tolérés par les gouvernements régionaux qui tirent des avantages politiques de ces entreprises. La discipline en matière de paiements ne pourra pas s'améliorer sans une mise à plat des incitations aux actionnaires-dirigeants et aux autorités régionales.

L'actionnariat doit-il être transformé de manière sélective?

Le dernier maillon de la chaîne de l'application des droits de propriété est, bien sûr, la faillite, avec le transfert de la propriété aux créanciers. L'amélioration des procédures de faillite en Russie depuis 1998 a grandement facilité la réorganisation des entreprises insolubles. Mais le recours aux procédures de faillite pour transformer l'actionnariat soulève trois problèmes cruciaux :

- *La coordination entre les créanciers est difficile à assurer.* La faillite est collective de nature : tous les créanciers doivent partager le coût de la procédure et s'accorder sur la gestion externe et les autres questions.

- *Les capacités du système judiciaire sont limitées.* La transformation de l'actionnariat fondée sur une procédure de faillite relève, en dernier ressort, des tribunaux du pays — les litiges qui en résultent peuvent imposer un fardeau considérable à un système judiciaire déjà surchargé.

- *La faillite a des effets perturbateurs.* Si un accord à l'amiable ne peut être conclu entre les créanciers, les autorités régionales

Transformation de l'actionnariat fondée sur l'investissement : programme-pilote pour les régions russes

La proposition suivante pour la transformation de l'actionnariat des entreprises russes suppose l'existence d'un groupe de sociétés privatisées dans lesquelles dirigeants et employés détiennent une pluralité de parts, dont le reste est détenu par le gouvernement fédéral ou régional. Le processus de transformation comprendrait les mesures suivantes :

1) Une administration régionale reçoit d'un donateur multilatéral un prêt d'assistance technique à la mise en place d'institutions, qui doit servir à engager une société de courtage. Celle-ci sélectionne un groupe d'entreprises qui remplissent les critères suivants : viabilité économique, accumulation d'un montant minimum d'arriérés d'impôts et accord préalable entre les autorités fiscales régionales et les actionnaires-dirigeants de l'entreprise qui prévoit de réduire la part de ces derniers en échange d'une partie du produit de l'opération. L'administration régionale, désireuse de recouvrer ses créances au titre d'arriérés d'impôts irrécouvrables, convainc la direction, sous menace de faillite, d'accepter la réduction.

2) L'administration régionale, conformément aux règles du prêteur multilatéral en matière de passation de marchés, lance un appel d'offres pour sélectionner un courtier en investissement qui sera chargé de «reprivatiser» le groupe d'en-

treprises. La maison de courtage reçoit une rémunération prédéterminée pour l'évaluation de l'ensemble du groupe d'entreprises plus une commission pour chaque société revendue.

3) La société de courtage lance un appel d'offres pour vendre le groupe d'entreprises. La valeur donnée de ces entreprises fournit une base de référence pour le taux de conversion de la dette fiscale en fonds propres, et les soumissions reçues représentent son évaluation par le marché.

4) La société de courtage, dans le cadre de la vente des actions des entreprises privatisées, aidera à convertir les dettes fiscales en fonds propres. La conversion ne sera opérée que dans le cadre de la transaction.

5) Étant donné les licenciements que la transformation de l'actionnariat fondée sur l'investissement risque d'entraîner, l'opération devrait être appuyée par un programme d'aide aux chômeurs visant à les rendre moins tributaires des ressources sociales de l'entreprise (par exemple, un programme d'indemnité de licenciement pourrait être financé par une institution financière internationale).

Dans cet exemple, la conversion porte uniquement sur les dettes envers les autorités fiscales; les obligations envers les fournisseurs, les créanciers et les salariés

sont exclues. Les plus importantes sont les impayés aux sociétés locales de distribution du gaz et de l'électricité, qui sont souvent contrôlées par les administrations régionales. En principe, toutes ces obligations pourraient être converties en actions et vendues aux enchères de la même façon, le produit de la vente étant réparti entre les créanciers au prorata de leurs créances. Le contrôle exercé par les administrations locales sur les fournisseurs — principalement les sociétés de distribution — pourrait aider à remédier au problème de coordination des créanciers, mentionné dans l'article à propos des faillites. Il convient de faire en sorte que toutes les créances soient converties et vendues simultanément pour éviter la réduction non intentionnelle des parts escomptées d'un acheteur. Nous avons aussi évité de faire la distinction entre les niveaux d'administration. Bien qu'une forte proportion du total des arriérés d'impôts soit actuellement due à l'administration fédérale, ces créances ont moins de chances d'être recouvrées que celles des administrations régionales sur les entreprises. La transformation de l'actionnariat fondée sur l'investissement devra inclure des accords entre créanciers fédéraux et régionaux sur la compensation de ces créances dans le contexte du maintien des relations budgétaires entre les deux niveaux d'administration.

risquent d'être réticentes à liquider l'entreprise pour en modifier l'actionnariat.

Mais, parallèlement au régime de faillite, un marché de rachat d'entreprises offre un dispositif qui permet d'assurer le respect des droits de propriété. Étant donné que les actionnaires en place dans les entreprises russes s'accrochent à leur position et que l'on ne peut guère compter sur les procédures de faillite pour encourager le changement de main à court terme, il convient d'envisager sérieusement des moyens de développer le marché des rachats. L'objectif serait d'introduire de nouveaux actionnaires majoritaires en transformant les dettes fiscales en actions qui seraient immédiatement vendues aux enchères à des investisseurs extérieurs. Ces actions converties, ainsi que les avoirs résiduels de l'État, constitueraient un pourcentage significatif du capital-action dans plusieurs cas.

Il y a deux grands écueils : la «mainmise» par les investisseurs et la «mainmise» par l'État. D'un côté, le risque de mainmise par les investisseurs tient simplement à ce que la transformation de l'actionnariat ouvrira de nouveau la porte à ceux qui sont déjà dans la place à la recherche de rentes et avides d'élar-

gir leur emprise sur les actifs intérieurs productifs. Comme dans le cas du programme de créances contre actions, la transformation de l'actionnariat encouragera les investisseurs ayant des liens occultes avec une entreprise à présenter des soumissions excessives de manière à restreindre la concurrence pour l'obtention du contrôle de cette entreprise. De l'autre côté, il y aura mainmise par l'État si la transformation de l'actionnariat donne lieu à la renationalisation des entreprises privées. La transformation de l'actionnariat au coup par coup, par laquelle une administration publique convertit ses créances fiscales en actions et attend de trouver un investisseur acceptable, peut aussi encourager les administrateurs publics à n'accepter que les soumissions des investisseurs préférés ou à biaiser d'une autre manière l'adjudication des actions.

Compte tenu des risques susmentionnés — de mainmise par des investisseurs vénaux ou par l'État —, toute opération visant à restructurer l'actionnariat doit satisfaire deux conditions. Premièrement, les actions nouvellement acquises doivent être aussitôt vendues à des investisseurs extérieurs. Il s'est produit des renationalisations partielles lorsque des actions acquises

par des administrations publiques n'ont pas été vendues — soit parce que celles-ci ne voulaient pas renoncer à leur contrôle, soit parce qu'il n'a pas été possible de trouver d'investisseur convenable. Deuxièmement, les actions (qui comprennent la dette convertie et les actions résiduelles) doivent être vendues de manière à assurer un certain degré de concurrence entre les investisseurs potentiels.

Ces conditions posent donc un dilemme fondamental quant au mécanisme de transformation de l'actionnariat. D'un côté, il ne peut y avoir conversion de dettes et vente simultanée des actions qui en résultent que si des investisseurs sont intéressés *a priori* par l'achat des actions. De l'autre côté, s'il faut que des investisseurs soient intéressés avant que la conversion puisse être effectuée, une adjudication concurrentielle est exclue.

Comment donc concilier ces conditions? La réponse en deux mots est «par délégation». En transférant les dettes fiscales en fidéicommiss à une société de courtage en placements ou à un tiers qui vendra les droits à l'achat des actions avant que la dette ne soit convertie, on peut inviter les investisseurs intéressés à se manifester tout en assurant une opération ouverte. Ce type de solution est décrit dans l'encadré : il s'agit d'un programme-pilote devant être lancé dans certaines régions de Russie. La transformation de l'actionnariat selon cette formule permettrait d'opérer trois réformes nécessaires :

- Le transfert du paiement au comptant aux autorités régionales, qui apurerait tous les arriérés d'impôts envers elles, permettrait de vendre les entreprises libérées de leurs dettes fiscales.

- Les prises de participation par des coalitions d'investisseurs extérieurs permettraient de réduire le contrôle détenu par les initiés.

- Si cette transformation est suivie d'un programme cohérent de réformes sociales de soutien — mise en place d'un filet de sécurité, aide aux travailleurs déplacés, etc. —, elle encouragera les autorités régionales à résister à la tentation de traiter les entreprises locales comme une source de rentes et démontrera par l'exemple qu'une façon plus viable de défendre l'emploi est d'inciter les dirigeants à accroître la valeur de leur entreprise et à attirer des investissements extérieurs.

On pourrait objecter que cette approche risque d'inciter encore plus les dirigeants à accumuler des arriérés d'impôts ou d'empêcher les créanciers d'exercer pleinement leurs droits en vertu de la législation sur les faillites. La première objection repose sur la présomption que la transformation de l'ac-

tionnariat est une porte de sortie facile pour les dirigeants, ce qui n'est pas le cas. Les arriérés d'impôts seront convertis, et non pas annulés, au cas par cas, de telle manière que les dirigeants perdront une part de leurs actions proportionnelle aux impôts impayés de leur entreprise. Pour ce qui est de la deuxième objection, la transformation de l'actionnariat ne s'appliquerait qu'à la dette publique — il ne serait pas porté atteinte aux droits des créanciers privés.

Conclusion

Les analystes qui ont critiqué le programme de privatisation de masse se sont demandé si les problèmes qui en ont résulté dans le secteur des entreprises pouvaient être corrigés. Un expert en matière de réformes du secteur public et de privatisations a fait valoir que les réformateurs aussi bien que les créanciers multilatéraux devraient renoncer à donner priorité à des réformes rapides des entreprises pour privilégier des opérations plus graduelles et plus soigneusement conçues, menées au cas par cas (Nellis, 1999). Dans cette optique, le programme-pilote proposé vise à créer, à partir de la base, un climat propre à attirer de nouveaux investissements dans des entreprises qui sont enfermées dans un cercle vicieux de décapitalisation, d'arriérés et de corruption.

Il ne suffira pas d'avancer qu'une réforme classique fondée sur le libéralisme est bénéfique à long terme pour convaincre les détenteurs d'intérêts acquis de mettre fin au *statu quo* en Russie. Et ce n'est pas en faisant pression sur les autorités russes pour qu'elles appliquent les règles du marché que l'on obtiendra de meilleurs résultats. Il faut plutôt s'employer à créer un mouvement en faveur des réformes en appuyant les nouvelles entreprises privées et les gouvernements régionaux attachés aux réformes pour qu'ils puissent faire pression ou user de leur pouvoir de persuasion sur les coalitions qui soutiennent les distorsions économiques, ou les court-circuiter. **F&D**

References :

Banque mondiale, «Nonpayments Cycle in Russia Suffocates Economic Growth: Proposal of World Bank Economists», *Transition*, volume 10 (décembre 1999), pages 1–5.

Clifford G. Gaddy et Barry W. Ickes, «Russia's Virtual Economy», *Foreign Affairs*, volume 77 (septembre–octobre 1998), pages 53–67.

John Nellis, «Faut-il repenser la privatisation dans les économies en transition?», *Finances & Développement*, volume 36 (juin 1999), pages 16–19.



Raj Desai est professeur assistant de développement international à l'École de diplomatie Edmund A. Walsh de l'université de Georgetown.



Itzhak Goldberg est spécialiste principal à l'Unité des finances et du développement du secteur privé au Bureau régional Europe et Asie centrale de la Banque mondiale.

NOUVELLES PUBLICATIONS DU FMI

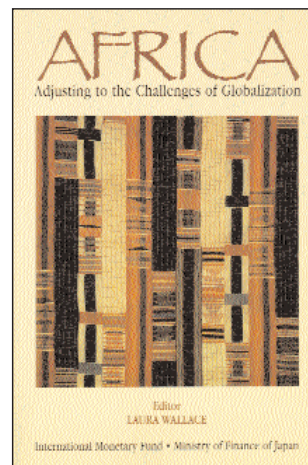
Africa

Adjusting to the Challenges of Globalization, publié sous la direction de Laura Wallace

L'Afrique subsaharienne a besoin d'une croissance économique beaucoup plus rapide et de politiques économiques, financières et sociales plus efficaces pour que le nombre de pauvres vivant dans la misère la plus abjecte puisse diminuer. Cet ouvrage donne le compte rendu d'un séminaire organisé par le FMI et le Ministère des finances du Japon sur les moyens d'accélérer la croissance en Afrique. Les participants – hauts fonctionnaires de pays d'Afrique et d'Asie, représentants d'institutions multilatérales, donateurs, universitaires et représentants du secteur privé – ont débattu des questions suivantes :

- Comment améliorer le climat de l'investissement privé dans les pays d'Afrique et tirer parti des bienfaits de la mondialisation tout en limitant ses risques?
- Comment renforcer la contribution des gouvernements au développement des capacités, à une bonne gouvernance et à une gestion efficace des ressources et des dépenses publiques?

23,50 \$. Édition anglaise (brochée). ISBN 1-55775-829-8 **Stock #AACGEA**



Post-Bubble Blues

How Japan Responded to Asset Price Collapse, publié sous la direction de Tamim Bayoumi et de Charles Collins

Le Japon génère plus de la moitié de la production de l'Asie, mais, pendant une grande partie des années 90, son économie a pratiquement stagné, et elle sort tout juste de la pire crise qu'elle ait traversée en plus de cinquante ans.

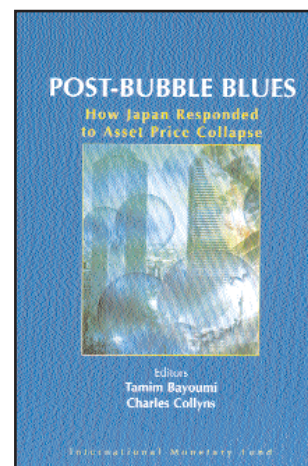
Pourquoi la plus grande économie asiatique, qui faisait l'envie du reste du monde, a-t-elle été distancée par tant d'autres pays industrialisés? Et pourquoi le Japon a-t-il mis si longtemps à se remettre de l'éclatement de la bulle du prix des actifs à la fin des années 80?

Dans ce volume, une équipe du Fonds monétaire international examine les causes des problèmes économiques persistants du Japon, la crise de son système bancaire, les raisons de la faiblesse de l'investissement des entreprises et les efforts déployés par le gouvernement pour réamorcer l'économie avec une série de plans de relance.

Cet ouvrage donne une présentation captivante de l'économie japonaise.

Un travail de recherche approfondi sous-tend le message central : la réforme des banques et la restructuration des entreprises sont essentielles à un redressement durable de l'économie.

26 \$. Édition anglaise (brochée). ISBN 1-55775-872-7 **Stock #PBBHEA**



Les publications ci-dessus, ainsi qu'un catalogue gratuit de l'ensemble (plus de 1.500 titres) des publications et services de données électroniques du FMI, peuvent être commandées par téléphone au (202) 623-7430, par télécopie au (202) 623-7201, ou par messagerie électronique à publications@imf.org. Le catalogue et les renseignements concernant les commandes sont également disponibles sur le site Internet des publications du FMI : <http://www.imf.org/publications>.



Fonds monétaire international
Publication Services • 700 19th Street, N.W.
Washington, DC 20431 (U.S.A.)