

## Le FMI et la fonction de prêteur en dernier ressort

Les récentes crises financières ont entraîné un regain d'intérêt pour l'institution d'un prêteur international en dernier ressort. Sa mise en place se justifie-t-elle et, dans l'affirmative, le FMI devrait-il jouer un tel rôle?

*Curzio Giannini*

**L**A SUCCESSION de crises de change des toutes dernières années a placé la fonction de prêteur en dernier ressort au premier plan de l'actualité. Toutefois, la question se pose à présent de savoir si cette fonction peut s'adapter au contexte international. Les décisions qui s'imposent à cet égard ne sont pas faciles, car, de toutes les fonctions d'une banque centrale, celle de prêteur en dernier ressort est de loin la plus difficile à déterminer. Pour commencer, on ne peut définir l'utilité et le champ précis de cette fonction en dehors du cadre de la politique monétaire. Supposons que les dépôts bancaires ne soient pas exprimés en valeur nominale, dans une grande mesure comme les parts de fonds mutuels, ou que la politique monétaire puisse être menée de manière purement discrétionnaire sans soulever de problèmes de crédibilité. Un prêteur en dernier ressort serait-il encore nécessaire? Beaucoup en doutent, pour le moins. Mais il y a plus. L'intervention d'un prêteur en dernier ressort correspond à la suspension de la discipline de marché, car il est disposé à prêter dans des situations où personne d'autre ne le fera sur le marché. Par conséquent, l'existence même d'un prêteur en dernier ressort peut soulever un problème d'aléa moral, que l'on ne peut maintenir dans des limites acceptables qu'au moyen d'un cadre juridique et institutionnel plus vaste, c'est-à-dire d'une réglementation au sens le plus large. Autrement dit, l'on pourrait très bien dire de la fonction ce que Tao Teh Ching disait de la roue : quelle que soit sa complexité, ce

qui la fait fonctionner se trouve en dehors d'elle. Par conséquent, si nous voulons comprendre comment un prêteur en dernier ressort peut remédier à l'instabilité financière au niveau national, et savoir si la notion de prêteur international en dernier ressort se justifie, nous devons d'abord nous occuper des conditions dans lesquelles est exercée cette fonction.

### Évolution du concept

À l'époque de Walter Bagehot — économiste du XIX<sup>e</sup> siècle dont le *Lombard Street* reste l'ouvrage de référence dans ce domaine qu'il a défriché —, le cadre monétaire était assez rigide. En effet, il reposait sur l'étalement-or et sur une stricte limitation de l'offre de monnaie, et la principale place financière mondiale, la City (de Londres), était dirigée par une poignée d'institutions financières constituant un club fermé. Cette situation aide à comprendre la doctrine de Bagehot : quand les choses tournent mal, il faut commencer par extirper du club la pomme pourrie (c'est-à-dire la laisser faire faillite), puis venir à la rescoufle du reste du club en prêtant libéralement à tous ceux qui peuvent donner de bonnes garanties et acquitter un taux de pénalisation.

La situation actuelle aux niveaux nationaux est fort différente de celle que Bagehot pouvait observer. Ainsi, dans notre monde industrialisé, le cadre monétaire rigide a été remplacé par «la discréption éclairée», c'est-à-dire une politique monétaire orientée sur la stabilité et conçue, puis appliquée par une banque centrale indépendante. En outre, dans la plupart des



systèmes financiers, le comportement de club n'est plus qu'un vague souvenir : il a été balayé depuis longtemps par la libéralisation financière et l'intensification de la concurrence.

La fonction de prêteur en dernier ressort a donc subi des transformations spectaculaires. Les opérations de soutien du marché auxquelles Bagehot se référait sont devenues extrêmement rares. Là où elles existent encore, par exemple aux États-Unis, elles prennent la forme d'opérations d'open-market, qui, de par leur nature même, ne peuvent pas comporter de taux de pénalisation. Par contre, les opérations de prêteur en dernier ressort pour les entreprises individuelles — parfois même celles qui sont sur le point de devenir insolubles — sont à présent beaucoup plus fréquentes. Dans ces conditions, l'ambiguïté positive est devenue le principal obstacle à l'aléa moral. Toutefois, comme l'ambiguïté est synonyme de discréption, cette technique d'endiguement de l'aléa moral risque, comme toutes les autres formes de politique économique discréptionnaire, de pécher par incohérence. Sa crédibilité dépend des ressources disponibles et de la qualité de l'information, ainsi que de l'existence d'une autonomie technique suffisante et de pouvoirs de sanction efficaces. Ces derniers jouent un rôle tout à fait déterminant : si les institutions se révèlent incapables de se modérer d'elles-mêmes, le prêteur en dernier ressort doit être en mesure de faire subir des pertes à leurs gestionnaires et à leurs actionnaires. S'il ne dispose pas de tels pouvoirs ou ne les utilise pas, l'ambiguïté positive deviendra une pure fiction. Il vaudrait mieux parler alors d'indulgence totale. Bagehot n'avait pas eu à expliciter tout cela, car la menace non écrite d'expulsion du club qu'était la City suffisait, dans l'ensemble, pour dissuader les institutions de se comporter imprudemment. Aujourd'hui, les pouvoirs formels de sanction, tels qu'ils figurent dans les statuts des banques centrales et dans la législation bancaire, ont remplacé dans une grande mesure les pressions exercées par les pairs.

## Des institutions internationales moins autonomes

Dans le régime de Bretton Woods, le recours excessif au contrôle des capitaux, le morcellement du cadre réglementaire et la marge de manœuvre que laissait implicitement le système multilatéral de taux de change fixes mais ajustables contribuaient à maintenir la fonction de prêteur en dernier ressort dans les limites nationales. De fait, le texte de l'article VI des Statuts du FMI, qui n'a jamais été modifié, montre clairement que les architectes de l'ordre monétaire international de l'après-guerre s'étaient efforcés délibérément d'éviter que le FMI n'assume une telle responsabilité. Mais à présent, étant donné une liberté de circulation des capitaux à peu près totale, l'intense concurrence qui règne dans le système financier international et le fait que de nombreux marchés émergents ont encore recours à l'arrimage du taux de change ou même à des caisses d'émission pour «ancrer» leur politique économique, on ne peut plus échapper à l'obligation de se demander ce qu'on peut faire pour qu'existe une fonction de prêteur en dernier ressort aux pays. Cependant, lorsqu'on examine cette question, on ne doit pas oublier que le contexte international diffère du contexte national à trois égards au moins.

En premier lieu, les organisations internationales jouissent généralement d'une moindre autonomie technique que leurs

homologues nationaux. En effet, les gouvernements nationaux, et en particulier les plus grands, veulent garder la faculté de faire face aux situations d'urgence, car les coûts et les avantages d'autres solutions sont difficiles à prédire, et préfèrent réagir de la manière qu'ils estiment conforme aux intérêts nationaux. Si le FMI a joui d'une autonomie considérable au cours de ses 50 premières années, c'est en raison, dans une mesure qui est loin d'être minime, de la sagesse de ses fondateurs, qui avaient judicieusement limité ses ambitions, en particulier en laissant la fonction de prêteur en dernier ressort à l'extérieur de l'institution. En second lieu, les organisations internationales traitent avec les autorités nationales, qui sont soumises à des contraintes et des programmes de politique intérieure et qui, en outre, sont responsables dans une grande mesure de l'information sur laquelle doit reposer toute évaluation «objective» de la nécessité et de l'opportunité de l'intervention d'un prêteur en dernier ressort. Dans ces conditions, il est logique que tous les prêts soient rationnés, même en période de crise, et que la conditionnalité continue de jouer son rôle crucial dans les programmes du FMI. Enfin, et ce point est peut-être le plus important, les organisations internationales qui s'efforcent de prévenir l'aléa moral chez les créanciers ne peuvent compter directement ni sur le respect de normes de comportement informelles telles que celles des clubs ni, étant donné l'absence de régime international de la faillite, sur des pouvoirs de sanction formels. Par conséquent, l'emprise du FMI et de la Banque mondiale sur les investisseurs internationaux dépend dans une grande mesure de la coopération des autorités nationales, qui peuvent estimer qu'il leur est difficile de coordonner leurs actions en raison de la divergence des intérêts nationaux. De ce fait, lorsqu'elles répartissent le coût de leurs prêts d'urgence, les organisations internationales ont tendance à le faire supporter davantage par les pays débiteurs que par leurs créanciers.

## Des modifications à la marge

Les choses étant ce qu'elles sont, tout vaste projet de création d'une fonction de prêteur international en dernier ressort devrait être considéré avec méfiance. Si nous voulons améliorer le dispositif international de résolution des crises, nous devons travailler à la marge. Or, la bonne nouvelle, c'est qu'il est possible de le faire.

Une première amélioration marginale répondrait à une attente des pays à marché émergent, qui veulent disposer d'un point d'ancrage extérieur dépendant le moins possible de l'arrimage du taux de change. Ce dont ces pays ont le plus besoin, ce n'est pas de capitaux, puisque certains jouissent de taux d'épargne élevés et qu'un plus grand nombre peuvent, dans des circonstances appropriées, recourir aux marchés de capitaux internationaux pour soutenir la croissance. Ce dont ils ont besoin, avant tout, c'est de crédibilité. Pendant un certain temps, tel ou tel système d'arrimage de taux de change a semblé faire l'affaire, mais nous savons à présent que le coût de l'arrimage peut facilement dépasser ses avantages si l'économie, le système financier et les institutions du pays ne s'adaptent pas assez rapidement. En conséquence, pourquoi un pays recourrait-il à l'arrimage s'il peut disposer d'autres moyens de discipline de politique économique? On doit dire

sans plus attendre que, dans ce domaine, le FMI assume déjà son rôle. Bien qu'on ne l'ait guère remarqué à l'extérieur, l'arrimage du taux de change est de moins en moins présent dans les programmes de l'institution depuis quelques années. En outre, si la proportion des pays membres ayant conclu des programmes avec le FMI n'a jamais été aussi forte, la dépendance effective à l'égard des ressources du FMI n'a jamais été aussi faible, même si l'on tient compte des trains de mesures d'urgence des toutes dernières années. Globalement, il semble que le FMI, qui prêtait aux pays pouvant difficilement accéder aux marchés des capitaux, devienne un moyen d'accroître la crédibilité des pays qui souhaitent recourir aux financements étrangers privés — autrement dit, que son rôle soit à présent de catalyser l'utilisation de l'argent des autres. Ce faisant, la correction du taux de change perd de son importance pour une raison très simple : plus le FMI améliore sa fonction de renforcement de la crédibilité, moins les pays membres doivent recourir à des moyens spectaculaires mais parfois problématiques, tels que l'arrimage du taux de change, pour assurer la discipline de politique intérieure.

De ce fait, aucune révolution n'est réellement nécessaire dans ce domaine. Il suffit d'apprécier davantage l'importance et les conséquences de tendances qui s'exercent déjà. La récente décision du FMI de créer les lignes de crédit préventives, qui viennent s'ajouter à la facilité de réserve supplémentaire, pourrait se révéler un pas dans la bonne direction, dans la mesure où elle accroît l'attrait des programmes soutenus par le FMI comme mesures de précaution — donc de dispositions prises pour prévenir une crise économique et financière plutôt que pour y remédier. Une autre amélioration des pratiques actuelles serait l'adoption explicite dans les programmes du FMI d'un cadre monétaire reposant sur le ciblage de l'inflation plutôt que sur une réglementation rigide des avoirs intérieurs nets.

Les services du FMI ont longtemps résisté à cette réorientation, dans la crainte, d'une part, qu'elle fasse perdre de vue le «principe de besoin de balance des paiements» qui est au cœur des Statuts et, d'autre part, qu'elle pose trop de problèmes, d'un point de vue institutionnel, à de nombreux pays à marché émergent. Mais la notion de besoin de balance des paiements, telle qu'elle est traditionnellement définie, est depuis longtemps obsolète pour les mêmes raisons qui font que l'article VI est périmé, et nous ne pouvons guère changer cet état de choses. Cependant, nous devons être conscients de ce que l'adoption du ciblage de l'inflation va beaucoup plus loin que la fixation d'un faible taux d'augmentation de l'indice des prix à la consommation. Des modifications institutionnelles d'une grande portée sont nécessaires pour en faire un cadre monétaire à la fois efficace et crédible. Aussi, nous ne pouvons pas nous attendre à ce que l'approche s'applique à toutes les économies de marché émergentes. Mais les plus grandes d'entre elles et les plus solides sur le plan institutionnel semblent être prêtes à relever le défi. De ce point de vue, il faut suivre avec une grande attention ce qui se passe actuellement au Brésil, où, à la suite de la crise récente, le ciblage de l'inflation a remplacé la crémaillère avec l'appui du FMI. Plus le cadre monétaire en vigueur dans les pays à marché émergent s'assouplira, moins nous entendrons parler, à condition que la crédibilité des autorités soit maintenue par d'autres moyens, d'énormes trains de mesures de sauvegarde du genre de ceux

qui font les gros titres depuis deux ans. Par conséquent, la fonction de prêteur international en dernier ressort se retrouvera, une fois de plus, à la place que l'on peut considérer comme la sienne — dans les coulisses.

Une seconde amélioration marginale consisterait à sensibiliser davantage les créanciers aux risques qu'ils prennent. Or, c'est dans ce domaine que la confusion est la plus grande. Au cours des dernières années, on a beaucoup glosé sur l'implication du secteur privé, la nécessité d'améliorer la répartition du fardeau, etc. Mais la réalité est beaucoup plus simple. Étant donné les caractéristiques du contexte international, les séries de mesures de sauvegarde prises pour endiguer les sorties de capitaux ont tendance à surprotéger les créanciers. Il n'y aurait là rien de préoccupant si les débiteurs pouvaient être contraints à payer une prime correcte en contrepartie de l'assurance qui les protège du risque de crises de change et si les décideurs intérieurs l'intégraient dans leurs calculs. Malheureusement, les choses ne se passent pas ainsi. Comme les institutions des pays en développement sont souvent moins solides, la conduite de la politique économique pèche souvent par myopie. En outre, quand une crise éclate, la communauté internationale a naturellement intérêt à éviter l'agitation sociale, car les pays, de même que les intermédiaires financiers de grande taille, ont souvent une valeur d'exploitation positive même si leur valeur aux prix du marché est nulle. L'aléa moral ne peut donc être maîtrisé effectivement si l'on se contente d'agir sur les seuls débiteurs. De ce fait, l'absence d'emprise sur les créanciers internationaux représente une faiblesse institutionnelle significative et, tant qu'elle ne sera pas corrigée, l'ensemble de l'architecture financière internationale reposera sur des bases branlantes.

Dans ce cas aussi, toutefois, nous ne partons pas de zéro. Des solutions informelles au problème ont été essayées pendant la crise asiatique, notamment en Corée. Pour sa part, sans grande publicité, le FMI s'est doté au fil des années d'un instrument important — les prêts conditionnels aux pays membres en situation d'arriérés envers le secteur privé — afin d'encourager les créanciers récalcitrants à négocier des restructurations de dette. Ces derniers mois, le FMI a étendu et perfectionné cette pratique par l'inclusion d'objectifs de réserves dans les programmes qu'il soutient, ce qui représente en fait un manquement partiel aux engagements financiers extérieurs du pays concerné. Mais on ne peut attendre des pressions morales du type de celles qui ont été utilisées en Corée qu'elles soient efficaces dans toutes les circonstances, comme le cas du Brésil nous l'a rappelé récemment. Quant aux prêts en situation d'arriérés et aux pratiques analogues, on n'y a recouru jusqu'ici que dans des conditions plutôt favorables : lorsque les prêts bancaires représentaient la majeure partie de la dette extérieure du pays ou que les détenteurs d'obligations étaient relativement coopérants et assez peu nombreux. Il faut manifestement faire davantage dans ce domaine.

## Nouvelles mesures

J'estime, au vu des situations de prêteur en dernier ressort observées dans certains pays, qu'il faut utiliser à la fois la carotte et le bâton — les incitations et les contraintes. Dans ce contexte, la carotte, c'est surtout inclure dans les conditions d'accès aux ressources du FMI l'existence de lignes de crédit préventives

avec le secteur privé, analogues à celles qui existent dans le cas de l'Argentine et du Mexique, ainsi que le respect des normes de transparence et de contrôle convenues au plan international. Cependant, ces dispositions ne suffiront pas en elles-mêmes pour résoudre le problème; les investisseurs étrangers couvriront peut-être leurs positions en période de crise, ce qui fait que l'ensemble des fonds mis à la disposition du pays débiteur ne sera pas affecté. De même, un contrôle de qualité ne suffira pas pour éliminer entièrement le risque d'instabilité. Il faut donc recourir au bâton. Les investisseurs doivent être confrontés à une menace crédible : ils devront payer pour leurs décisions d'allocation sur les marchés étrangers si elles se révèlent malavisées. On pourra y parvenir, un régime international homogène de la faillite étant exclu dans un avenir

prévisible, soit *ex ante*, en améliorant la réglementation à l'échelle mondiale afin de faciliter une meilleure évaluation des risques par les prêteurs, ou *ex post*, en insérant des clauses d'action collective dans les contrats obligataires — ainsi que l'ont préconisé plusieurs rapports officiels — et en développant les prêts en situation d'arriérés et le champ de l'article VIII afin que les gouvernements des marchés émergents répugnent moins à déclarer le moratoire de la dette extérieure et, peut-être, à poursuivre les restructurations ordonnées (et que ces décisions soient moins dommageables pour le FMI).

Ces deux options figurent à présent dans les programmes gouvernementaux, comme en témoigne leur inclusion dans la déclaration du sommet des Sept à Cologne en juin 1999. Avec la création en mars du Forum sur la stabilité financière, toutefois, la communauté internationale a fermement signifié au marché que l'option de la réglementation sera une véritable priorité de la stratégie globale. Il est probable que cette décision



M. Curzio Giannini est Sous-Directeur des relations internationales à la Banque d'Italie.

s'explique dans une bonne mesure par la crainte qu'en facilitant les moratoires, on privilierait trop les débiteurs, et peut-être aussi que l'on laisserait les coudées trop franches aux organisations internationales. Quelle qu'en soit la cause, la création du Forum est une mesure d'une grande portée. Internaliser par la réglementation les effets d'une mésallocation de capital à l'échelle mondiale conduit à étendre le pouvoir des autorités de contrôle aux systèmes bancaires des marchés émergents, à toutes les institutions financières non bancaires et aux places offshore. Ce qui revient, en fin de compte, à réduire la concurrence sur les marchés de capitaux, surtout si les créanciers doivent être «impliqués» dans la gestion des crises, et à coordonner les filets de protection sociale des divers pays pour éviter les distorsions concurrentielles.

Une tâche redoutable, c'est certain. Espérons que les autorités mondiales seront à la hauteur des normes qu'elles se sont fixées, car l'histoire montre qu'une instabilité financière prolongée et non maîtrisée tend à favoriser les pressions protectionnistes et les politiques de repli national, et les unes et les autres ne génèrent pas la richesse à long terme. Pour sa part, le FMI serait bien inspiré de préciser davantage son rôle d'agent catalyseur de la crédibilité, de souligner la nécessité de lisser le processus de restructuration tout en évitant de se considérer comme une banque centrale mondiale émergente puisque, comme les toutes dernières années l'ont montré, le monde n'est vraiment pas prêt pour une telle évolution. **F&D**

#### *Lecture recommandée :*

Curzio Giannini, «*Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function*», document de travail n° 99/10 du FMI (Washington, 1999).

## Le logiciel de gestion de la dette le plus sophistiqué du monde et le plus facile à utiliser

### ANALYSTE DE LA DETTE

Sert à effectuer des analyses de viabilité de la dette

- Options de restructuration de la dette
- Nouvelles options de financement
- Financement de la balance des paiements
- Financement du déficit budgétaire de l'État
- Base de données intégrée du Club de Paris
- Calculs TAM automatiques



**ÉDITION 1999**  
**ACTUELLEMENT**  
**DISPONIBLE**

### EXPERT EN DONNÉES SUR LA DETTE

Sert à préparer les données destinées à l'analyse de viabilité de la dette

- Projections du stock et du service de la dette
- Intrants et extrants flexibles
- Données présentées prêt par prêt

**DISPONIBLE EN ANGLAIS,  
ESPAGNOL, FRANÇAIS  
ET PORTUGAIS**

Pour plus de renseignements, veuillez contacter :

**INTERNATIONAL DEBT MANAGEMENT** • 12521 Palatine Court, Potomac, MD 20854 (U.S.A.) • Téléphone : 1 (301) 299-4885 • Télécopie : 1 (301) 983-4851 • Messagerie électronique : [info@idm-debtpro.com](mailto:info@idm-debtpro.com) • Internet : [www.idm-debtpro.com](http://www.idm-debtpro.com)