



Financements du FMI et aléa moral

Timothy Lane et Steven Phillips

On a fait valoir que les financements du FMI pourraient présenter un aléa moral, mais il est difficile d'en établir clairement la preuve. Si l'on savait dans quelle mesure le FMI crée un aléa moral, il faudrait en évaluer le coût éventuel par rapport aux avantages possibles des financements qu'il fournit.

L'«ALÉA MORAL» est une expression qui revient souvent dans les débats sur la réforme des institutions financières internationales. Au dire des critiques, le fait de savoir que le FMI fournira des financements en cas de crise financière accroît la probabilité de crise, l'idée étant que les créanciers, sachant que les crédits du FMI aident les pays sujets aux crises à éviter le défaut de paiement, sont disposés à prêter à ces pays moyennant des écarts de taux d'intérêt plus faibles qu'ils ne le seraient en l'absence du FMI. La présence du FMI affaiblit donc les pressions sur les gouvernements pour qu'ils mènent de saines politiques, contribuant à empêcher les crises, notamment en matière de finances publiques et de contrôle du secteur financier.

Les tenants de ce point de vue suggèrent que l'aléa moral a peut-être augmenté ces dernières années. On a notamment avancé que la réaction du FMI à la crise mexicaine au début de 1995 a marqué le début d'une époque de «sauvetages» en masse, qui ont encouragé la prise de risques plus importants et ont été les prémisses des crises en Asie de l'Est, en Russie et au Brésil quelques années plus tard.

Implications des financements du FMI

L'argument selon lequel les concours du FMI créent un aléa moral ne saurait être écarté à la légère. Si l'on pense que ces financements aident certains pays à échapper à la cessation de paiement et atténuent les coûts de la crise pour les pays touchés, et si l'on pense que les participants au marché et les gouvernements réagissent aux incitations, cela implique inévitablement un certain degré d'aléa moral.

L'aléa moral est aussi indissociable de tous les types d'assurance. Par exemple, il est clair que l'assurance automobile contribue à la fréquence des accidents : si elle était abolie, les conducteurs seraient sûrement un peu plus prudents, conscients qu'un moment d'inattention pourrait leur coûter tout ce qu'ils possèdent. Cependant, l'abolition de l'assurance automobile ne trouverait guère de défenseurs : la protection qu'elle offre contre des risques imprévisibles l'emporte sur les effets négatifs qu'elle peut avoir sur la prudence au volant.

De même, pour justifier l'abolition ou une refonte en profondeur du FMI, il faut montrer non seulement que ses financements sont de nature à affecter de manière significative les

incitations qu'ils donnent aux pays et à leurs créanciers, mais aussi que l'aléa moral créé par la disponibilité de ces financements l'emporte sur l'action bénéfique qu'ils peuvent avoir en atténuant les crises. Un avantage est qu'en cas de crise de liquidité, le FMI peut aider à compenser la défaillance des marchés — le problème de l'action collective associé à la ruée du troupeau des créanciers vers la sortie. Si le FMI peut aider à résoudre cette situation en fournissant de la liquidité, le pays et ses créanciers — et peut-être d'autres pays qui auraient été touchés par la contagion — en bénéficieront. En outre, cet avantage ne coûterait rien au FMI, à condition qu'il soit remboursé avec intérêts. Si la résolution de ce problème de comportement grégaire renforce la confiance des pays et de leurs créanciers dans les transactions internationales, ce type d'aléa moral représente un gain net pour la stabilité financière internationale.

Preuves de l'aléa moral

Avant de fonder toute décision d'action publique sur le problème de l'aléa moral, il faut examiner les faits pour avoir une idée de l'ampleur vraisemblable du problème. Alors que beaucoup affirment que l'aléa moral est une cause majeure des crises financières, on est surpris de constater le peu d'efforts déployés pour asseoir cette affirmation sur des faits.

Un élément d'observation probant est l'écart, ou «spread», des taux d'intérêt sur les obligations des marchés émergents. Peut-on y voir une indication que les investisseurs considèrent que le FMI est prêt à amortir le choc si un pays se trouve en difficulté? Si c'est le cas, ce seul fait ne suffirait pas à prouver que le FMI accroît grandement la probabilité de crises, car il faut aussi considérer la manière dont les gouvernements réagissent à l'évolution des spreads, mais ce serait un point de départ.

Nous pouvons tenir un raisonnement par trop simpliste, mais qu'il ne faut pas pour autant négliger. La seule existence des spreads permet d'écarter une forme extrême de l'aléa moral hypothétique, à savoir que les investisseurs sont sûrs d'être secourus en cas de crise. Dans ce cas, tous les pays membres du FMI devraient pouvoir emprunter au même taux, sans prime de risque. En fait, les spreads sont souvent larges et varient considérablement d'un pays à l'autre — et l'on voit des spreads très importants même pour des pays dont on pourrait penser qu'ils sont «trop gros pour faire faillite» (graphique 1).

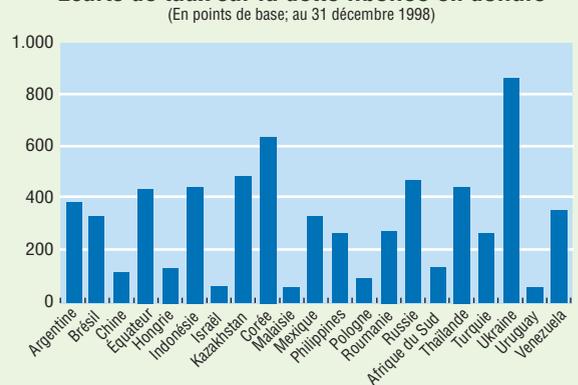
L'analyse des informations

Un autre moyen de trouver des preuves de l'aléa moral dans les spreads des taux d'intérêt sur les marchés émergents est d'étudier les nouvelles ou les événements qui ont pu influencer sur l'évolution de l'aléa moral. Par exemple, comment les spreads ont-ils réagi à l'annonce de telle ou telle mesure officielle qui a pu donner de nouvelles informations aux marchés quant à la disponibilité ou à l'ampleur futures de concours financiers du FMI aux pays membres? Si les financements du FMI créent un aléa moral important, les spreads devraient réagir immédiatement à de telles annonces. En se fondant sur les données journalières pour examiner le comportement des spreads sur de très courtes périodes, cette méthode vise à isoler l'influence des nouvelles liées au FMI d'autres facteurs.

Nous avons étudié la période allant du début 1995 à la fin 1999, riche en événements qui auraient pu influencer sur l'aléa moral. Cela comprend l'important montage financier fourni au Mexique et à d'autres pays, la décision d'accroître substantiellement les ressources financières du FMI et la ratification de cette augmentation par le Congrès des États-Unis en octobre 1998. Dans l'autre sens, on peut voir dans la décision du FMI, en août 1998, de ne pas intervenir quand la Russie a cessé d'honorer sa dette intérieure une nouvelle qui a réduit l'aléa moral.

Les chiffres montrent que les écarts de taux d'intérêt sur les marchés émergents n'ont guère changé au moment où les événements considérés se sont produits (graphique 2). Dans la plupart des cas, les variations observées lorsque les nouvelles ont été annoncées se situaient dans la zone normale des fluctuations journalières et sont souvent allées dans le sens inverse de ce que l'on aurait pu attendre si l'aléa moral avait joué. Par exemple, le sauvetage du Mexique en 1995 n'a pas fait de vagues

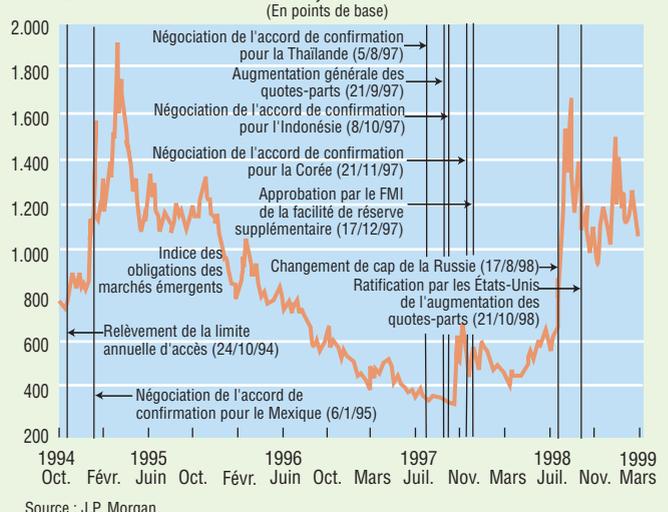
Graphique 1
Écarts de taux sur la dette libellée en dollars



Source : Bloomberg.

Note : Les écarts sont calculés entre le taux de la dette intérieure libellée en dollars E.U. et celui des obligations du Trésor des États-Unis arrivant à échéance à des dates semblables.

Graphique 2
Écarts de taux d'intérêt, octobre 1994–mars 1999



Source : J.P. Morgan.

sur les autres marchés émergents, ce qui donne à penser que les investisseurs en Corée et en Thaïlande ont jugé que les événements au Mexique ne les concernaient guère.

Il y a toutefois deux cas dans lesquels les faits observés, bien qu'ambigus, corroborent la thèse de l'aléa moral :

- Au moment de la crise d'août 1998 en Russie, les écarts de taux d'intérêt se sont fortement creusés sur d'autres marchés émergents. Cela conforte le point de vue selon lequel les investisseurs avaient supposé que la Russie était trop grosse pour faire faillite et ont été surpris que le FMI n'intervienne pas avec de l'argent frais pour empêcher le défaut de paiement. Mais il est difficile de savoir exactement si l'augmentation des spreads a reflété les perceptions des investisseurs quant à la disponibilité de financements du FMI pour les marchés émergents autres que la Russie, ou si elle a été due à l'effet de contagion produit par les événements en Russie.

- Quand le Congrès des États-Unis a approuvé l'augmentation des ressources du FMI, les spreads des taux d'intérêt sur les marchés émergents ont diminué. Ce résultat conforte l'interprétation selon laquelle les investisseurs ont vu dans l'accroissement des ressources une protection pour leurs investissements en cas de nouvelle crise. Il corrobore aussi le point de vue que les financements du FMI ont contribué à une plus grande stabilité financière mondiale, et non pas seulement au sauvetage des investisseurs. Il est en outre difficile de distinguer l'effet du vote au Congrès de celui de la décision du Fed, à peu près concomitante, de réduire les taux d'intérêt.

Ce sont les deux seuls cas, sur les vingt-deux étudiés, dans lesquels le comportement des écarts de taux d'intérêt est indicateur d'un aléa moral. Et même dans ces cas, il est difficile d'isoler l'évolution des taux d'intérêt d'autres événements concomitants et des turbulences des marchés en général.

Pourquoi donc ne trouve-t-on pas de preuves de l'aléa moral dans plus de cas? Une explication est que, s'il est plausible en théorie, l'aléa moral créé par le FMI n'est en fait pas très significatif comparé aux nombreux autres facteurs qui influent quotidiennement sur le prix des actifs et les spreads. La raison en est peut-être que le FMI n'accorde pas de financements sur une échelle suffisante pour garantir toutes les positions créditrices; cette explication concorde avec les données relatives aux concours du FMI par rapport à plusieurs indicateurs possibles. Une autre explication est que l'analyse des informations ne permet peut-être pas de détecter les variations du degré d'aléa moral — tel serait le cas si l'on ne voyait pas dans les événements examinés le signal d'un changement dans la disponibilité de financements du FMI, si les événements étaient prévus, donc pris en compte dans les prix du marché, ou si les marchés mettaient longtemps à digérer les implications des événements. Enfin, la perception que le FMI pouvait accorder des financements plus importants a peut-être rendu les pays émergents plus enclins à emprunter et, dans ce cas, les effets résultant sur les écarts de taux d'intérêt ont pu neutraliser l'évolution due au fait que les créanciers étaient plus disposés à prêter. Il pourrait convenir d'approfondir cette thèse en examinant les volumes de financement fournis aux pays émergents parallèlement aux écarts de taux. La présente étude ne prétend aucunement clore le débat sur la question; si elle débouche sur des recherches plus poussées au lieu des affirmations sans fondement que l'on entend parfois dans les débats publics, elle aura atteint son but.



Timothy Lane (à gauche) est le chef de la Division de l'examen des politiques du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI.

Steven Phillips est économiste principal au Département Hémisphère occidental du FMI.

Implications concernant les mesures à prendre

Somme toute, tandis qu'un certain élément d'aléa moral est une conséquence logique de la disponibilité de financements du FMI, l'action publique qui en découle doit être guidée par une évaluation de l'importance empirique de l'aléa moral. Nous avons fait ici une modeste tentative dans ce sens en examinant le comportement des écarts de taux d'intérêt. Si le fait que nous n'ayons pas réussi à identifier des preuves incontestables de l'aléa moral peut s'expliquer par les déficiences des tests que nous avons utilisés, il est aussi révélateur de la faiblesse des fondements empiriques de nombre d'affirmations qui sont assénées dans les débats publics.

Ces résultats n'enlèvent certes rien à la nécessité d'évaluer les possibilités de réforme du système financier international en tenant compte de leurs implications en termes d'aléa moral. Même si l'aléa moral n'est pas encore important sur le plan empirique, il pourrait le devenir si les dispositifs en place ou les mécanismes du marché venaient à changer. Les résultats n'enlèvent rien non plus à la nécessité de prendre des mesures judicieuses — telles que les récents efforts visant à assurer une plus grande participation du secteur privé à la résolution des crises financières — pour empêcher que les financements du FMI servent essentiellement à secourir les investisseurs privés. Mais ces politiques ne doivent pas être guidées par une conviction non fondée que l'aléa moral est un problème insurmontable. Tant que l'on n'aura pas réuni tous les éléments nécessaires pour en déterminer l'ampleur, il faudra faire preuve de prudence et soupeser la possibilité d'un aléa moral par rapport aux autres effets que la disponibilité de financements du FMI peut avoir en atténuant les retombées des crises. **F&D**

Le présent article s'inspire de l'étude des auteurs "Does IMF Financing Result in Moral Hazard?" IMF Working Paper 00/168 (Washington: International Monetary Fund, 2000).

■ ASSEMBLÉE ANNUELLE ■ 2001 ■

PROGRAMME de SÉMINAIRES

GRUPE DE LA BANQUE ■ FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

*Du vendredi 28 septembre
au lundi 1^{er} octobre 2001*

*Marriott Wardman Park Hotel
Washington, D.C.*

Pour plus de renseignements, veuillez vous adresser à :
2001 Annual Meetings ■ World Bank Group – IMF
Washington, DC 20431 (U.S.A.)

Partager les fruits de la croissance

Réunissant des responsables de haut niveau du monde des affaires, les ministres et gouverneurs de banque centrale de plus de 180 pays, des représentants de la société civile et des médias et les hauts fonctionnaires de la Banque mondiale et du FMI, l'Assemblée annuelle de la Banque mondiale et du FMI offre un forum unique en son genre aux principaux acteurs et décideurs de la communauté mondiale.

Les grands thèmes pour 2001

La gestion de la crise des marchés boursiers et financiers, la réforme des retraites en Amérique latine, la titrisation sur les marchés émergents, les implications économiques du réchauffement de la planète, la capacité de participation des pays à l'économie numérique, ainsi que bien d'autres questions d'actualité, seront discutées dans le cadre d'au moins 35 séminaires interactifs et thématiques.

Téléphone : [1] (202) 473-3394

Fax : [1] (202) 623-4100

E-mail : seminars@worldbank.org

Internet : www.worldbank.org/pos

Abonnez-vous à **Finances & Développement**

Pour comprendre en profondeur les tendances de l'économie mondiale, les décideurs du monde des affaires, de la finance et du secteur public de plus de 180 pays lisent *Finances & Développement*, qui paraît en mars, juin, septembre et décembre.

Formulaire de demande d'abonnement à compléter et à nous renvoyer

Nom _____
(Prénom) (Nom de famille)

Organisation _____ Titre _____

Rue ou boîte postale _____

Ville _____ État/Province _____

Pays _____ Code postal _____

Voie de surface (gratuit) Voie aérienne (20 \$ par an)

Mode de paiement (le règlement se fait à la commande)

Chèque ou mandat en dollars E.U. ci-joint
(chèque en dollars E.U. à l'ordre de IMF Publication Services)

Veuillez débiter de _____ \$ ma carte

American Express MasterCard VISA Date d'expiration ____ / ____
Mois Année

Numéro _____ - _____ - _____

Signature _____ Télécopie _____
(Obligatoire)

Catégorie professionnelle

- 1 Étudiant
- 2 Banque centrale
- 3 Ministère des finances
- 4 Banque commerciale
- 5 Autre établissement financier
- 6 Organisme de planification
- 7 Organisme international ou régional
- 8 Bibliothèque publique
- 9 Enseignant (enseignement supérieur)
- 10 Autre organisme gouvernemental
- 11 Organisation non gouvernementale
- 12 Presse
- 13 Entreprise privée
- 99 Autre _____

International Monetary Fund

Publications Services
Box FD201
Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430
Fax : (202) 623-7201
Internet : publications@imf.org

Édition choisie

- Anglais Arabe Chinois Espagnol Français