

# Le FMI et l'aléa moral

## À question délicate, réponse nuancée

Kenneth S. Rogoff



Kenneth S. Rogoff est Conseiller économique et Directeur du Département des études au FMI.

L'UN DES DOGMES proclamés par de nombreux détracteurs du FMI est que le coût des prêts aux pays en crise est supporté par les contribuables des pays industrialisés. Le scénario classique serait le suivant : un pays en développement emprunte de l'argent qu'il a du mal à rembourser; les marchés de capitaux se tarissent; le FMI débourse un prêt colossal; l'emprunteur ne subit pas les conséquences de ses extravagances; les créanciers privés sont remboursés rubis sur l'ongle; et l'addition est finalement réglée par le FMI, donc par les contribuables des pays industrialisés, qui en sont les principaux actionnaires. De manière insidieuse, la perspective de nouveaux «renflouements» engendrerait non seulement des prêts excessifs aux économies émergentes, assortis de taux d'intérêt ne reflétant pas correctement les risques sous-jacents, mais aussi des politiques irresponsables. Le FMI contribuerait ainsi à déclencher et à aggraver le type même de crise qu'il est censé prévenir et résoudre.

Ayant passé la majeure partie des années 80 à réfléchir et à écrire sur le sujet (notamment un article corédigé en 1988 avec Jeremy Bulow, de l'université Stanford, et repris ... dans la série des *IMF Staff Papers!* Qui a dit que le FMI n'écoutait pas les critiques?), je serai le premier à reconnaître que cette théorie de l'«aléa moral» lié aux prêts du FMI est astucieuse. L'inquiétude commence sans aucun doute à gagner les milieux politiques quant aux renflouements et aux effets pervers qui en résultent, surtout depuis les crises survenues dans divers pays émergents dans les années 90. Mais quels éléments empiriques prouvent que l'aléa moral lié aux prêts du FMI est important, du moins sous cette forme brute?

C'est assurément difficile à démontrer. Premièrement, les prêts du FMI ont la tenace habitude d'être remboursés intégralement. En dehors des arriérés de quelques pays, la quasi-totalité des emprunts finissent pas être remboursés : le taux de défaillance

constaté à ce jour est pratiquement nul. Si nous vivons dans un monde où presque tous les pays remboursent systématiquement et intégralement leurs prêts au FMI, la théorie de l'aléa moral tombe à l'eau, en tout cas sous sa forme la plus inquiétante. Cependant, les sauvetages assurés par le FMI n'ont-ils pas parfois favorisé les créanciers privés? Dans une certaine mesure peut-être, mais les pertes subies par les investisseurs et les créanciers internationaux, y compris par les banques étrangères, lors des crises que le FMI a contribué à régler — suite à l'effondrement d'une monnaie, à la chute des prix des actifs, ou à la défaillance de débiteurs — ne suggèrent pas vraiment que les prêts du FMI aient «couvert» les créanciers privés.

Mais, attendez! N'est-il pas possible que le bon taux de remboursement s'explique par la pratique du «crédit perpétuel»? Le FMI éviterait ainsi tout défaut de paiement simplement en reprêtant sans cesse le principal et les intérêts et en différant sans cesse l'enregistrement de la défaillance? Si c'est le cas, les excellents résultats de son portefeuille de prêts ne sont qu'un leurre comptable qui, un jour ou l'autre, entrera dans les annales en faisant autant de bruit que les affaires WorldCom ou Enron. Mais les données existantes ne corroborent pas vraiment non plus cette hypothèse. Olivier Jeanne et Jeromin Zettelmeyer, du FMI, ont étudié la fréquence et la durée de tous les cycles de prêt du FMI depuis 1948, en se servant d'un modèle pour évaluer la probabilité de reconduction systématique des crédits. Pour les pays émergents, la proportion de cycles «suspects» n'est que de 5 % et n'est pas significative sur le plan statistique.

Bien sûr, on ne connaît pas encore l'issue des renflouements consentis dans les années 90, dont les effets pervers présumés avaient provoqué de bruyantes protestations, mais tous les pays bénéficiaires, sauf l'Indonésie, ont déjà remboursé une bonne part de leurs emprunts.

Minute! Et si les pratiques de crédit perpétuel prenaient une forme plus subtile et sournoise, comme Jeremy Bulow, Afonso Bevilaqua et moi-même l'avions suggéré dans une étude de 1992? Et si les pays débiteurs considéraient les prêts du FMI, de la Banque mondiale et tous les autres prêts officiels comme n'ayant qu'une seule et unique provenance (à savoir la poche des contribuables des pays créanciers)? Nous serions alors en présence d'une combine à la Ponzi, qui impliquerait une comptabilité complexe faisant intervenir divers prêteurs et organismes d'aide internationaux et dont la détection nécessiterait un examen très approfondi. Ce n'est peut-être pas tout à fait exclu, mais nous n'avons pas pu le prouver : nous avons effectivement constaté des cas isolés évoquant ce type de système, mais, globalement, les éléments n'étaient pas convaincants.

Nous avons également voulu examiner les marges des titres de dette bancaires sur le marché secondaire, car ils constituaient la principale source de financement avant les années 90. Au vu de ces marges, on peut éventuellement se demander si les marchés anticipent des défaillances sur des prêts du FMI et de la Banque mondiale, même s'il n'y en a encore eu (quasiement) aucune. Toutefois, les complications que l'on rencontre en se lançant dans un tel examen sont nombreuses, et nos régressions n'ont pas été tout à fait concluantes. Des études effectuées plus récemment, à partir des marges obligataires, semblent bien attester un aléa moral avant la crise de la dette russe en 1998, mais plus rien après. Cette rupture confirmerait alors l'hypothèse selon laquelle, en autorisant la défaillance russe, le FMI aurait gagné une réputation d'institution plus sévère.

Il est si difficile de trouver des éléments historiques fiables validant le scénario évoqué plus haut que l'on se demanderait presque si le taux de remboursement des prêts du FMI ne serait pas *trop* remarquable et si l'institution n'aurait pas pris trop peu de risques par le passé. Je ne le pense pas. Pendant les crises mexicaine et asiatique, le FMI a été l'un des seuls à se mouiller. Les programmes d'aide mis en place à l'époque ont bien fonctionné, et les conclusions hâtives de ceux qui clamaient que la gestion par le FMI de la crise asiatique était globalement et gravement défaillante se sont révélées très excessives. L'Asie est aujourd'hui la région du monde qui connaît la croissance la plus rapide. Et nul ne niera que le FMI a continué ensuite à prendre de sacrés risques pour aider ses pays membres.

Quelle pourrait donc bien être le coût de l'aléa moral qui colle aux prêts du FMI? Prenons d'abord une analogie. Au milieu des années 30, les États-Unis ont été les premiers à instaurer un vaste système de garantie publique des dépôts bancaires, qui semble avoir fortement contribué à la stabilité de leur système bancaire par la suite et au fait que leurs banques sont devenues un moteur de la croissance. La garantie des dépôts, tout comme les prêts du FMI, implique un certain aléa moral. Mais ce n'est qu'au moment de la crise des caisses d'épargne immobilière des années 80 qu'il a induit un coût budgétaire significatif. Au total, le renflouement de ces institutions a coûté à l'État américain quelque 3 % du PIB. Était-ce un prix exorbitant pour cinquante années de stabilité?

Certes, d'autres pays ont payé une facture plus lourde, s'élevant parfois à 10 % du PIB ou davantage.

Pour les contribuables des pays actionnaires du FMI, quel est le coût d'un «renflouement»? Partons d'un taux de défaillance de 5 % (estimation de Jeanne et Zettelmeyer), puis supposons un pays émergent type auquel le FMI accorderait un prêt égal à 10 % de son PIB (la Corée et le Mexique, pour lesquels on a parlé de renflouements «massifs», ont reçu moins de 5 % de leur PIB respectif). Si le pays bénéficiaire représente 1 % du PIB mondial (cas des principales économies émergentes), le coût de la bonification offerte par le FMI s'élève à seulement un 20.000<sup>e</sup> du PIB mondial. Rien de vraiment intolérable, sachant que, d'après l'objectif que se sont fixé les pays industrialisés, l'aide publique au développement est censée représenter 0,7 % de leur PNB.

Globalement, les pièces du dossier de l'aléa moral lié aux prêts du FMI forment donc un tableau contrasté, en dépit du

## Globalement, les pièces du dossier de l'aléa moral lié aux prêts du FMI forment donc un tableau contrasté.

taux de remboursement excellent enregistré jusqu'à présent. Pour autant, elles sont loin de suggérer des effets pervers aussi marqués que le pensaient certains (y compris par l'universitaire que j'étais dans les années 80). Pour l'heure, le FMI a monté de nombreuses autres opérations de sauvetage, qui pourraient donner des résultats différents. Certains disent qu'avec de récents programmes, le FMI est en flagrant délit de crédit perpétuel, mais il est bien trop tôt pour se prononcer. Cette fois peut-être, les théoriciens de l'aléa moral pourraient avoir raison, mais, là encore, ils devront probablement attendre quelques décennies. **F&D**

---

### Bibliographie :

- Jeremy Bulow, Kenneth Rogoff, and Afonso Bevilaqua, 1992, "Official Creditor Seniority and Burden Sharing in the Former Soviet Bloc," *Brookings Papers on Economic Activity*:1, p. 195-222.
- Jeremy Bulow and Kenneth Rogoff, 1989, "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt," *The Journal of Political Economy*, Vol. 97 (February), p. 155-78.
- , 1988, "Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt: A Bargaining-Theoretic Framework," *IMF Staff Papers* Vol. 35 (December), p. 644-57.
- Giovanni Dell'Ariccia, Isabel Schnabel, and Jeromin Zettelmeyer, 2002, "Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test" (unpublished; Washington: International Monetary Fund); une version antérieure de cet article est consultable sur le site Internet du FMI à l'adresse <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/dgz.pdf>
- Olivier Jeanne and Jeromin Zettelmeyer, 2001, "International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality," *Economic Policy*, Vol. 33 (October), p. 409-32.
- Steven B. Kamin, 2002, "Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets" (unpublished; Washington: Federal Reserve Board).