

Une CRISE



de confiance

... et beaucoup plus

Laura Kodres

LA CRISE actuelle est la plus grave qui ait frappé depuis des décennies les marchés financiers bien établis, et elle n'est pas encore terminée. Durant la période qui l'a précédée, des taux d'intérêt nominaux peu élevés, l'abondance de liquidité, la faible volatilité des marchés financiers et un sentiment général d'autosatisfaction ont poussé toutes sortes d'investisseurs à prendre plus de risques. La longue période faste sur les marchés financiers était censée se poursuivre, la croissance mondiale avait été solide et les excès précédents de la bulle des point-com semblaient relever d'un passé éloigné. En somme, nombreux étaient ceux qui croyaient en un nouveau modèle pour les marchés financiers. Ainsi, l'investissement dans des actifs et des stratégies plus risqués est devenu la norme, souvent sans que l'investisseur comprenne bien les risques sous-jacents ni dispose d'un capital suffisant sur lequel s'appuyer.

Malgré les avertissements répétés du secteur public faisant valoir que la stabilité financière pourrait se trouver ébranlée par la poursuite effrénée du rendement, les incitations du secteur privé ont continué à encourager les investisseurs à prendre toujours plus de risques. Au printemps 2007, même les hauts responsables des plus grandes institutions financières ont commencé à exprimer des craintes en public, en particulier à propos des titres structurés adossés à des prêts hypothécaires à risque et du manque de rigueur des accords et des conditions de prêt appuyant les activités de rachat par l'emprunt. Cependant, vu les taux d'intérêt toujours faibles et l'abondance des liquidités, la demande de crédits structurés notés AAA et ayant un rendement supérieur à la normale a poursuivi sa hausse effrénée jusqu'au milieu de 2007 (graphique 1). Les autorités de contrôle n'avaient pas assez d'informations et d'influence pour mettre fin à la prolifération de titres surévalués. Ainsi, la pression pour

l'émission et la vente de ces types de produits était si forte — comme Charles Prince, PDG de Citigroup, l'a dit à un journaliste au début de juillet — que les hauts responsables ont estimé qu'il faut continuer à danser tant que l'orchestre joue.

À l'instar de nombreuses crises de crédit antérieures, c'est le relâchement des conditions de crédit pendant la frénésie de prêts qui a engendré la première série de pertes. Bien que la crise ait été déclenchée par la hausse des défaillances sur les prêts hypothécaires — en particulier sur le marché du crédit hypothécaire à risque — les répercussions ont été très graves. L'opacité et la complexité de ce foisonnement de crédits structurés ont masqué le lieu, l'ampleur et l'influence des positions tenues — parfois aux institutions financières mêmes. L'amplification de la crise a également surpris nombre d'investisseurs et ébranlé leur confiance. Ces problèmes ne seront pas faciles à résoudre, car les incitations qui ont engendré

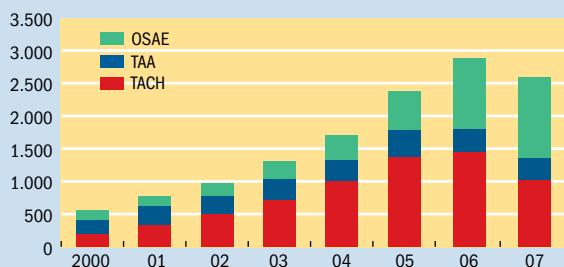
De meilleures incitations pour tous les acteurs du marché sont la clé d'une plus grande stabilité financière

Graphique 1

Une popularité croissante

Les crédits structurés européens et américains se multiplient.

(Milliards de dollars)



Sources : Inside MBS & ABS; JPMorgan Chase & Co.; Forum européen sur la titrisation.

Note : OSAE = obligations structurées adossées à des emprunts; TAA = titres adossés à des actifs, y compris autos, cartes de crédit, etc.; TACH exclus; TACH = titres adossés à des créances hypothécaires, TACH d'organismes américains exclus.

la crise sont profondément ancrées dans les comportements du secteur privé et, dans certains cas, sont même encouragées par les règlements. Néanmoins, ces problèmes réclament une grande attention, car la crise va toucher une large catégorie de citoyens ordinaires dans de nombreux pays.

Genèse d'une décomposition

Comment la crise a-t-elle pu s'aggraver à ce point? C'est la première fois que le marché des produits complexes de crédit structuré est confronté à une détérioration. La demande de titres à haut rendement notés AAA a poussé les émetteurs de crédits structurés à offrir des prêts sous-jacents de qualité de plus en plus faible pour répondre à la demande de leurs produits — découpant leurs flux de trésorerie en «tranches» multiples, allouant d'abord certaines de ces tranches à des investisseurs et justifiant ainsi leur notation AAA (encadré). Ces titres à notation et à rendement élevés ont été faciles à placer auprès de nombreuses compagnies d'assurance, caisses de retraite et autres banques plus modestes de par le monde. Pour d'autres investisseurs, tels que les fonds de placement à haut risque et autres spéculateurs, les éléments moins bien notés de ces titres structurés semblaient aussi offrir des rendements attrayants.

Sur un marché financier stable où affluent les liquidités, les investisseurs ne se sont pas souciés outre mesure des risques liés aux produits structurés complexes qu'ils avaient achetés, confiants de pouvoir retourner ou vendre ces produits à d'autres en cas de besoin. Ils ont fait confiance aux agences de notation pour bien évaluer les risques. Avec le recul, on constate qu'ils ont accordé trop d'importance aux notations et trop peu aux informations sur les produits ou à une évaluation indépendante des instruments sous-jacents.

Ces produits complexes ont souffert à la fois de la dégradation des garanties — principalement des prêts hypothécaires

à risque initiés à la fin de la phase d'expansion économique — et d'une compréhension insuffisante de la façon dont les structures se comporteraient dans la phase de contraction ou à l'expiration des «taux d'appel» appliqués initialement aux prêts. La résistance des corrélations pour tous les prêts ou d'autres types de titres n'a pas été suffisamment testée pour la phase de contraction, où ces corrélations deviennent normalement plus étroites, ni pour un déclin des prix immobiliers à l'échelle des États-Unis. De plus, même si les agences de notation s'efforçaient surtout de souligner qu'elles n'évaluaient que le risque de défaillance (c'est-à-dire le risque de crédit), ces produits comportaient aussi des risques de liquidité et des risques de marché que les investisseurs avaient souvent tendance à négliger. Le risque de liquidité survient quand le détenteur d'un titre ne peut le vendre rapidement au prix courant, et le risque de marché existe lorsque d'autres conditions du marché, telles que l'évolution générale des taux d'intérêt, compromettent la valeur du titre.

Si les investisseurs n'ont peut-être pas bien compris l'ampleur des risques qu'ils ont pris — ce dont ils sont responsables — la structure des incitations des agences de notation a également contribué à la prolifération des crédits structurés. Les «structurateurs» demandaient une notation pour les diverses tranches de risque dans une structure. Si la taille ou les caractéristiques de ces tranches semblaient insuffisantes pour obtenir la notation nécessaire à la satisfaction de la demande apparente de ces tranches, les agences de notation suggéraient des modifications structurelles (par exemple multiplier les garanties excessives) afin de l'accorder. Ces tractations entre les «structurateurs» qui payaient pour obtenir les notations et les agences de notation qui les accordaient semblent pour le moins avoir sapé l'indépendance du processus de notation.

Qu'est-ce que le financement structuré?

Le financement structuré consiste normalement à grouper plusieurs risques sous-jacents (risques de marché et de crédit par exemple) en mettant en commun des instruments exposés à ces risques (obligations, prêts ou titres adossés à des hypothèques) et en découpant les flux de trésorerie qui en résultent en «tranches» versées aux différents détenteurs. Les paiements effectués à partir de ces ressources communes sont versés aux détenteurs de ces tranches dans un ordre précis, en commençant par les tranches «senior» (les moins risquées), puis en descendant graduellement jusqu'à la tranche «equity» (la plus risquée) (voir graphique).

Si certains des flux de trésorerie destinés à ce pool ne se matérialisent pas (manquement au remboursement d'un prêt, par exemple), une fois qu'un volant de liquidité s'épuise, les détenteurs de tranches «equity» sont les premiers à absorber le manque à percevoir. Si les contributions au pool diminuent encore davantage, le groupe suivant de détenteurs (ceux de la tranche «mezzanine») ne reçoivent pas le paiement complet.

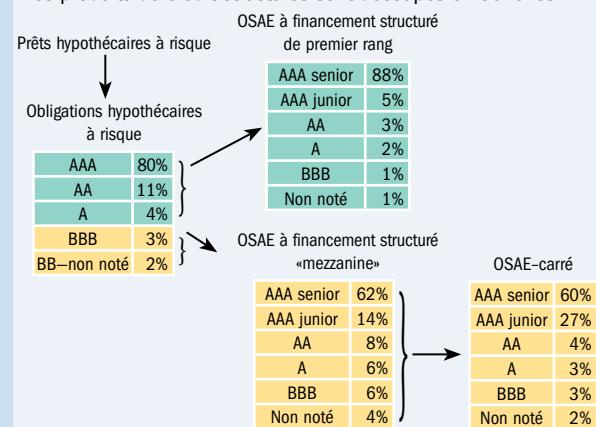
En général, les tranches super-senior et senior au sommet de la structure du capital sont conçues pour avoir la note AAA, ce qui veut dire qu'il est très peu probable qu'elles n'obtiennent pas les paiements promis.

Jusqu'en juillet 2007, au moment où la crise a éclaté, la croissance des crédits structurés avait été exponentielle. Ainsi, aux

États-Unis et en Europe, l'émission de crédits structurés était passée de 500 milliards de dollars en 2000 à 2.600 milliards de dollars en 2007.

Forte complexité

Les produits de crédit structurés sont découpés en tranches.



Source : estimations des services du FMI.

Notes : OSAE = obligations structurées adossées à des emprunts. Les pourcentages représentent la part de l'obligation dans la tranche notée.

Tarissemement des liquidités

Le signe le plus alarmant a été de découvrir que les méthodes de financement employées par les banques pour maintenir ces crédits structurés non liquides et difficiles à évaluer étaient viciées. Bon nombre de ces produits étaient détenus dans des entités hors bilan de grandes banques — généralement des véhicules de titrisation (SIV) et des sociétés relais — pour bénéficier de charges financières moins élevées et exercer plus de pression sur d'autres postes du bilan de la banque. Ces relais sont financés au moyen de billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA), tandis que les SIV sont composés pour environ un tiers de BTAA et deux-tiers d'effets à plus long terme. Le problème tenait essentiellement à l'opacité — les montants exacts des avoirs détenus par ces entités manquaient de transparence pour les investisseurs et la stratégie de financement restait généralement inconnue — tant des investisseurs que de certains organes de contrôle bancaire.

Lorsque la confiance a été entamée, de nombreux détenteurs de BTAA qui étaient adossés à des crédits structurés non liquides ont réalisé leurs avoirs, écourté les échéances qu'ils étaient prêts à accepter ou exigé des rendements plus élevés, surtout s'ils craignaient que les crédits qu'ils détenaient ne soient exposés à des prêts hypothécaires à risque. Bien des SIV et des relais avaient des lignes de crédit préventives auprès de leur banque d'origine pour le cas où les acheteurs de BTAA décident de ne pas renouveler leurs effets. En août 2007, le tarissement du marché des BTAA a provoqué une crise de liquidité généralisée sur le marché interbancaire, car certains investisseurs ont commencé à tirer sur ces lignes de crédit préventives et les banques ont intégré les SIV ou les relais à leur bilan pour éviter d'entacher leur réputation auprès des investisseurs. Lorsque les banques ont commencé à se soucier de leurs besoins de liquidité, elles en ont thésaurisé, exacerbant le manque de liquidité sur le marché interbancaire.

Au départ, les banques centrales ont comblé d'urgence les besoins de liquidité du système financier en liquidité, mais ces besoins sont devenus chroniques, obligeant les banques centrales à trouver de nouveaux moyens d'y pourvoir. En général, les grandes banques centrales ont modifié leurs opérations — certaines plus que d'autres — pour faire face à la pénurie de

liquidités. Dans certains cas, elles ont dû accepter de nouveaux types de garanties, parfois de moindre qualité, pour préserver le fonctionnement du marché interbancaire.

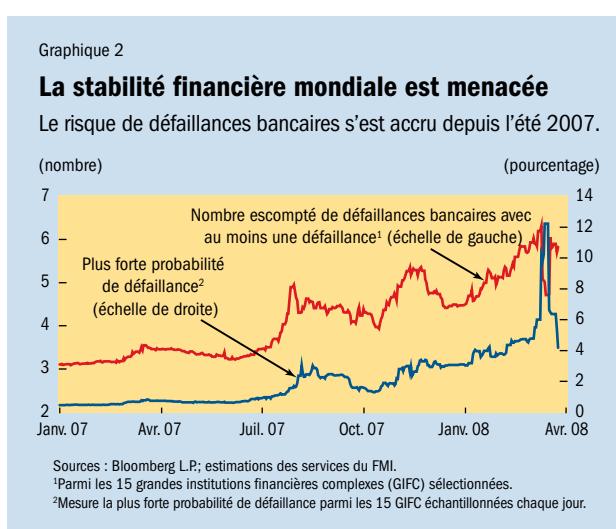
Malgré l'apport de liquidités et, parfois, la baisse des taux d'intérêt, la crise s'est approfondie et amplifiée. Aujourd'hui, les pertes des principales institutions financières sont liées non seulement aux prêts hypothécaires à risque américains (prêts et produits structurés connexes), mais également aux prêts syndiqués et aux produits structurés qui s'y rapportent, à d'autres types de prêts hypothécaires américains, à l'immobilier commercial et aux prêts aux entreprises à mesure que l'indiscipline en matière de crédit se révèle avec la détérioration de la situation économique. Le FMI estime qu'au total, pour tous les types d'institutions financières, tant aux États-Unis qu'à l'étranger, les pertes liées aux États-Unis pourraient atteindre 945 milliards de dollars (FMI, 2008). Bien que cette estimation soit forcément sujette à erreur — du fait de l'inexactitude des informations sur le volume des engagements et de l'utilisation des prix du marché, qui peuvent avoir gonflé la valeur des titres — elle laisse néanmoins supposer que de nouvelles pertes seront divulguées.

La confiance des contreparties est donc ébranlée; de plus, les institutions financières au bilan affaibli qui ont besoin de mobiliser davantage de capital et d'assurer leur provisionnement ne peuvent le faire qu'à un coût plus élevé. Les coûts de financement par actions et par obligations se sont accrus, comme le montre l'examen de l'évaluation du risque d'insolvabilité par le marché. Mesuré selon les marges des échanges sur le risque de défaillance, ce risque est aujourd'hui deux fois et demie plus élevé en moyenne pour les grandes banques qu'au début de 2007, encore qu'il a légèrement diminué après l'intervention de la Réserve fédérale américaine pour faciliter l'absorption de Bear Stearns par JPMorgan (graphique 2). Par ailleurs, si l'on examine le risque que la défaillance d'une banque entraîne d'autres, la probabilité de défaillances multiples a, elle aussi, augmenté sensiblement, la faillite d'une banque pouvant entraîner celle de cinq autres dans son sillage. Autrement dit, les risques de contagion entre grandes banques se sont aussi accentués.

De Charybde en Scylla

Plusieurs tendances récentes ont aggravé la situation actuelle. Premièrement, *on note une dépendance croissante à l'égard de l'évaluation quantitative des risques, notamment en matière de crédit, sans recours à une approche globale de la gestion des risques*. Ces dernières années, l'évaluation quantitative des risques s'est perfectionnée — surtout celle des risques de crédit. Les produits complexes du crédit structuré sont particulièrement difficiles à évaluer, car ils comportent non seulement des risques de crédit mais aussi des risques de liquidité et de marché. Bien des sociétés ne savaient pas comment les classer dans leurs systèmes de gestion des risques, car les risques de crédit et de marché sont souvent examinés séparément. Et même lorsque la complexité et l'interdépendance de ces risques étaient bien comprises au niveau opérationnel, elles n'étaient pas communiquées efficacement ou acceptées par la haute direction. C'est ainsi que, parfois, ces risques ont pu échapper à l'attention.

Deuxièmement, *l'application accrue de règles de décision par les institutions financières (principalement les banques et les fonds*



spéculatifs) sur la base des prix du marché a précipité la baisse des prix sous l'effet de ventes forcées. Ce type de comportement se produit lorsque les évaluations au prix du marché tombent en dessous d'un seuil préétabli — souvent fixé à un certain niveau afin d'éviter des pertes supplémentaires, tels que les mécanismes de limitation des pertes ou les exigences de marge, ou fixé par le régulateur pour protéger les investisseurs ayant investi par exemple dans des fonds de pension. Bien que la comptabilité à la valeur actuelle soit utile en temps normal, cela peut créer un excès de volatilité dans la perception de la valeur si l'on utilise les prix du marché en période de difficulté. Combiné à des règles de décision rigides, cela peut avoir des effets déstabilisants. À mesure que les marchés perdent de leur liquidité et que les prix tombent faute d'acheteurs actifs, les institutions financières offrent leurs titres à de nouveaux prix réduits, ce qui les force à vendre si des seuils sont franchis — accentuant les pressions à la baisse.

Troisièmement, *l'utilisation accrue du financement de gros et à court terme pour soutenir le modèle de transfert des risques a révélé une nouvelle vulnérabilité.* Dans ce nouveau modèle, où les prêts sont immédiatement transformés en produits titrisés et vendus à d'autres investisseurs, la croissance du crédit (titrisé) dépend plus de la prédisposition de l'investisseur à détenir des titres adossés à des actifs pour financer les actifs nouvellement titrisés et moins des dépôts stables à court et à long terme dans les banques pour financer des prêts traditionnels. Ce changement structurel signifie qu'un moins gros volume de liquidités est détenu sous forme de dépôts stables à long terme et qu'il faut compter en revanche sur le «bon vouloir d'inconnus». Cette vulnérabilité a aggravé la crise, car des marchés financiers fonctionnant normalement bien se sont taris et la création de crédit au moyen de produits titrisés s'est considérablement ralentie. L'idée de répartir les risques à travers le monde ne s'est pas traduite comme on le pensait par une répartition des risques de crédit locaux entre ceux qui sont le mieux à même d'y faire face; en définitive, ce sont les banques offrant les produits titrisés qui pourraient être amenées à assumer le risque.

Incitations, incitations, incitations

Que faut-il donc faire pour résoudre ces problèmes? Sur le marché immobilier, les agents ont coutume de dire à l'acheteur potentiel que les trois facteurs à prendre en compte sont «l'emplacement, l'emplacement et l'emplacement». Sur les marchés financiers mondiaux, ce sont «les incitations, les incitations et les incitations». Bien des incitations influent sur le comportement du marché financier — certaines sont inhérentes au fonctionnement des marchés libres et d'autres sont imposées par les règlements. Toutes sont difficiles à modifier.

Problèmes de gestion des risques. À moins que la structure de gestion des grandes institutions financières ne change au point que les gestionnaires des risques et les directeurs commerciaux aient le même poids aux yeux de la haute direction, il y a peu de chances que celle-ci accorde suffisamment d'attention à l'aspect «risque» de l'arbitrage entre le risque et la rétribution. En principe, les opérateurs devraient être payés en fonction du risque pris et la direction sur une base ajustée de façon cyclique. Cela éliminerait un double problème : que l'on ne prête pas suffisamment attention aux risques en période d'expansion et que les opérateurs soient rétribués pour avoir misé sur des affaires rapportant à l'entreprise des profits substantiels, mais au prix de

gros risques (révélés peut-être longtemps après le paiement des primes). Les gestionnaires des risques devraient être récompensés pour la qualité de leur analyse des risques — même si la haute direction ne donne pas suite à leurs conseils.

Pour que de tels changements se produisent, il faudrait soit que les actionnaires exigent d'être intégrés à l'évaluation de la performance à long terme (et qu'ils visent eux aussi le long terme), soit que les régulateurs les imposent pour atténuer les craintes relatives à la stabilité financière qui, en tant que «bien public», ne serait pas le premier souci des entreprises.

Modèle de transfert des risques. À la pointe du cycle, les initiateurs des prêts pouvaient les passer à des tiers sans avoir à assumer les risques eux-mêmes. Comme ils n'encouraient pas de risques, ils étaient peu enclins à vérifier la solvabilité de l'emprunteur. Les cas les plus criants étaient ceux des prêts ninja («ninja» signifiant ni revenu, ni emploi, ni actifs).

Une plus grande discipline de crédit pourrait être encouragée si l'initiateur assumait une part du risque sur l'avenir du prêt — soit par règlement, soit parce que les acheteurs potentiels de produits titrisés l'exigent. Dans un cas comme dans l'autre, cela est difficile à réaliser. Il existe de nombreux moyens de compenser les risques des prêts, même s'ils restent inscrits au bilan. L'utilisation de produits dérivés est courante et certaines méthodes complexes sont difficiles à imposer aux prêts eux-mêmes, ce qui complique la vérification. À défaut, on peut exiger que l'initiateur garantisson la qualité de ses prêts (en maintenant, par exemple, un ratio prêt-valeur préétabli, ou en exigeant de l'emprunteur un certain ratio paiement-revenu), en conservant une part du risque sur son bilan sans le couvrir, et en suivant l'évolution des prêts, ce qui prend du temps et nécessite des ressources accrues. Cela dit, l'été dernier, les autorités de tutelle bancaire aux États-Unis ont émis de nouvelles directives plus strictes pour obliger les banques à freiner l'octroi des prêts hypothécaires les plus risqués, de nombreux États adoptant en outre la directive applicable aux émetteurs d'hypothèques non bancaires.

Instrument hors bilan. Une question connexe porte sur l'incitation réglementaire à placer les actifs et leur financement dans des instruments hors bilan, où les risques sont moins transparents pour les investisseurs de l'institution financière mère, ainsi que pour les instances de contrôle et de réglementation. L'initiative d'adoption de meilleures règles de fonds propres pour les banques du monde entier — connue sous le nom de Bâle II — pourrait contribuer à limiter l'attrait des instruments hors bilan, mais seulement si les instances de contrôle usent pleinement de leur pouvoir discrétionnaire pour déterminer si les risques sont effectivement transférés aux mécanismes en question et si les banques remplissent ainsi les conditions requises pour recevoir une aide en capital. Même dans ce cas, les règles pour déterminer si le montant approprié de capital est détenu en garantie des lignes de crédit préventives qui soutiennent l'entité hors bilan doivent être examinées avec celles régissant la consolidation des filiales.

Agences de notation. Les agences de notation étant rémunérées par les émetteurs qui demandent à être notés, elles peuvent être tentées de donner une note trop favorable pour s'assurer que l'émetteur attire des acheteurs et, lorsque les conditions se dégradent, pour éviter de baisser trop rapidement la note de manière à donner l'apparence d'un système de notation stable et crédible. Cette contre-incitation est limitée, du moins en partie, par la nécessité d'être précis et réaliste dans l'analyse

du risque de crédit, de manière à assurer la crédibilité et la demande finale des titres notés.

Eu égard aux événements récents, les agences de notation sont désormais convenues de mettre en place des «pare-feu» entre les divers volets de leurs activités pour pouvoir contrôler séparément ceux qui font les notations initiales et ceux qui corrigent par la suite ces notations. C'est un pas dans la bonne direction, mais les compétences sur ces produits complexes sont rares, et les économies d'échelle dans la collecte d'informations et l'analyse de produits complexes tendent à indiquer qu'il est coûteux et inefficace de maintenir deux secteurs indépendants au sein d'un même organe. Certains ont proposé que les organes de réglementation se chargent d'examiner les analyses et modélisations des agences de notation afin de vérifier une seconde fois leur exactitude, mais là encore, les avantages sont à mesurer à l'aune du manque de compétences et de la dépense supplémentaire.

Financement de gros. Enfin, les institutions financières sont tentées de limiter leur protection contre des risques systémiques de liquidité. La tendance à recourir au financement de gros est motivée par une conjoncture stable, caractérisée par des taux d'intérêt faibles et par une préférence pour les actifs échangeables sur les bilans des banques. Autrement dit, le financement de gros est moins coûteux et plus efficace — mais seulement en période faste, quand il est facile à obtenir. Lorsque la situation se détériore, les investisseurs qui fournissaient ces fonds recherchent des actifs de meilleure qualité, d'où la difficulté pour les banques d'obtenir un financement ferme. Lorsque les choses tournent mal, bien des grandes institutions financières comptent sur la banque centrale pour combler le vide.

Certes, les problèmes de financement ne sont jamais agréables pour les institutions financières, mais la plupart sont logées à la même enseigne, de sorte que la nécessité de se protéger leur paraît moins pressante. Comme les institutions ne peuvent jamais être assurées que la banque centrale interviendra à l'échelle systémique pour résoudre ces problèmes, elles doivent chercher à améliorer leurs propres systèmes de gestion des risques de liquidité, mais elles ne le feront sans doute pas si elles ont l'impression que la banque centrale viendra à la rescouuse — comme elle l'a déjà fait.

En somme, si la stabilité du système est importante et si les institutions ne sont guère encouragées à se protéger, une certaine

surveillance (par voie de contrôle ou de réglementation) s'impose. Les modalités peuvent varier selon les pays, voire selon le type d'institution, mais elles devraient exiger que ces institutions assument une plus grande part du coût de leur protection contre les crises de liquidité que ce n'est le cas actuellement.

Une méthode serait d'exiger qu'elles détiennent plus d'actifs liquides à court terme qui pourraient servir comme garantie des prêts accordés par d'autres institutions ou par la banque centrale. De tels ratios de liquidité sont courants dans bien des régions, mais il serait peut-être nécessaire de les actualiser et d'envisager de nouveaux types d'instruments liquides ou des ratios plus élevés. Une autre formule serait de payer davantage pour l'assurance ou des mécanismes de liquidité conditionnelle. Les banques achètent déjà ce type d'assurance, mais on peut se demander si l'on peut compter sur de tels contrats en cas de crise systémique. Autrement dit, une telle assurance pourrait être plus efficace si elle est d'origine publique. En principe, la mise en commun du risque de liquidité dans une institution publique comme la banque centrale pourrait être préférable à une assurance privée.

* * * * *

Les événements récents ont suscité un certain nombre de questions difficiles sur la façon dont le problème des prêts hypothécaires à risque a pu s'aggraver au point de menacer la stabilité financière mondiale. Il sera encore plus difficile de trouver des moyens pratiques et acceptables de corriger des incitations et des structures profondément ancrées — sur le marché et dans les systèmes de réglementation et de contrôle — qui ont profondément bouleversé l'intermédiation financière au détriment du bien-être financier des citoyens de nombreux pays, dont beaucoup sont loin de l'épicentre de la crise. ■

Laura Kodres est Chef de division au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

Fonds monétaire international (FMI), 2007, Global Financial Stability Report, October, World Economic and Financial Surveys (Washington).

———, 2008, Global Financial Stability Report, April, *World Economic and Financial Surveys (Washington)*.



FMI Bulletin

*Retrouvez le Bulletin du FMI
en ligne à*

www.imf.org/imfsurvey