

Aléa moral

*Les financements du FMI poussent-ils
emprunteurs et prêteurs à l'imprudence?*

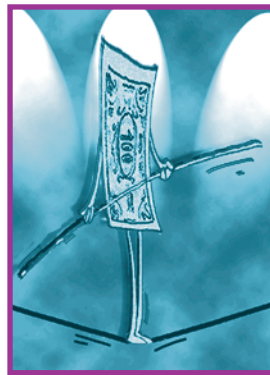
Timothy Lane
Steven Phillips



Aléa moral

*Les financements du FMI poussent-ils
emprunteurs et prêteurs à l'imprudence?*

Timothy Lane
Steven Phillips



©2002 Fonds monétaire international

Directeur de la collection
Jeremy Clift
Département des relations extérieures du FMI

Édition anglaise

Couverture et composition :
Massoud Etemadi, Jack Federici,
Section des travaux graphiques du FMI

Édition française

Division française
Services linguistiques du FMI
Traduction : Pierre Pellerin
Correction & PAO : Van Tran

ISBN 1-58906-141-1

ISSN 1020-7724

Mars 2002

Pour obtenir les publications du FMI,
adressez votre commande à :

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431 (U.S.A.)
Téléphone : (202) 623-7430 Télécopie : (202) 623-7201
Messagerie électronique : publications@imf.org
Internet : <http://www.imf.org>

Préface

La collection des Dossiers économiques vise à présenter à un vaste public de non-spécialistes quelques-uns des sujets d'actualité sur lesquels travaille le FMI. La matière provient pour l'essentiel de documents de travail — études techniques qui sont établies par des membres de ses services et des chercheurs invités — ainsi que de documents de synthèse.

Le présent numéro s'inspire du document de travail WP/00/168 du FMI, intitulé *Does IMF Financing Result in Moral Hazard?*, publié en octobre 2000. La liste des textes de référence utilisés figure dans le document original, que le lecteur est invité à se procurer auprès du Service des publications (10 dollars), ou à télécharger à partir du site Web du FMI : www.imf.org. Jacqueline Irving a préparé la version anglaise de cette brochure.

«La question de l'aléa moral demeure préoccupante. Les institutions privées pourraient se trouver encouragées à prêter et à investir imprudemment — ou du moins plus qu'elles ne devraient— dans la croyance que le FMI fera en sorte que leurs débiteurs puissent les rembourser.»

Anne Krueger, Première Directrice générale adjointe,
Fonds monétaire international,
allocution prononcée devant le National Economists' Club,
American Enterprise Institute, Washington,
novembre 2001

Les financements du FMI créent-ils un aléa moral?

On fait souvent allusion à l'aléa moral dans l'analyse des effets de l'assurance, l'idée étant que le seul fait d'assurer un risque en augmente du même coup la probabilité. L'assuré est en effet moins enclin à prendre des mesures pour prévenir les risques. Voici quelques exemples simples qui illustrent cette tendance :

- un propriétaire qui néglige de verrouiller la porte de sa maison parce qu'il est assuré;
- un conducteur moins prudent à cause de l'assurance automobile;
- une personne moins soucieuse de sa santé à cause de l'assurance maladie.

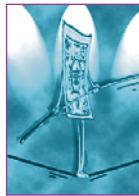
Pour les économistes et les décideurs du secteur financier, le débat porte sur la possibilité que les financements provenant d'institutions comme le Fonds monétaire international (FMI) aient un effet pervers, que l'on dénomme aléa moral. Autrement dit, les crédits fournis par le FMI aux pays en crise financière ne risquent-ils pas d'encourager les emprunteurs et les prêteurs à adopter des comportements qui accentuent la probabilité d'une telle crise?

À la suite des crises financières qui ont secoué les marchés émergents au cours des dernières années, certains analystes ont laissé entendre que les financements du FMI *pouvaient* conduire les banques et d'autres institutions financières à prendre des risques excessifs. Ces institutions auraient, semble-t-il, tendance à prêter sans s'inquiéter suffisamment des risques, comptant sur l'intervention du FMI en cas de problème. Par ailleurs, les pays, certains de pouvoir faire appel au FMI en cas de crise, seraient moins enclins à

prendre les mesures voulues pour éviter une telle crise. Les préoccupations suscitées par l'aléa moral ont retenu l'attention au cours des débats récents portant sur la réforme de l'architecture du système financier international et sur le rôle futur du FMI.

Dans la mesure où ils contribuent à réduire les répercussions économiques désastreuses d'une crise, les financements du FMI pourraient fort bien encourager les emprunteurs et les prêteurs à prendre plus de risques qu'ils ne le feraient autrement. Toutefois, cette réaction n'est pas nécessairement mauvaise : au contraire, un des objectifs explicites du FMI consiste à accroître la confiance de ses membres en leur donnant accès à ses ressources générales pour des périodes limitées dans le temps et moyennant des garanties adéquates. La question qui se pose plutôt est de savoir si les financements du FMI encouragent les emprunteurs et les prêteurs à prendre des risques *excessifs* ou *imprudents*, et si l'aléa moral qui en découle l'emporte sur l'action bénéfique que peuvent avoir ces financements en atténuant les crises. Un de ces avantages est qu'en cas de crise de liquidité, le FMI peut aider à limiter le problème de l'action collective associé à la vaine débandade des créanciers. Pour répondre à ces questions, il faut d'abord mesurer l'importance de l'éventuel aléa moral créé par l'intervention du FMI et ses effets sur le comportement des emprunteurs et des prêteurs avant une crise.

Malgré toute l'attention portée à l'aléa moral lors des débats publics, le bien-fondé empirique de ce problème n'a, jusqu'à récemment, guère été étudié. La présente brochure expose certaines données préliminaires permettant d'évaluer le degré d'aléa moral associé aux financements du FMI.



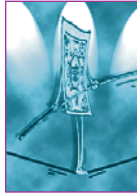
La notion d'aléa moral

Il convient d'abord d'examiner dans quelles circonstances les financements du FMI peuvent créer un aléa moral. L'aléa moral est un concept prospectif : les emprunteurs et les prêteurs évaluent les risques qu'ils prennent *aujourd'hui* sur les marchés financiers à l'aune de l'assistance qu'ils escomptent recevoir à l'avenir en cas de difficulté.

S'agissant notamment de la possibilité d'un aléa moral dû à l'intervention du FMI, il convient de rappeler que l'assistance qu'il fournit ne prend pas la forme d'un simple décaissement (comme dans le cas d'une indemnité d'assurance), mais qu'il s'agit plutôt d'un prêt qui doit être remboursé avec intérêts. Ainsi, le montant de l'«assurance» financière fournie par le FMI correspond à l'écart qui existe entre le taux auquel un pays aurait autrement dû emprunter (lequel peut être très élevé en cas de crise) et le taux d'intérêt débiteur du FMI (qui est lié aux taux d'intérêt du marché dans les pays industrialisés).

L'aléa moral du créancier, qui se manifeste par une plus grande prédisposition à prêter, se distingue de l'aléa moral du débiteur ou du pays emprunteur, lequel se traduit plutôt par une motivation moins grande à prendre des mesures préventives. La possibilité d'une intervention du FMI peut engendrer l'une ou l'autre de ces formes d'aléa moral, ou les deux à la fois, selon l'incidence que peuvent avoir les financements du FMI sur la situation financière des débiteurs ou des créanciers.

Lorsqu'on cherche à déterminer si les financements du FMI engendrent un aléa moral, une des difficultés qui se posent est d'imaginer ce qui serait arrivé s'il n'était pas intervenu. En ce cas, le pays en difficulté devrait envisager d'autres solutions, y compris, notamment, la cessation de paiements de sa dette extérieure. Il pourrait, par exemple, choisir de laisser sa monnaie se déprécier afin de rendre ses exportations plus concurrentielles et d'obtenir, par le jeu de l'inflation, une réduction de sa dette libellée en monnaie nationale. L'option retenue détermine dans quelle mesure la possibilité de bénéficier d'une assistance du FMI influe sur les rendements relatifs de différents types de dette.

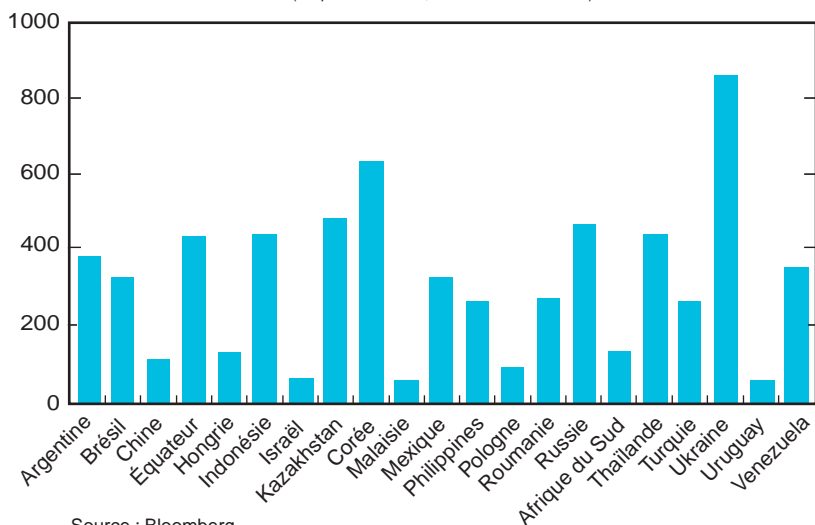


Les créanciers comptent-ils sur l'intervention du FMI?

L'examen des données sur les taux d'intérêt et l'écart, ou «marge», de taux d'intérêt, qui peuvent fournir une mesure du risque perçu, permet d'écarter rapidement l'incidence hypothétique d'une forme extrême d'aléa moral sur le comportement des investisseurs. L'écart qui existe entre le rendement des obligations présentant un risque de défaut et celui des obligations exemptes d'un tel risque (par exemple les obligations du Trésor des États-Unis) indique le montant supplémentaire de revenus d'intérêts que doivent gagner les investisseurs pour se permettre de détenir des obligations plus risquées, et reflète ainsi à la fois l'évolution du risque, tel que le perçoivent les investisseurs, et l'évolution de la solvabilité des émetteurs d'obligations. Plus le risque de cessation de paiements d'un pays est élevé, plus large sera la marge entre le rendement des obligations qu'il émet et celui des obligations du Trésor des États-Unis à échéance semblable. Si les créanciers privés comptaient vraiment sur une garantie complète, par le FMI, du service de la dette de ses pays membres, il s'ensuivrait que l'ensemble de ces membres — ou, du moins, ceux jugés «trop importants pour qu'on les laisse sombrer» — devraient payer les mêmes taux d'intérêt libellés en une monnaie commune, ce qui n'est évidemment pas le cas. En réalité, les taux d'intérêt payés sur les emprunts en dollars EU varient considérablement d'un pays à l'autre. Par exemple, l'examen du graphique 1, qui indique les marges (exprimées en points de base, c'est-à-dire en centièmes de point de pourcentage) payées par 21 pays émergents à la fin de 1998, permet de constater que la Russie et le Brésil, même si on pourrait penser que ce sont des pays trop importants pour qu'on les laisse sombrer, comptent parmi les pays dont les emprunts sont assortis des marges les plus importantes.

Graphique 1 Marges de rendement sur les emprunts libellés en dollars

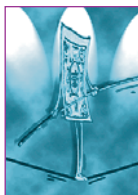
(En points de base; au 31 décembre 1998)



Source : Bloomberg.

Note : Les marges sont égales à la différence entre le taux de la dette intérieure libellée en dollars EU et celui des obligations du Trésor des États-Unis à échéance semblable.

La tendance des marges à augmenter pendant une crise contribue également à réfuter toute perception d'une «garantie totale». L'existence même des crises tend également à confirmer que les financements du FMI ne permettent pas, aux yeux des intervenants du marché, d'éliminer les risques. Les marchés jugent de toute évidence que l'assistance du FMI et d'autres institutions officielles est limitée, ou dépend de circonstances imprévisibles. Ces observations ne prouvent par ailleurs nullement que les programmes appuyés par le FMI n'ont aucune influence sur les perspectives de remboursement des créanciers.



Les «nouvelles» sont-elles révélatrices de l'aléa moral?

Pour explorer la question de l'aléa moral, on peut également étudier les «nouvelles» ou les événements qui risquent d'influer sur son évolution. Il s'agit en l'occurrence de déterminer les événements spécifiques qui ont pu donner aux marchés de nouvelles informations pouvant influencer sur la manière dont ils envisagent la disponibilité future de concours financiers du FMI. En utilisant les données journalières pour examiner le comportement des marges sur de très courtes périodes, cette méthode vise à isoler l'influence des nouvelles ayant trait au FMI d'autres facteurs. Si les investisseurs pensent réellement que leurs investissements sont moins risqués parce qu'ils peuvent compter sur l'aide du FMI, on peut s'attendre à ce que les prix des obligations sur le marché secondaire réagissent immédiatement à de telles nouvelles.

Cette méthode a bien sûr ses limites et ne permet pas, en particulier, de distinguer l'aléa moral (effets indésirables sur le comportement économique) des effets bénéfiques de l'intervention du FMI, qui circonscrit les dommages économiques réels d'une crise. Dans ces conditions, les dés sont pipés et l'existence d'un aléa moral est la conclusion qui aura le plus de chance de s'imposer. Par contre, il est possible que certains des événements observés ne soient pas tout à fait «nouveaux», c'est-à-dire qu'ils aient été anticipés par les marchés, ce qui pourrait réduire la capacité de détection de l'aléa moral.

De toute manière, l'approche fondée sur l'étude des événements s'intéresse essentiellement à la *variation* du degré d'aléa moral induit par l'intervention du FMI plutôt qu'à son existence pure et simple. Cette méthode est donc particulièrement adaptée pour examiner si des changements de la politique de prêt du FMI au cours des années 90 ont entraîné une augmentation de l'aléa moral.

Examinons d'abord les «événements» de cette décennie, à savoir l'annonce de la mise en place de nouveaux programmes appuyés par le FMI au début des crises financières. Le cas du Mexique, de la fin de 1994 au début de 1995, présente un intérêt particulier puisqu'on a avancé qu'il marquait un précédent et qu'il avait même contribué

directement à la crise asiatique, quelques années plus tard. Le crédit de confirmation accordé au Mexique, approuvé en février 1995, s'établissait à 17,8 milliards de dollars EU. Il s'agissait à l'époque du montant le plus élevé jamais approuvé pour un pays membre, tant en termes absolus qu'en proportion de sa quote-part.

Peut-on dire que l'ampleur ou d'autres aspects du montage financier échafaudé en faveur du Mexique ont influé sur les attentes des créanciers quant à leur aptitude à faire face à de futures crises? Les données correspondant à cette période montrent que les marges de taux d'intérêt ont augmenté brutalement à partir de la fin décembre 1994. Les annonces subséquentes de nouveaux programmes appuyés par le FMI, au début de 1995, n'ont pas empêché de nouvelles hausses, ni même ramené rapidement les marges à leurs niveaux d'avant la crise. Ainsi, dans ce cas précis, l'application d'une approche fondée sur les événements ne met pas en évidence un aléa moral.

Il importe en particulier de mentionner que la situation du Mexique, en 1994-95, ne semble pas avoir influé sur les marges des taux des obligations de plusieurs pays asiatiques à marché émergent : ces marges n'ont pas augmenté lorsque le Mexique a commencé à connaître des difficultés financières, et elles n'ont pas diminué lorsque l'aide du FMI a été approuvée, ni à la suite des annonces préalables à cette approbation. Cela donne à penser que dans l'esprit de la plupart des investisseurs, le programme mexicain n'influaient pas sensiblement sur la solvabilité des nouvelles économies industrielles d'Asie.

Examinons maintenant si l'approbation d'importants montages financiers en faveur de la Thaïlande, de l'Indonésie et de la Corée, survenue en 1997, et si les six annonces de l'approbation des prêts ont produit un aléa moral. Les montants de tirages autorisés à l'époque par le FMI atteignaient 3,9 milliards, 10,1 milliards et 21 milliards de dollars EU, respectivement.

Les écarts de taux n'ont pas changé sensiblement à la suite des trois premières annonces, faites avant le déclenchement d'une crise plus généralisée, en octobre 1997. Les marges de l'indice J.P. Morgan des obligations des marchés émergents ont augmenté quelque peu à la suite de la quatrième annonce, contrairement à ce qu'on aurait pu

attendre en présence d'un aléa moral. Les deux dernières annonces (ayant trait à la Corée) ont été accompagnées d'un rétrécissement des marges, mais les variations observées paraissent trop faibles pour être significatives. Ainsi, les données ne permettent pas ici non plus de confirmer l'idée selon laquelle la participation du FMI (dans ce cas, en Asie) aurait contribué à rassurer les investisseurs dans l'ensemble des marchés émergents.

La réaction des marchés financiers aux changements apportés aux limites d'accès — c'est-à-dire aux montants maximums des concours que le FMI peut à fournir à un pays, sauf circonstances exceptionnelles — pourrait constituer un autre indice possible d'aléa moral. Le montant des engagements annuels est plafonné, et le FMI y fixe par ailleurs une limite globale; les plafonds ainsi fixés sont exprimés en pourcentage de la quote-part du pays membre. En principe, une hausse des plafonds de financement pourrait accroître l'aléa moral *si* les marchés voyaient dans une telle décision un signe de la volonté du FMI de prêter des montants plus considérables. Or, l'examen de la réaction des marchés à une augmentation des limites annuelles décidée en octobre 1994 (de 68 % à 100 % de la quote-part des pays membres) ne laisse constater aucun signe d'augmentation de l'aléa moral : les marges ne se sont guère rétrécies.

Examinons maintenant comment les marchés réagissent à l'évolution du montant total des ressources du FMI. Lorsque le FMI a fait état, dans des communiqués diffusés en septembre et en décembre 1997 et, à nouveau, en février 1998, de son intention de demander une augmentation des quotes-parts des pays membres — décision qui aurait dû accroître, dans l'esprit des investisseurs, la probabilité d'une expansion des ressources du FMI —, les marges des pays émergents ne se sont pas notablement réduites. En fait, elles *ont augmenté* sensiblement après l'annonce finale, en janvier 1999, de l'augmentation effective des quotes-parts.

Cela dit, il serait imprudent d'affirmer que l'observation des réactions des marchés réfute la notion d'un aléa moral induit par le FMI. Il est en effet tout aussi plausible que les investisseurs aient largement anticipé l'augmentation des quotes-parts.

Il peut être utile d'examiner plus attentivement la réaction à un événement qui constitue plus nettement, pour les marchés, une

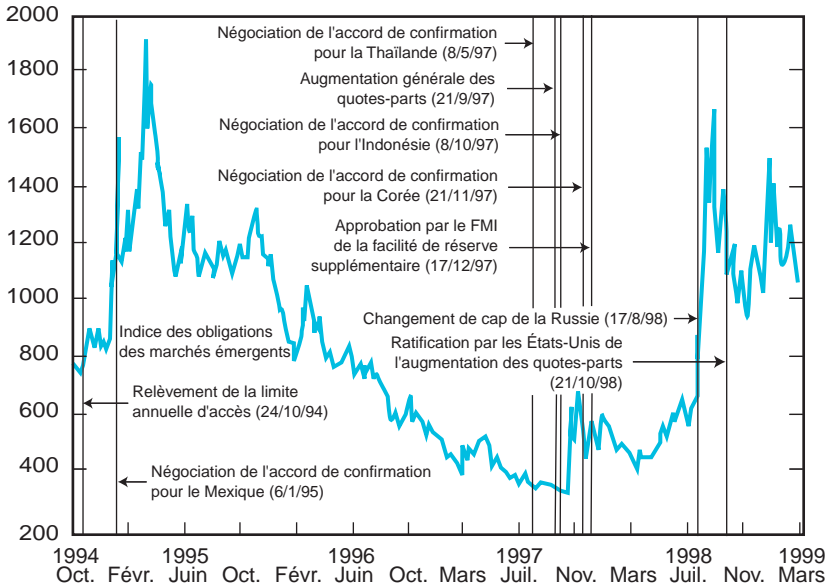
véritable «nouvelle». S'agissant du processus global d'augmentation des quotes-parts, il est permis de penser que l'approbation des États-Unis, le plus gros actionnaire du FMI, constituait l'étape la plus cruciale, compte tenu de l'appui mitigé manifesté au départ par le Congrès. Dans ce contexte, la décision de ratifier l'augmentation des quotes-parts prise par les États-Unis, en octobre 1998, était sans doute l'événement le plus notable de l'ensemble du processus. De plus, puisque cette décision est venue à un moment où la position de liquidité du FMI se trouvait anormalement précaire, les marchés auraient pu y voir le signe de la disparition d'une contrainte qui menaçait de peser sur les prêts du FMI à brève échéance. Cet événement a en fait coïncidé avec une baisse sensible des marges, une réaction qui semble conforter l'idée que la disponibilité de financements du FMI engendre un certain degré d'aléa moral.

Il convient toutefois de nuancer cette conclusion : les preuves ne sont après tout pas très convaincantes puisque le rétrécissement observé des marges n'était pas anormalement important comparativement à leurs fluctuations typiques à court terme. Il faut également tenir compte de la façon graduelle dont les nouvelles de la ratification par le Congrès ont été transmises au public, ce qui a permis aux intéressés d'anticiper plusieurs semaines à l'avance la décision finale. Ceci signifie peut-être que les marchés ont besoin d'une période plus longue pour «assimiler» les implications des événements. Si tel est le cas, il devient plus difficile de distinguer l'effet de l'augmentation des quotes-parts des répercussions d'autres événements simultanés — notamment de la décision-surprise de la Fed d'abaisser les taux d'intérêt, annoncée le 15 octobre.

Les événements examinés ci-dessus avaient tous pour conséquence possible d'indiquer aux marchés une libéralisation de la politique de prêt du FMI, et de contribuer ainsi à rassurer les investisseurs. Cependant, à une exception près, ils n'ont été accompagnés d'aucun rétrécissement sensible des marges demandées aux pays émergents (voir graphique 2).

Pour conclure cette série d'exemples, mentionnons la dévaluation du rouble et la cessation partielle de paiements, par la Russie, de sa dette publique en août 1998. Cette situation était susceptible d'inquiéter les investisseurs. On savait déjà, avant août, que la

Graphique 2
Marges de rendement, octobre 1994–mars 1999



Source : J.P. Morgan.

Russie était en difficulté, mais la cessation de paiements a très certainement surpris les marchés. En fait, avant la crise russe, certains investisseurs parlaient sans détour d'un «jeu sur l'aléa moral», conçu pour exploiter l'idée que la Russie était un pays trop important pour qu'on le laisse sombrer. Certains observateurs ont même invoqué, pour corroborer cette analyse, la décision du FMI d'accorder un crédit à la Russie et l'approbation ultérieure d'une augmentation de ses concours, en juin et en juillet 1998. Cependant, les événements d'août 1998 n'ont laissé aucun doute quant à la décision du FMI de ne plus intervenir pour maintenir la Russie à flot.

Dans ce cas, ce n'est pas une intervention quelconque du FMI qui a constitué la «nouvelle», mais plutôt le constat de sa *non-intervention* — alors que son aide aurait pu permettre d'éviter les mesures annon-

cées le 17 août — ainsi que de son manque d'empressement à injecter de nouveaux financements.

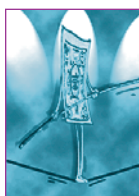
En fait, si les annonces, concernant le FMI et la Russie, diffusées au cours des deux mois qui ont précédé la cessation de paiements ne semblent pas avoir influé sur les marchés obligataires, les marges se sont en général creusées très rapidement autour de la date de l'annonce, par la Russie, de son changement de cap, le 17 août. L'effet a été particulièrement visible au cours des jours qui ont suivi immédiatement cette annonce. Évidemment, l'élargissement des marges des obligations russes a contribué en partie à la hausse de l'indice des obligations des marchés émergents, mais le phénomène a été généralisé.

Pour interpréter cette situation, on peut notamment conclure que le refus du FMI et d'autres sources officielles de financement d'intervenir à nouveau en faveur de la Russie, en août 1998, a servi de leçon aux marchés obligataires, *réduisant* ainsi l'aléa moral. Cette interprétation signifierait, en retour, qu'il existait au départ un certain degré d'aléa moral engendré par le FMI. Cependant, l'élargissement des marges observé à l'extérieur de la Russie risque d'avoir été causé, du moins en partie, par l'effet de contagion (par diverses voies) ou par l'éveil soudain des investisseurs au risque de la dette souveraine, plutôt que par une réduction spécifique de l'aléa moral lié à la présence du FMI.

Que peut-on conclure de l'examen de ces cas? On peut certainement exclure la forme la plus extrême de l'aléa moral, à savoir que les investisseurs sont sûrs de pouvoir compter sur une garantie totale du FMI, même pour les pays trop importants pour qu'on les laisse sombrer. Les données permettant de mesurer l'ampleur de l'aléa moral sont moins claires, mais certaines des principales hypothèses avancées quant aux conséquences du phénomène ne résistent pas à l'épreuve des faits. Il n'existe en particulier aucune preuve de l'idée selon laquelle les actions entreprises par le FMI depuis la crise mexicaine auraient donné le signal d'une nouvelle augmentation de l'aléa moral.

Il convient en même temps de reconnaître le caractère préliminaire de ces résultats. La méthode fondée sur l'étude des événements présente des limites évidentes puisqu'il est difficile d'isoler l'influence de ces événements des effets d'autres facteurs. Par ailleurs, les nouvelles

à l'origine de l'impression selon laquelle les financements du FMI étaient plus facilement accessibles ont peut-être rendu les pays émergents plus enclins à emprunter. Si tel était le cas, mais si les effets résultants sur les marges de rendement étaient immédiats, cela aurait pu neutraliser la propension plus grande des créanciers à prêter, rendant ainsi l'aléa moral plus difficile à détecter. On pourrait peut-être approfondir cette thèse en examinant les volumes de financement fournis aux pays émergents en regard des marges.



L'ampleur des financements du FMI crée-t-elle un grave aléa moral?

Pourquoi les investisseurs n'assimileraient-ils pas l'action du FMI à une garantie de leurs investissements? Deux raisons peuvent l'expliquer, séparément ou conjointement : ils peuvent venir à douter de la possibilité d'une aide financière du FMI, ou à douter qu'une telle aide assure la protection de leurs investissements. Mais qu'en est-il de l'*ampleur* de l'aide financière du FMI? Ces financements ont-ils permis de couvrir une portion substantielle de l'exposition des créanciers (en présupant que l'aide ait été entièrement utilisée à cette fin)?

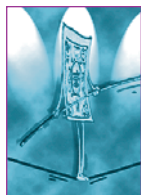
Lorsqu'ils chercheront à anticiper les montants probables d'une assistance future du FMI, les investisseurs privés auront probablement à l'esprit les limites imposées aux pays membres qui souhaitent bénéficier de ses ressources. Ces limites sont liées à la quote-part des pays, c'est-à-dire au montant de leurs souscriptions au capital du FMI.

L'examen de l'assistance accordée par le FMI aux pays membres donne toutefois à penser que ces limites ne permettent peut-être

pas à elles seules de mesurer le montant d'aide attendu. Dans la plupart des programmes appuyés par le FMI, les montants réellement accordés sont très inférieurs au plafond autorisé. Toutefois, dans certains cas exceptionnels — ceux qui ont justement suscité la récente controverse —, les montants approuvés peuvent dépasser de très loin ces limites. Dans certains cas particuliers, le FMI a également élaboré des montages financiers dépassant de loin ses propres ressources financières en mobilisant d'autres sources officielles.

Pour une vaste majorité des accords de confirmation et des accords élargis de crédit, l'accès annualisé aux ressources du FMI tend à être limité : par exemple, en 1997, la plupart des accords de confirmation portaient sur des montants variant de $\frac{1}{2}$ à 1 % du PIB des pays membres. Si on tient compte des ratios dette extérieure/PIB typiques, on imagine difficilement comment un tel niveau d'accès aux ressources du FMI pourrait conduire les créanciers du secteur privé à conclure que le FMI garantit leurs investissements, même dans les cas où le montant de ses concours est exceptionnellement élevé.

D'autres facteurs limitent également l'assurance que procurent aux investisseurs les montages d'aide financière appuyés par le FMI. Les chiffres publiés font état des engagements initiaux, et les investisseurs ne sauraient tenir pour acquis un décaissement de la totalité de ces montants : le FMI et les autres prêteurs officiels répartissent en général leurs décaissements dans le temps en fonction des résultats obtenus par les programmes. Dans certains cas, des financements bilatéraux ne se sont pas matérialisés comme prévu initialement. Ainsi, même dans les cas exceptionnels, les financements du FMI ne suffisent pas à renflouer complètement les investisseurs privés, même si on ajoute à cette aide les fonds mobilisés auprès d'autres sources officielles.



Conclusion

L'argument selon lequel les concours du FMI créent un aléa moral ne saurait être écarté à la légère. Dans la présente brochure, nous avons reconnu d'emblée que, dans la mesure où les programmes appuyés par le FMI cherchent à limiter le coût économique global des crises financières, il en découle inévitablement un certain aléa moral, c'est-à-dire une certaine tendance, chez les créanciers et les débiteurs, à prendre plus de risques et à accroître ainsi la probabilité d'une crise. La question principale qui se pose en l'occurrence est celle du *degré* d'aléa moral. Les données les plus fondamentales permettent de réfuter l'hypothèse la plus extrême selon laquelle les investisseurs compteraient sur une garantie totale du FMI, en cas de crise financière, même dans le cas de pays jugés trop importants pour qu'on les laisse sombrer.

Nous nous sommes appuyés, dans la présente brochure, sur un certain nombre de cas récents de crises financières dans les marchés émergents pour démontrer que le rôle de l'aléa moral a été gravement exagéré par certains observateurs. Cette constatation n'enlève 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 de nos études 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. Toutefois, ces politiques ne doivent pas être guidées par une conviction infondée 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.

La collection des Dossiers économiques

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zuli Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.

-
17. *La libéralisation des mouvements de capitaux : aspects analytiques.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferreti et Andrew Tweedie. 1999.
 18. *La privatisation dans les pays en transition : leçons de la première décennie.* Oleh Havrylyshyn et Donal McGettigan. 1999.
 19. *Fonds de couverture : que savons-nous vraiment d’eux?* Barry Eichengreen et Donald Mathieson. 1999.
 20. *La création d’emplois : pourquoi certains pays font-ils mieux que d’autres?* Pietro Garibaldi et Paolo Mauro. 2000.
 21. *Gestion des affaires publiques et lutte contre la corruption dans les États baltes et les pays de la CEI : le rôle du FMI.* Thomas Wolf et Emine Gürgen. 2000.
 22. *L’art difficile de prévoir les crises économiques.* Andrew Berg et Catherine Pattillo. 2000.
 23. *Promotion de la croissance en Afrique subsaharienne : les leçons de l’expérience.* Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis et Dhaneshwar Ghura. 2000.
 24. *Dollarisation intégrale : avantages et inconvénients.* Andrew Berg et Eduardo Borensztein. 2000.
 25. *Lutter contre la pollution : écotaxes et permis négociables.* John Norregaard et Valérie Reppelin-Hill. 2000.
 26. *La pauvreté rurale dans les pays en développement : orientation pour l’action publique.* Mahmood Hasan Khan. 2001.
 27. *Une politique fiscale pour les pays en développement.* Vito Tanzi et Howell Zee. 2001.
 28. *Aléa moral : les financements du FMI poussent-ils emprunteurs et prêteurs à l’imprudence?* Timothy Lane et Steven Phillips. 2002.

Timothy Lane est le Chef de la Division de l'examen des politiques du Département de l'élaboration et de l'examen des politiques du FMI. Cette division analyse les résultats des programmes appuyés par le FMI et étudie diverses questions politiques, y compris celles liées à la conception et à la conditionnalité des programmes. M. Lane a également travaillé au Département Europe I et au Département des études du FMI. Avant d'entrer au FMI, il était professeur adjoint d'économie à Michigan State University. M. Lane détient un doctorat de l'université d'Ontario occidental.



Steven Phillips est économiste principal à la Division Pacifique du Département Hémisphère occidental du FMI. Au cours des recherches qui ont conduit à la préparation du présent document, il travaillait avec M. Lane au Département de l'élaboration et de l'examen des politiques. Il détient un doctorat de l'université de Californie, à Berkeley.

