



Independent Evaluation Office
of the International Monetary Fund

Bureau indépendant d'évaluation
du Fonds monétaire international

Évaluation de l'action du FMI au cours de la période qui a précédé la crise financière et économique mondiale La surveillance du FMI en 2004–07

10 janvier 2011

Ce rapport a été réalisé par une équipe du BIE dirigée par Ruben Lamdany et Nancy Wagner. L'équipe était composée d'Angana Banerji, Sanjay Dhar, Alisa Abrams, Andrew Martinez, Chris Monasterski et Roxana Pedraglio, avec des apports de Biagio Bossone et de David Peretz. L'évaluation a tiré parti des travaux des ateliers tenus en juillet 2009, novembre 2009 et avril 2010, ainsi que des observations de Jack Boorman, John Hicklin, Joanne Salop, Marcelo Selowsky et Shinji Takagi. Toutefois, les points de vue formulés dans ce document sont de la seule et entière responsabilité de l'équipe d'évaluation, qui a bénéficié de l'appui administratif de Sarah Balbin, Arun Bhatnagar et Annette Canizares. Rachel Weaving a réalisé le travail d'édition du document. Le rapport d'évaluation a été approuvé par Moises Schwartz.

Le travail de l'équipe d'évaluation a aussi été appuyé par les observations reçues de la part d'un Groupe consultatif (GC) composé de Hamad Al-Sayari, Otmar Issing, Jin Liqun, Tito Mboweni, Rachel Lomax, Guillermo Ortiz, Yaga Venugopal Reddy, Eisuke Sakakibara, Edwin Truman et William White. Le GC s'est réuni le 5 octobre 2010 pour examiner la version préliminaire du rapport et a rédigé une synthèse de ses travaux publiée à titre de document de référence avec le présent rapport (*Synthèse des travaux du Groupe consultatif, BP/10/01*).

Table des matières

Page

| | |
|--|-----|
| Sigles et abréviations | iii |
| Résumé analytique | v |
| I. Introduction | 7 |
| A. Évolution de la crise..... | 7 |
| B. Objectifs de la mission de surveillance du FMI..... | 8 |
| C. Composantes du rapport..... | 9 |
| II. Cadre d'évaluation | 10 |
| A. Champ de l'évaluation | 10 |
| B. Questions liées à l'évaluation..... | 10 |
| C. Méthodes et sources d'évaluation | 11 |
| III. Messages émanant du FMI dans la période précédant la crise | 12 |
| A. Aperçu général des principales conclusions | 12 |
| B. Surveillance multilatérale..... | 14 |
| C. Surveillance bilatérale des places financières d'importance systémique..... | 18 |
| D. La surveillance bilatérale des autres pays membres du FMI | 23 |
| IV. Comment expliquer l'absence d'un avertissement clair du FMI? | 28 |
| A. Faiblesses analytiques..... | 29 |
| B. Les entraves de nature administrative | 31 |
| C. Les problèmes de gouvernance interne | 33 |
| D. Les contraintes à caractère politique..... | 34 |
| V. Pour le renforcement de l'efficacité de la surveillance du FMI..... | 36 |
| Annexe 1. Historique des événements importants..... | 41 |
| Annexe 2. Facteurs ayant contribué à la crise, selon les services du FMI..... | 44 |
| Annexe 3. Pays pris en compte dans l'évaluation..... | 47 |
| Annexe 4. Analyse et diagnostic avancés des facteurs qui ont mené à la crise..... | 48 |
| Annexe 5. Lacunes dans les PESF des pays avancés..... | 52 |
| Annexe 6. Conclusions/recommandations de rapports et évaluations antérieurs | 54 |
| Annexe 7. Quel jugement portent les autorités nationales sur l'action du FMI?..... | 58 |
| Annexe 8. Enquête auprès du personnel d'un département géographique | 62 |
| Encadrés | |
| Encadré 1. Surveillance multilatérale — une image édulcorée de l'économie mondiale | 15 |
| Encadré 2. La surveillance bilatérale des États-Unis — Euphorique sur l'innovation financière et décalée par rapport à la courbe des risques..... | 21 |
| Encadré 3. Quelle était la référence du FMI en matière de surveillance du secteur financier?..... | 23 |
| Encadré 4. À propos de l'Islande : que disait le FMI en 2007–08?..... | 25 |
| Graphiques | |
| Graphique 1. Chronologie de la crise dans les pays avancés et émergents | 8 |

| | |
|--|----|
| Graphique 2. Évolution du crédit hypothécaire aux États-Unis | 16 |
| Graphique 3. Principales vulnérabilités et préoccupations signalées au cours des séances du Conseil consacrées à l'évolution de l'économie et du marché mondial (2004–08) ¹ | 18 |
| Graphique 4. Évolution tendancielle du solde extérieur courant, du solde épargne/investissement des ménages et du solde budgétaire, 1990–2009 | 19 |
| Graphique 5. Exercice d'évaluation de la vulnérabilité | 26 |
| | |
| Bibliographie..... | 64 |

SIGLES ET ABRÉVIATIONS

| | |
|-------------|--|
| BCE | Banque centrale européenne |
| BNS | Banque nationale suisse |
| <i>CFTC</i> | <i>Commodity Futures Trading Commission</i> |
| CMFI | Comité monétaire et financier international |
| DGA | Directeur général adjoint du FMI |
| EGSD | Équilibre général stochastique et dynamique |
| <i>EIU</i> | <i>Economist Intelligence Unit</i> (Cellule du renseignement économique) |
| ESSF | Évaluation de la stabilité du secteur financier |
| FAD | Département des finances publiques |
| <i>FOMC</i> | <i>Federal Open Market Committee</i> |
| <i>FSB</i> | <i>Financial Stability Board</i> |
| G-20 | Groupe des grands pays industrialisés et des pays en développement et émergents ayant une importance systémique |
| G-7 | Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni |
| <i>GFSR</i> | <i>Global Financial Stability Report</i> (Rapport sur la stabilité financière dans le monde) |
| ICM | Département des marchés internationaux de capitaux |
| MCM | Département des marchés monétaires et de capitaux (fusion des départements ICM et MFD) |
| DG | Directeur général du FMI |
| MFD | Département des systèmes monétaires et financiers |
| <i>OTC</i> | <i>Over-the-counter</i> (de gré à gré) |
| PDR | Département de l'élaboration et de la revue des politiques (ancien intitulé du Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation) |
| PESF | Programme d'évaluation du secteur financier |
| RES | Département des études |
| <i>SEC</i> | <i>Securities and Exchange Commission</i> (Autorité des marchés financiers des États-Unis) |
| SPR | Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation (nouvel intitulé du Département PDR) |
| VEA | Exercice d'évaluation de la vulnérabilité des économies des pays avancés |
| WEMD | Examen de l'évolution de l'économie et des marchés mondiaux |
| <i>WEO</i> | <i>World Economic Outlook</i> (<i>Perspectives de l'économie mondiale</i>) |

RÉSUMÉ ANALYTIQUE

La présente évaluation porte sur la surveillance du FMI durant la période qui a mené à la crise financière et économique mondiale; elle comporte des recommandations sur les moyens de renforcer la capacité du FMI à déceler les risques et facteurs de vulnérabilité, et à mettre les pays membres en alerte à l'avenir. Il ressort de l'évaluation que le FMI a donné peu d'avertissements précis concernant les signes avant-coureurs des risques et des facteurs de vulnérabilité de la crise qui allait éclater. Le message constamment répété fut celui d'un optimisme permanent après plus de dix ans de conditions économiques favorables et de faible volatilité macroéconomique. Dans la surveillance bilatérale des États-Unis et du Royaume-Uni, le FMI a largement entériné des politiques et des pratiques financières considérées comme propices à l'accélération de l'innovation financière et à la croissance économique. Le postulat selon lequel les marchés financiers étaient foncièrement sains et les grandes institutions financières aptes à surmonter tout problème, quel qu'il soit, a masqué l'urgence qu'il y avait à traiter ces risques ou à prendre garde à la gravité des conséquences. La surveillance a aussi négligé les risques de contagion ou de propagation d'une crise naissant dans les pays avancés. Ces pays n'ont pas été inclus dans l'exercice d'évaluation de la vulnérabilité lancé après la crise asiatique, en dépit de discussions internes et des appels de membres du Conseil d'administration et d'autres observateurs à cet effet.

Certains des risques qui se sont concrétisés avaient été signalés à différentes reprises dans le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, mais présentés en des termes très généraux et sans évaluation de l'ampleur des problèmes, ils ont été sous estimés dans les perspectives générales optimistes qui ont suivi. Ces risques n'ont pas été répercutés dans les *Perspectives de l'économie mondiale* ni dans les prises de position publiques du FMI. Celui-ci a bien souligné qu'il était impératif de corriger les profonds déséquilibres des soldes des transactions courantes dans le monde qui risquaient, de son point de vue, de provoquer une baisse rapide et forte du dollar, prémices d'une récession mondiale. Mais le FMI n'a pas relié ces déséquilibres aux risques systémiques qui s'accumulaient dans les systèmes financiers.

L'aptitude du FMI à détecter les facteurs de vulnérabilité et les risques majeurs, puis à en alerter les pays membres a été amoindrie par la combinaison de multiples facteurs complexes, dont plusieurs avaient été signalés auparavant, mais n'avaient pas été traités en profondeur. La capacité du FMI à cerner avec précision les risques émergents a été entravée par l'idée répandue, captive d'un même postulat intellectuel et d'un certain état d'esprit, qu'une crise majeure dans les grands pays industriels était peu probable, et par l'inadéquation des méthodes d'analyse. Les insuffisances de la gouvernance interne, l'absence d'incitations à un travail collectif et à émettre des points de vue contraires, ainsi qu'une procédure de revue qui ne permettait pas de faire le lien entre des éléments apparemment disparates ou de veiller à un suivi adéquat, ont aussi joué un rôle non négligeable, sans oublier les contraintes politiques qui ont pu aussi avoir un certain impact.

Le FMI a d'ores et déjà pris des mesures pour remédier à certains de ces facteurs, mais pour rendre la surveillance plus efficace, il est indispensable de préciser les rôles et les compétences du Conseil d'administration, de la direction et des services du FMI, et d'établir un cadre précis de responsabilisation. Il appartient dorénavant au FMI de : i) créer un environnement qui encourage la franchise et l'expression d'avis contradictoires; ii) revoir les incitations à «faire usage de franc-parler vis-à-vis de l'autorité»; iii) mieux intégrer l'analyse des enjeux macroéconomiques et des questions afférentes au secteur financier; iv) dépasser l'esprit et la culture du cloisonnement; v) diffuser un message clair et cohérent sur les perspectives économiques mondiales et les risques qui les accompagnent.

I. INTRODUCTION

1. **Ce rapport d'évaluation porte sur les résultats de la mission de surveillance du FMI durant la période qui a précédé la crise financière et économique mondiale.** Il vise à déterminer la mesure dans laquelle le FMI a détecté la montée des risques et des facteurs de vulnérabilité qui ont conduit à la crise, et s'il a effectivement alerté les pays directement concernés, et ses pays membres en général, de possibles effets de propagation et de contagion. L'évaluation analyse les facteurs qui pourraient avoir freiné l'efficacité du FMI et formule des recommandations sur les moyens de renforcer sa capacité à détecter les risques et les facteurs de vulnérabilité, et son aptitude à en aviser les pays membres à l'avenir.

A. Évolution de la crise¹

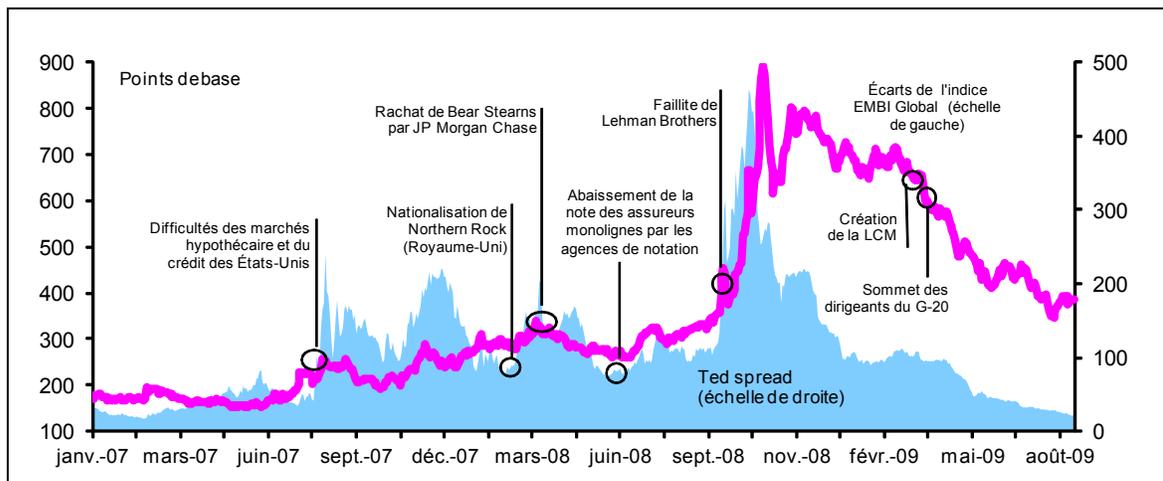
2. **À la mi-2007, les marchés financiers mondiaux étaient en émoi** et à partir de 2008, le monde a été en proie à la crise financière et économique la plus grave qu'il ait connu depuis les années 30, menant le système financier mondial au bord de l'effondrement et provoquant une chute brutale de l'activité dans les principales économies. Le récit de la crise dépeint un phénomène complexe. Les analystes conviennent, pour la plupart, que la crise a été provoquée par la combinaison de l'innovation financière débridée, de la surliquidité des marchés mondiaux et d'une longue accumulation de déséquilibres macroéconomiques et financiers qui ont suscité une expansion non viable des effets de levier et des risques financiers. La crise s'est d'abord manifestée aux États-Unis et sur certains secteurs financiers européens, les institutions financières se trouvant exposées à des pertes importantes, mais incertaines après l'effondrement accéléré des prix de l'immobilier et des marchés obligataires adossés à des hypothèques. Nombre d'observateurs affirment que le recours généralisé à d'importants effets de levier par les institutions financières pour souscrire et investir dans des instruments financiers structurés difficiles à évaluer a été rendu possible par le laxisme de la réglementation et de la supervision aux États-Unis et sur les principales places financières. D'autres soutiennent que la politique de l'argent facile et les effets pervers induits par «l'effet Greenspan²» ont créé un environnement propice à l'apparition de bulles immobilières et financières et que les afflux massifs de capitaux dans les pays déficitaires ont favorisé le gonflement de ces bulles. La présente évaluation étudie l'efficacité de la surveillance du FMI à déceler — et à signaler aux pays membres — les vulnérabilités de fond qui ont contribué à susciter et à exacerber la crise financière; mais l'évaluation n'approfondit pas les rôles respectifs de ces facteurs dans l'éclatement de la crise.

¹ L'annexe 1 présente un chronogramme des événements de 2004 à 2008. L'annexe 2 fait la synthèse de l'analyse, selon le FMI, des facteurs qui ont contribué à l'éclatement de la crise.

² «L'effet Greenspan» désigne la conviction des marchés que la Réserve fédérale abaisserait les taux d'intérêt et fournirait de la liquidité en réaction aux fortes perturbations du marché.

3. **La crise s'est déroulée en plusieurs phases** (graphique 1). Les prix de l'immobilier aux États-Unis ont atteint leur point culminant en 2006. À la mi-2007, l'augmentation des défaillances sur le marché des obligations à risque (subprime) et les marchés hypothécaires a entraîné la débâcle de certains fonds spéculatifs et de certaines sociétés de crédit hypothécaire aux États-Unis et en Europe, provoquant d'importants écarts de taux et des problèmes de liquidité sur les marchés interbancaires. Au début de 2008, plusieurs pays avancés étaient en phase de ralentissement de l'activité économique. Entre mars et septembre 2008 le gouvernement fédéral américain venait à la rescousse de Bear Stearns, Fannie Mae et Freddie Mac. Au mois de septembre de cette même année, l'effondrement de Lehman Brothers entraînait une réévaluation du risque déclenchant une crise de liquidité et l'arrêt brutal des flux de capitaux dans le monde. Ajouté à la forte contraction de l'activité économique mondiale, ceci a eu pour effet de propager la crise aux marchés émergents. Les vulnérabilités intérieures ont aussi joué un rôle majeur dans cette propagation. Certains des pays émergents et avancés les plus durement touchés avaient mené des politiques qui accentuaient leur vulnérabilité puisqu'ils avaient connu de fortes poussées de l'endettement des consommateurs, des ratios d'engagement élevés des institutions financières et des flambées des marchés hypothécaires et boursiers.

Graphique 1. Chronologie de la crise dans les pays avancés et émergents



Source : reproduit de FMI (2009d).

B. Objectifs de la mission de surveillance du FMI

4. **L'évaluation apprécie le degré de réalisation par le FMI de ses objectifs de surveillance dans la période qui a précédé la crise.** La surveillance est au cœur des activités du FMI. Elle consiste à : suivre l'évolution de l'économie mondiale et des pays membres pour déceler les risques qui peuvent se poser à la stabilité monétaire et financière internationale; alerter les pays membres quant aux risques et facteurs de vulnérabilité potentiels; et les conseiller sur les mesures d'ajustement qui s'imposent. La surveillance est

menée selon deux modalités, multilatérale et bilatérale. La surveillance multilatérale vise à garantir la stabilité du système monétaire et financier international; elle se matérialise par deux publications semestrielles «phares», les *Perspectives de l'économie mondiale (WEO)* et le Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*GFSR*), et prend aussi la forme d'entretiens confidentiels sur l'évolution de l'économie et des marchés mondiaux (WEMD)³. La surveillance bilatérale est centrée sur les consultations au titre de l'article IV qui consiste en l'examen, par le Conseil d'administration du FMI (le Conseil), d'un rapport établi par les services du FMI à l'issue de séjours dans le pays concerné et d'entretiens avec les autorités nationales, destinés à faire le point sur les politiques menées et à en mesurer le degré de conformité aux Statuts du FMI⁴.

5. **L'exécution de la mission de surveillance et les attentes quant au rôle du FMI ont évolué pour répondre à l'évolution de l'environnement économique mondial.** Les séries de crises des années 90 ont favorisé une prise de conscience générale de l'importance que revêt la santé du secteur financier pour la stabilité macroéconomique et, partant, de la nécessité d'opérer quelques changements en profondeur dans la mise en œuvre de la surveillance. En 1999, le FMI et la Banque mondiale ont mis en place le Programme d'évaluation des secteurs financiers (PESF) pour aider à promouvoir la robustesse des systèmes financiers des pays membres. Les départements géographiques du FMI ont été chargés d'analyser les liens macrofinanciers dans le cadre des consultations au titre de l'article IV. En 2001, le FMI a créé un Département des marchés internationaux de capitaux (ICM) pour suivre l'évolution des marchés de capitaux et risques systémiques. En 2006, le Département des marchés monétaires et de capitaux (MCM) a été mis en place (par la fusion du Département ICM et du Département des systèmes monétaires et financiers), afin de mieux intégrer les travaux du FMI sur les institutions financières et les marchés de capitaux. En juin 2007, le Conseil a pris une décision sur la surveillance bilatérale pour préciser la finalité de la surveillance bilatérale, en faisant de la notion de stabilité économique extérieure des pays, le principe d'organisation de ce travail.

C. Composantes du rapport

6. **Le rapport s'articule comme suit :** la section II porte sur le cadre d'évaluation, à savoir son champ, les questions soulevées et les méthodes. La section III traite des messages adressés par le FMI aux pays membres en préalable à la crise. La section IV examine les raisons qui peuvent expliquer les résultats de l'action du FMI et la section V présente, en

³ Les travaux du WEMD renvoient aux discussions périodiques et strictement confidentielles du Conseil d'administration du FMI sur les risques clés qui entourent les perspectives économiques et financières mondiales.

⁴ Voir en particulier <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/aa04.htm> au sujet des obligations des pays membres du FMI visées à l'article IV des Statuts du Fonds monétaire international.

conclusion, des recommandations visant à renforcer la surveillance du FMI pour les années à venir.

II. CADRE D'ÉVALUATION

A. Champ de l'évaluation

7. **Le présent rapport évalue l'action du FMI durant la période qui a précédé la crise et principalement les années 2004 à 2007⁵.** Il repose sur trois pôles, chacun portant sur un aspect distinct de la mission de surveillance du FMI : la surveillance multilatérale, la surveillance bilatérale des places financières d'importance systémique considérées comme les foyers de la crise (États-Unis et Royaume-Uni) et la surveillance bilatérale d'un échantillon d'autres pays avancés et émergents qui ont été frappés par la crise (l'Annexe 3 présente la liste des pays en question). Le rapport synthétise les conclusions, les leçons et les recommandations d'études de cas et de documents de référence préparés sur ces trois pôles⁶.

8. **L'évaluation englobe les analyses, diagnostics et recommandations formulés par le FMI sur les enjeux financiers, monétaires, budgétaires et structurels spécifiques de la période qui a précédé la crise.** Elle est centrée sur les questions financières et monétaires considérées comme les causes profondes de la crise. Elle passe en revue les messages des services, de la direction et du Conseil du FMI aux pays membres et aux différentes parties prenantes. D'un point de vue technique, les vues exprimées par le FMI comprennent celles qui ont été entérinées par le Conseil. Aux fins du rapport, nous avons également tenu compte des déclarations faites par les membres de la direction du FMI et ses cadres dirigeants dans l'exercice de leurs fonctions, des documents phares et des notes préparées pour le G-7 et le G-20 considérées comme présentant le point de vue du FMI et perçues comme tels par l'opinion publique et par les décideurs politiques, bien qu'au sens strict, elles fassent état de l'opinion des services du FMI. L'évaluation privilégie la collecte d'informations plutôt que la responsabilisation, ce qui a des incidences sur les questions soulevées et les méthodes utilisées, notamment avec l'avantage du recul par rapport aux événements, ce qui est propice à l'établissement des conclusions et des recommandations.

B. Questions liées à l'évaluation

9. Pris de court par la crise, son évolution dans le temps et son ampleur, le FMI n'était pas en mesure d'en alerter les pays membres. Mais ceci n'a pas été le critère fondamental d'évaluation de l'action du FMI. Au contraire, **l'évaluation cherche à savoir si le FMI a**

⁵ Les autres périodes, jusqu'à 2008 inclus plus particulièrement, font l'objet d'une revue lorsqu'elles sont nécessaires à la compréhension de l'évolution vers la crise, à l'échelle mondiale ou dans un pays donné. La présente évaluation ne porte pas sur les divers programmes et autres initiatives lancées par le FMI pour traiter la crise. Ceux-ci pourraient faire l'objet d'un rapport ultérieur du BIE.

⁶ Banerji (2010), Bossone (2010), Dhar (2010), Peretz (2010) et Wagner (2010).

décelé les risques et les facteurs de vulnérabilité changeants qui ont fragilisé le système financier et quels ont été les messages du FMI sur ces risques et facteurs de vulnérabilité. Il s'agissait plus particulièrement de savoir :

- si et à quel point le FMI a cherché à comprendre les risques et facteurs de vulnérabilité émergents, en particulier sur les places financières d'importance systémique dans la période qui a précédé la crise;
- dans quelle mesure le FMI s'est penché sur les éventuelles interactions entre l'économie réelle et le secteur financier (liens macrofinanciers par exemple);
- quels types d'analyses et d'avertissements le FMI a fourni aux pays dans lesquels la crise a débuté et, de manière plus générale, à l'ensemble des pays membres;
- si le FMI a accordé une attention suffisante aux risques de propagation et de contagion, et donné des conseils adéquats pour atténuer ces risques;
- à quelles contraintes le FMI s'est-il heurté pour transmettre des messages difficiles;
- quels sont les facteurs qui ont pesé sur l'action du FMI.

C. Méthodes et sources d'évaluation

10. Pour répondre à ces questions, l'équipe d'évaluation a rassemblé des informations provenant : d'une revue des documents (à usage interne et externe) du FMI; des évaluations antérieures et en cours du BIE; et de documents des pays membres, d'autres organisations internationales, d'instituts de recherche privés et des milieux universitaires. Des données ont aussi été recueillies dans le cadre d'entretiens semi-structurés, de groupes de réflexion et d'atelier réunissant les principales parties prenantes au sein et en dehors du FMI, y compris les autorités nationales, les membres du Conseil d'administration du FMI, les membres — actuels ou anciens — de la direction et du personnel du FMI, des organismes financiers privés et des homologues appartenant à d'autres institutions multilatérales telles que la Banque des règlements internationaux (BRI), l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) et la Banque centrale européenne (BCE)⁷.

⁷ Cette étude obéit à une démarche triangulaire, une technique d'évaluation répandue, pour l'analyse des informations recueillies de différentes sources ainsi que d'études de cas et de documents de référence. La démarche a consisté à aborder les questions sous des angles divers et indépendants, en validant les données par recoupement. Les points de vue et les réponses extrêmes ont été réexaminés et éliminés à moins d'être corroborés par des preuves complémentaires. En termes de présentation, le rapport reprend des citations de membres de la direction et des services du FMI, ainsi que de représentants gouvernementaux. En fait, ces citations font état de vues largement partagées, sur le fond sinon sur la manière dont elles ont été exprimées.

III. MESSAGES ÉMANANT DU FMI DANS LA PÉRIODE PRÉCÉDANT LA CRISE

A. Aperçu général des principales conclusions

11. **De 2004 aux premières heures de la crise à la mi-2007, le FMI n'a pas averti les pays membres au cœur de la tourmente ni les pays membres en général, des facteurs de vulnérabilité et des risques qui allaient déboucher finalement sur la crise.** Durant la majeure partie de cette période, le FMI a attiré l'attention des pays membres sur le risque que la correction désordonnée des déséquilibres mondiaux puisse provoquer un décrochage brutal et prononcé de la valeur du dollar puis sur les risques inflationnistes découlant des prix des produits de base. Le FMI n'a accordé que peu d'attention à la dégradation des bilans du secteur financier, aux questions de réglementation financière, aux liens éventuels entre la politique monétaire et les déséquilibres mondiaux, ainsi qu'à l'expansion du crédit et aux bulles des actifs. Le FMI a négligé l'examen des approches macroprudentielles qui auraient pu contribuer à la maîtrise des risques en gestation. Même en avril 2007, le message récurrent du FMI restait optimiste et présentait un contexte économique international favorable. Les rapports des services et d'autres documents du FMI signalaient des perspectives positives à court terme et des conditions du marché financier foncièrement saines. Ce n'est qu'une fois les turbulences du marché financier apparues que le FMI a adopté un ton plus prudent dans l'édition d'octobre 2007 du *WEO* et du *GFSR*.

12. À divers moments de la période d'évaluation, **le *GFSR* a relevé plusieurs des risques qui se sont matérialisés par la suite, mais de façon peu efficace.** Les messages récurrents du FMI ont rarement comporté des avertissements explicites contre ces risques. Exprimés en termes généraux, sans une évaluation de l'ampleur des difficultés ni de la gravité de leur impact potentiel, ils ont été supplantés par les perspectives généralement optimistes qui les accompagnaient. Ceci découlait, dans une grande mesure, du postulat selon lequel l'aptitude présumée de l'innovation financière à extraire les risques des bilans des banques mettait les grandes institutions financières en position de force et que de ce fait, les marchés financiers des pays avancés étaient fondamentalement sains. Ce postulat a été renforcé par la longue période de forte croissance mondiale et de faible volatilité financière, confortant les tenants de l'idée suivant laquelle les récessions graves pouvaient être évitées et que l'économie mondiale était entrée dans une ère de «Grande modération». La tendance à la complaisance a aussi résulté des tests de résistance et autres techniques d'analyse utilisés, auxquels échappaient les facteurs de vulnérabilité inhérents à des instruments financiers nouveaux et complexes.

13. **Le FMI n'a pas perçu les principales composantes sous-jacentes de la crise en gestation.** Aux États-Unis par exemple, le FMI n'a pas analysé, jusqu'à ce que la crise ait éclaté, la dégradation des normes d'octroi des financements hypothécaires, ni convenablement évalué les risques et l'impact de la profonde correction des prix de l'immobilier sur les institutions financières. Il est resté optimiste quant à la propension de la titrisation à diluer les risques et aux risques que faisaient peser l'augmentation des effets de

levier et l'expansion accélérée du système bancaire parallèle sur le système financier. En fait, le FMI a salué la réglementation et la supervision «en douceur» des États-Unis, favorisant une innovation financière rapide qui a finalement mené à l'émergence des problèmes du système financier. Le FMI a par ailleurs recommandé à d'autres pays avancés d'appliquer les mêmes méthodes que les États-Unis/Royaume-Uni dans le secteur financier, pour permettre de promouvoir l'innovation financière. Le FMI n'a pas suffisamment analysé les éléments moteurs de la bulle immobilière ni les rôles que pourraient avoir joué les politiques monétaires et financières dans ce processus⁸. De même, le FMI n'a ni perçu les similitudes entre l'évolution de la situation aux États-Unis et au Royaume-Uni, ni tenu compte d'autres pays avancés et émergents qui avaient l'expérience d'une crise financière.

14. Le FMI a convenablement insisté sur le fait qu'il était urgent de corriger les déséquilibres persistants et croissants des soldes extérieurs courants dans le monde, mais sans s'appesantir sur le lien entre ces déséquilibres et les risques systémiques grandissant dans les systèmes financiers. Le FMI s'est concentré sur les risques d'une crise de change qui se caractériserait par un désengagement accéléré des actifs libellés en dollars et entraînerait une baisse désordonnée de sa valeur et ferait grimper les taux d'intérêt⁹. Le FMI a tenté de remédier à cette éventualité en appliquant une stratégie à facettes multiples, au moyen de ses outils de surveillance bilatérale et multilatérale, et dans le cadre de sa procédure de surveillance multilatérale nouvellement créée¹⁰. Il a notamment recommandé le rééquilibrage budgétaire aux États-Unis, l'assouplissement du taux de change en Chine, les réformes structurelles dans la zone euro, la réforme du secteur financier au Japon et l'augmentation des dépenses intérieures dans les pays producteurs de pétrole¹¹. N'ayant pas pu susciter l'engouement des pays membres concernés, la deuxième consultation sur les questions liées au secteur financier n'a pas eu lieu.

⁸ À la mi-2006, la crainte de l'éclatement de la bulle immobilière était généralisée. *The Wall Street Journal* et d'autres journaux, tout comme *The New Yorker*, *The Economist* et presque tous les magazines d'information des États-Unis faisaient leurs grands titres sur la «bulle immobilière» (Case et Shiller, 2006). Dès 2004, le FBI mettait en garde contre une «épidémie» d'hypothèques frauduleuses.

⁹ Ce faisant, les déséquilibres mondiaux se sont réduits au cours de la crise financière, avec l'effondrement de l'absorption privée aux États-Unis. Entre temps, le dollar est devenu la monnaie refuge et les taux d'intérêt ont atteint un nouveau plancher historique à l'échelle mondiale.

¹⁰ La consultation multilatérale a été conçue pour susciter le débat et des mesures politiques sur les questions d'importance systémique chez les principaux acteurs. L'Arabie saoudite, la Chine, les États-Unis, le Japon et les pays de la zone Euro ont participé à la première (et seule en date) consultation multilatérale en 2006–07, centrée sur la réduction des déséquilibres mondiaux.

¹¹ Une équipe d'experts financiers du FMI a préparé un document de référence pour la consultation multilatérale de 2006–07 sur l'impact d'une correction en ordre dispersé des secteurs financiers aux États-Unis et dans la zone euro. L'étude a esquissé les contours d'une crise systémique (l'annexe 4 en présente quelques éléments). Aucune suite n'a toutefois été donnée aux préoccupations exposées dans ce document de référence.

15. **La surveillance de plusieurs pays émergents et avancés a eu des aspects positifs, essentiellement axés sur les risques macroéconomiques classiques et pas nécessairement sur ceux qui se sont matérialisés avec la crise.** Le FMI a engagé ces pays à profiter des conditions favorables pour prendre des mesures de nature à accroître leur résistance en cas de choc. Le FMI a également fourni à ces pays des conseils de politique visant à renforcer la réglementation et la supervision du secteur financier. Dans le même temps, le FMI accordait trop peu d'attention aux effets de débordement ou de contagion de la situation des pays avancés, malgré les préoccupations formulées à cet égard dans le *GFSR* d'avril 2006.

16. **Les principales conclusions qui se dégagent de l'examen des trois piliers de l'évaluation,** exposées ci-après, sont les suivantes : de manière générale, la surveillance multilatérale du FMI n'a pas clairement averti les pays membres qu'il était impératif de maîtriser les risques du secteur financier, bien qu'il ait mis en relief quelques-uns des risques y afférents. La surveillance bilatérale des États-Unis et du Royaume-Uni — les places financières d'importance systémique les plus directement à l'origine de la crise — n'a pas mis en évidence leurs vulnérabilités intrinsèques. Par ailleurs, les résultats de la surveillance bilatérale d'autres pays ont été plus contrastés, signalant davantage de cas de pays émergents qui présentaient des vulnérabilités macroéconomiques classiques et avec des conclusions moins dithyrambiques pour plusieurs autres pays.

B. Surveillance multilatérale¹²

17. **La surveillance multilatérale n'a pas relevé de signes avant-coureurs de la crise, bien que le FMI ait décelé certains des risques y afférents.** Jusqu'au mois d'octobre 2007, les principaux messages récurrents du FMI, s'agissant en particulier des perspectives de l'économie mondiale, restaient des messages d'optimisme comme le montrent les citations reprises dans l'encadré 1. Ce n'est qu'après les premiers signes patents de la crise que, dans leur édition d'octobre 2007, le *WEO* et le *GFSR* ont mis en garde contre les risques de «déraillement» liés aux turbulences financières, que les marchés financiers sont devenus plus volatils et qu'une inversion rapide des effets de levier et le désengagement accéléré des investisseurs vis-à-vis des actifs à risque ont eu lieu. Néanmoins le FMI partageait l'avis selon lequel la crise financière serait contenue, persuadé que les grandes institutions financières pouvaient résister aux tensions les plus fortes. Mais le FMI devenait de plus en plus inquiet à mesure que la crise prenait de l'ampleur. L'édition du printemps 2008 du *GFSR* a signalé que certaines grandes institutions financières pourraient avoir des problèmes de solvabilité, estimant que leurs pertes dans le secteur financier pourraient atteindre 1.000 milliards de dollars — chiffres que les hauts dirigeants de certains pays avancés avaient jugé alarmistes. Cependant, durant l'été 2008, le FMI affirmait avec plus d'assurance que la crise avait été maîtrisée (plusieurs membres de ses services restaient préoccupés par les facteurs de vulnérabilité qui se faisaient jour).

¹² Cette section s'inspire des travaux de Banerji (2010).

18. **Le *GFSR*, comme d'autres documents, a analysé plusieurs risques pertinents, mais les inquiétudes ont été reléguées au second plan par des messages principaux optimistes** affirmant la robustesse intrinsèque des marchés financiers et des grandes institutions financières. Au cours de la période d'évaluation, plusieurs éditions du *GFSR* signalaient que : l'abondance de la liquidité gonflait la valeur des actifs et les portait au-delà des niveaux que justifiaient les fondamentaux, ce qui rendait les investisseurs peu regardants; qu'un changement structurel des marchés financiers internationaux — via l'innovation financière — entraînait le transfert du risque de crédit des établissements bancaires vers le secteur non bancaire, avec des conséquences potentielles sur la stabilité financière; et que la prolifération d'instruments financiers complexes et à fort effet de levier rendait le risque de liquidité de plus en plus réel. Mais les risques signalés dans le *GFSR* ne figuraient pas au premier plan des principaux messages du FMI. L'absence d'une thématique macrofinancière cohérente pour étayer la liste des risques, de même que la prédominance des messages du *WEO* — qui dépeignaient une image plus rose que le *GFSR* — dans les prises de position officielles du FMI, ont donné l'impression que les mises en garde du FMI ne concernaient que les déséquilibres mondiaux et l'inflation. Tel a été le message qu'ont reçu les autorités, les parties prenantes et la plupart des membres des services du FMI interrogés dans le cadre de l'évaluation.

Encadré 1. Surveillance multilatérale — une image édulcorée de l'économie mondiale

Le WEO et le GFSR ont relevé quelques facteurs de vulnérabilité pertinents, durant la période couverte par l'évaluation, mais sans la fermeté nécessaire. En revanche, les messages clés transmis par les documents clés adoptaient un ton optimiste, étayant l'opinion largement répandue de la «Grande modération» et poussant à négliger les risques et les facteurs de vulnérabilité en gestation.

Selon le *WEO*, les perspectives économiques mondiales étaient «parmi les plus favorables» depuis une décennie (Printemps 2004), qui devait être «l'une des plus fortes années de croissance», à moins que les événements ne prennent une tournure «catastrophique» (Automne 2004); «au cœur d'une trajectoire extraordinairement porteuse» (Printemps 2006); et «forte» (Automne 2006); jusqu'au printemps 2007, lorsque le rapport prévoyait que «la croissance mondiale restera forte» et affirmait que les risques pour l'économie mondiale avaient fléchi depuis septembre 2006.

Les **déclarations publiques de hauts responsables du FMI** — largement fondées sur le *WEO* — réitéraient ces messages; jusqu'en août 2007, la direction estimait que les perspectives économiques mondiales étaient «très bien orientées». Même à l'été 2008, la direction du FMI se montrait prématurément rassurante en estimant que «...les États-Unis avaient évité un atterrissage brutal» et que «le plus dur était passé». Entre temps, lors de la séance WEMD de juillet 2008, le message était que «les risques de débâcle financière s'étaient estompés».

Le *GFSR* faisait écho à ces prises de position, déclarant que les perspectives financières mondiales étaient «dans une phase «euphorique» (Printemps 2004); qu'il était «difficile de voir d'où [les risques systémiques] pourraient provenir à court terme» (Automne 2004); le système financier mondial s'étant «amélioré», étant «robuste et résistant» (plusieurs années); et «bien orienté» (Printemps 2006).

La tonalité générale du *GFSR* est devenue plus prudente par la suite, mais cela ne s'est pas répercuté sur les autres messages publics du FMI. Le *GFSR* du printemps 2007 a pris une note plus sombre en forme d'avertissement, en signalant que «les risques financiers sous-jacents s'inversaient» et que «l'accumulation collective de positions d'investissement sur certains marchés pourrait entraîner une correction brutale en cas de variation des conditions». Mais cette note de prudence a été accompagnée d'une évaluation selon laquelle les fondements de la stabilité financière mondiale étaient «robustes».

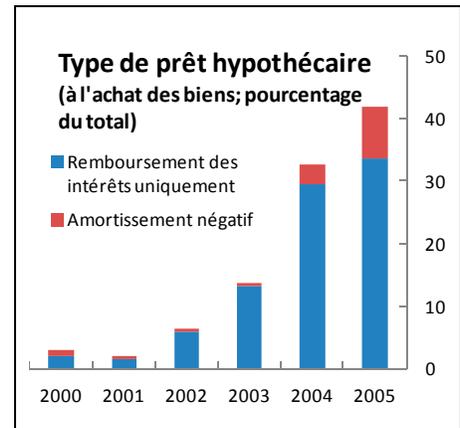
19. Certains des membres du Conseil d'administration n'ont pas souscrit à l'optimisme des messages contenus dans les documents phares du FMI avant la crise, de même que plusieurs membres des services du FMI qui ont pris part à la revue interne.

«Les bulles financières véritablement dévastatrices sont celles qui durent assez longtemps pour amener la quasi-totalité des institutions à commencer à croire à un «nouveau paradigme», signalait un document du FMI (Automne 2005). Pour leur part, plusieurs administrateurs ne partageaient pas l'optimisme des messages du FMI; pour reprendre les propos de l'un d'eux, «...l'évaluation positive des services du FMI se borne à décrire le calme avant la tempête et des mesures doivent être prises urgemment pour éviter la catastrophe» (Printemps 2005). La majorité des membres des services, de la direction et plusieurs administrateurs du FMI n'étaient pas convaincus par les conclusions du *GFSR* de 2006 qui affirmaient que l'innovation financière rendait les banques et le système financier en général, «plus résistant». De même, le *WEO* était critiqué par le Conseil d'administration pour son excès d'optimisme et plusieurs réviseurs ont remis en cause son positionnement sur les politiques nécessaires pour dégonfler les bulles immobilières, notamment la politique monétaire.

20. Le FMI et plus particulièrement le *GFSR* n'ont pas signalé les facteurs de vulnérabilité qui sont apparus dans les grandes institutions financières jusqu'au printemps 2008, alors que la crise avait déjà éclaté.

Le *WEO* s'est inquiété à diverses reprises que la «valorisation surabondante» des marchés immobiliers des pays avancés était de moins en moins justifiée par les fondamentaux, mais en se concentrant presque totalement sur l'impact potentiel d'une correction sur l'économie réelle. Même en avril 2006, soit peu de temps avant la flambée des prix de l'immobilier aux États-Unis, le *WEO* et le *GFSR* expliquaient avec aplomb la hausse de la part des crédits hypothécaires non conventionnels aux États-Unis (graphique 2) en affirmant que : «Les taux de défaillance sur crédits hypothécaires résidentiels ont, de tout temps, été bas. Ajouté à la titrisation du marché hypothécaire, ceci permet de penser que l'impact d'un ralentissement du marché immobilier sur le secteur financier serait limité.»

Graphique 2. Évolution du crédit hypothécaire aux États-Unis



Source : *WEO* avril 2006, page 18.

21. Le conseiller économique du FMI a mis en garde contre les risques croissants du secteur financier lors d'une conférence de la Réserve fédérale à Jackson Hole en août 2005. À l'opposé de l'idée dominante, Raghuram Rajan (2005a) signalait que sous certaines conditions, l'innovation financière pouvait plus exposer les pays que par le passé aux turbulences liées au secteur financier, malgré son potentiel d'expansion de la faculté de ce secteur à répartir les risques. Il avait signalé qu'une perte de confiance, dans un environnement où les couvertures de défaillance s'échangeaient à une vitesse exponentielle et où l'épargne était de plus en plus gérée par des intermédiaires financiers non bancaires,

pouvait geler le marché interbancaire et précipiter une crise de liquidité de grande ampleur. Il indiquait aussi comment les incitations à la prise de risque s'étaient accrues et comment cela pouvait dissocier les prix des actifs des éléments fondamentaux, tendance qui serait accentuée dans un climat de taux d'intérêt bas. Il ajouta qu'il était donc nécessaire de faire preuve d'une «supervision plus étroite et plus vigilante... pour éviter l'apparition de bulles des prix des actifs», ce qui exigeait des banques centrales «plus de vigilance face à toute éventuelle contraction de la liquidité agrégée». Il avait conclu en soulignant qu'il fallait se préparer à la faible probabilité, mais au demeurant très coûteuse, d'un ralentissement. L'allocation de Mr Rajan a été affichée sur le site Internet du FMI, après quoi il eu la possibilité de faire état de son opinion à d'autres occasions et à travers diverses publications¹³. Malgré l'importance du poste de conseiller économique au FMI, l'analyse et les préoccupations de Mr Rajan n'eurent aucune influence sur le programme de travail du FMI ni même sur les documents phares publiés après son discours de Jackson Hole¹⁴.

22. Les déséquilibres mondiaux insoutenables ont été un thème récurrent, assorti d'avertissements sans équivoque contre l'éventualité d'une chute incontrôlée du dollar, mais de manière générale, la surveillance multilatérale n'a pas fait la liaison avec les risques des marchés financiers et immobiliers signalés par le *GFSR* et le *WEO*. Elle n'a pas mis en relief les problèmes systémiques qui s'intensifiaient dans les grandes institutions financières, et qui étaient dus, en partie, aux entrées massives de capitaux et aux taux d'intérêt bas. Les analystes considèrent que ces facteurs ont contribué à la flambée des prix des actifs, provoquant une quête effrénée du rendement et une sous-estimation des risques qui ont donné lieu à la création d'actifs de plus en plus risqués.

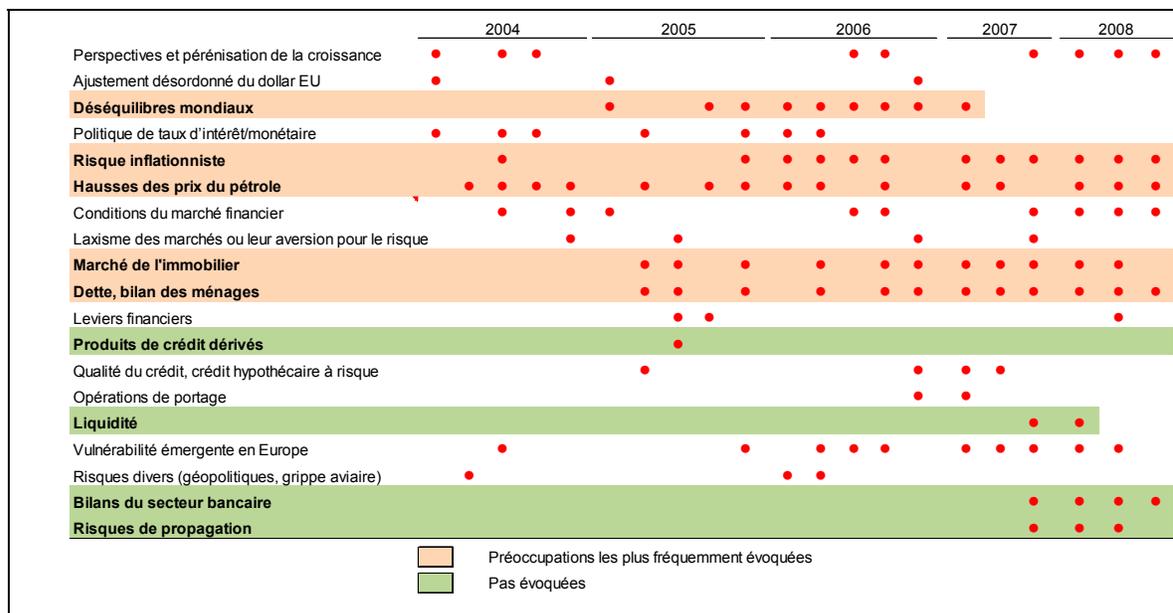
23. Les points de vue exprimés dans le cadre de discussions à huis-clos concordaient largement avec les messages publics du FMI. Durant la période qui a précédé la crise, les séances à huis-clos du Conseil d'administration sur l'évolution de l'économie et des marchés mondiaux (WEMD) ont privilégié l'examen des risques macroéconomiques (graphique 3). Pas plus tard qu'en juillet 2007, les services du FMI estimaient que «l'expansion mondiale reste[rait] forte» et revoyaient à la hausse les perspectives de croissance tout en attirant l'attention sur les vulnérabilités croissantes de certains marchés émergents. Les turbulences du marché financier du début 2007 ont été vues comme «ne justifiant pas une révision

¹³ Rajan (2005b, c et d).

¹⁴ L'équipe d'évaluation a reçu plusieurs explications de l'absence de réaction ferme aux avis de Raghuram Rajan. Celle qui revenait le plus souvent est que ses craintes étaient considérées comme peu probables, d'autant que de l'avis général des services du FMI, les marchés financiers étaient intrinsèquement stables. D'aucuns pensent que les questions de «chasses gardées» ont joué un rôle important au sens que certains au sein du FMI voyaient d'un mauvais œil le fait que Mr Rajan ait préséance sur les questions relatives au secteur financier. Quoi qu'il en soit, le fait que des préoccupations répétées à maintes reprises par le Conseiller économique du FMI n'aient pas eu d'influence sur le programme de travail ni sur les publications «phares» du FMI est révélateur du manque de précision dans la délimitation des compétences pour le suivi de ces questions.

fondamentale des perspectives mondiales» (mars 2007), message dont le FMI fit également état devant le G-7 et le G-20.

Graphique 3. Principales vulnérabilités et préoccupations signalées au cours des séances du Conseil consacrées à l'évolution de l'économie et du marché mondial (2004–08)¹



Source : Documents du Conseil du FMI sur les séances consacrées à l'évolution de l'économie et du marché mondial.

¹ Y compris les risques spécifiquement soumis à l'examen du Conseil et les questions signalées comme sources de préoccupation dans le corps du texte.

C. Surveillance bilatérale des places financières d'importance systémique¹⁵

24. **Le FMI a largement avalisé les politiques et pratiques des principales places financières situées à l'épicentre de la crise.** Sur les questions afférentes au secteur financier, le FMI s'en est surtout remis aux évaluations des autorités américaines, britanniques et de la zone euro qui avaient confiance en la capacité de leurs secteurs financiers respectifs à absorber les chocs qui pourraient se produire. L'opinion dominante était que leurs systèmes financiers étaient robustes et que leurs organes de régulation et de supervision étaient à la fois forts et très élaborés. Le postulat était aussi que l'opinion de ces autorités reposait sur des données spécifiques à chaque institution dont ne disposaient pas les services du FMI qui, en tout état de cause, n'avaient pas les ressources nécessaires pour analyser ces données en profondeur. De même, plusieurs risques et facteurs de vulnérabilité pertinents et spécifiques signalés par la surveillance multilatérale ou par des observateurs indépendants au cours de la même période n'ont eu que peu d'écho dans la plupart des entretiens bilatéraux¹⁶. La seule

¹⁵ Cette section s'inspire de quatre documents de référence du BIE sur la surveillance bilatérale de Bossone (2010), Dhar (2010), Peretz (2010) et Wagner (2010).

¹⁶ L'annexe 4 présente une série de citations d'analystes, appartenant ou non au FMI, qui ont mis en garde contre les risques et les facteurs de vulnérabilité du secteur financier avant la crise.

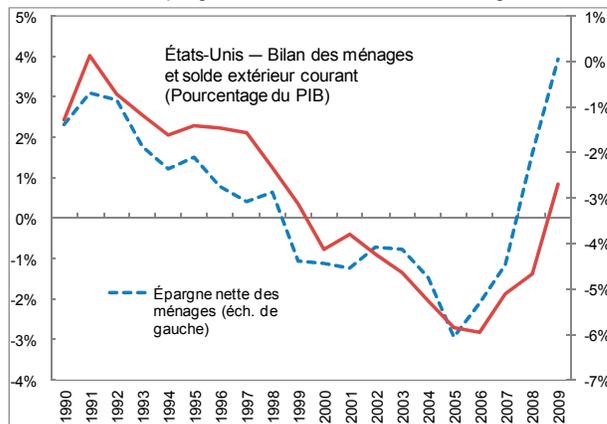
exception a été la Suisse où les services du FMI ont été plus soucieux d'exprimer leurs préoccupations et de donner des conseils sur le système financier durant les entretiens relatifs à la surveillance bilatérale, ce que les autorités helvétiques ont apprécié.

25. La surveillance bilatérale des États-Unis n'a pas averti les autorités américaines des risques pertinents et des lacunes de leur politique; elle n'a pas non plus averti les pays membres en général des éventuels effets de débordement et de contagion des problèmes apparus aux États-Unis. En fait, le FMI a souvent semblé prendre en exemple le secteur financier américain et les politiques mises en œuvre par les autorités américaines, son point de vue faisant en général écho à celui de la Réserve fédérale américaine. La principale préoccupation avait trait aux risques liés à l'ampleur et à l'accroissement du déficit extérieur courant; les principales recommandations ont porté sur le rééquilibrage budgétaire et la poursuite de l'innovation financière pour attirer plus de capitaux. Le FMI n'a pas suffisamment approfondi l'interaction entre l'innovation financière, les capitaux étrangers et la flambée des marchés immobiliers et du phénomène de titrisation. Il n'a pas non plus fait la promotion de mesures réglementaires prudentes comme moyen adéquat pour freiner le surendettement des ménages.

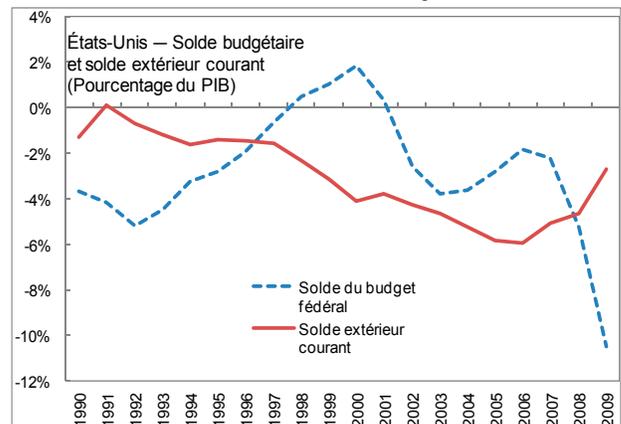
26. Les consultations au titre de l'article IV avec les États-Unis ont souligné à maintes reprises la nécessité d'un rééquilibrage budgétaire afin de réduire le déficit extérieur courant. Entre temps, le Département de l'élaboration et de la revue des politiques avait montré en 2006 que le solde extérieur courant américain collait à l'évolution du solde épargne–investissement des ménages, mais sans corrélation avec le solde budgétaire (graphique 4). Malgré ce constat, les mesures visant à corriger le déséquilibre épargne–investissement des ménages n'ont pas fait l'objet d'une attention particulière, tout comme les questions sur le rôle que la politique monétaire pourrait avoir joué dans les flambées du crédit et du marché immobilier.

Graphique 4. Évolution tendancielle du solde extérieur courant, du solde épargne–investissement des ménages et du solde budgétaire, 1990–2009

L'évolution tendancielle du solde extérieur courant a suivi celle du solde épargne–investissements des ménages



Contrairement au solde budgétaire



Source : Bakker et Meier «Asset Price Booms, Monetary Policy, and Global Imbalances», FMI Mimeo, 2006; Bureau d'analyse économique, États-Unis.

27. **Le FMI a mis en exergue les avantages de la titrisation pour ses (supposées) facultés de diversification des risques et a sous-estimé la probabilité d'une forte baisse des prix de l'immobilier.** Même après l'amorce de la chute des prix de l'immobilier, les services du FMI pensaient que les répercussions sur les institutions financières seraient minimales. Les risques de liquidité et les possibilités d'arbitrage réglementaire du système bancaire parallèle sont passés inaperçus, au point que la première analyse de la question des crédits hypothécaires à risque n'est apparue que dans le rapport des services du FMI de juillet 2007, soit plus de six mois après l'émergence des problèmes de ce secteur. Le rapport de 2007 a examiné plusieurs risques liés à l'innovation financière et les défis qu'ils posaient sous l'angle de la régulation — les problèmes des marchés immobiliers et financiers étant devenus évidents —, mais il est resté élogieux sur la robustesse et la résistance des grandes institutions financières, principalement en raison de leur rentabilité et de leurs niveaux de fonds propres. Le message principal a donc été que «le scénario le plus probable est celui d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine». L'encadré 2 présente quelques autres citations clés, organisées par thème, extraites des consultations au titre de l'article IV avec les États-Unis.

28. **Le FMI n'a pas réalisé de PESF pour les États-Unis, les autorités américaines n'y ayant pas consenti,** malgré les demandes répétées faites sur la période 2004–07. Cette omission est regrettable parce qu'un PESF aurait aidé les autorités et des experts chevronnés à aborder les questions du secteur financier de manière plus globale. Un PESF aurait peut-être permis de suivre les risques exposés dans le *GFSR* et de détecter certains des facteurs de vulnérabilité en évolution¹⁷.

¹⁷Il n'empêche que l'expérience contrastée du PESF dans d'autres pays avancés suscite des interrogations sur ce qu'auraient été ses résultats dans le cas des États-Unis. L'annexe 5 recense les facteurs qui ont abouti à des évaluations trop optimistes de plusieurs pays avancés dans le cadre du PESF. À cet égard, le FMI (2009b) indiquait, en termes très diplomatiques, qu'«il n'est pas sûr que la méthode analytique communément employée dans les PESF aurait permis de détecter les problèmes des prêts hypothécaires à risque (subprime) ou les questions de valorisation et les risques liés aux produits structurés aux États-Unis...»

Encadré 2. La surveillance bilatérale des États-Unis — Euphorique sur l'innovation financière et en retard par rapport aux risques

Financement hypothécaire : «Les hypothèques exotiques venaient de commencer à se propager à mesure que de meilleures données et des instruments financiers plus raffinés étaient mis à la disposition des prêteurs, y compris des modèles comportementaux ainsi que des instruments financiers innovants et complexes permettant de ventiler les risques y afférents à des catégories déterminées d'investisseurs» (2006).

Titrisation des crédits hypothécaires à risque (*subprime*) : «Le nombre accru de défaillances sur prêts hypothécaires a provoqué une forte poussée des écarts de taux sur les prêts à haut risque adossés à des titres, mais l'effet de débordement sur le segment des crédits hypothécaires classés un cran au-dessus («Alt-A») a révélé une large dispersion du risque et la concentration des difficultés sur les émetteurs de titres *subprime* qui se sont effondrés en grand nombre.» (2007).

Solidité financière : «Les banques commerciales et d'investissement proprement dites sont foncièrement en bonne situation financière et les risques systémiques semblent faibles. La rentabilité et les niveaux de fonds propres du système bancaire sont élevés au regard des normes internationales... malgré un récent frémissement consécutif aux difficultés des crédits hypothécaires à risque, l'évaluation du risque de défaut est faible d'après le marché» (2007).

Innovation et risque : «[Les agences de crédit étaient] exclusivement axées sur l'évaluation d'une large gamme d'opérations sur produits structurés» (2006).

«Bien qu'il n'y ait pas de place pour la complaisance, il semble que l'innovation ait épaulé la solidité du système financier. Les nouveaux marchés de transfert des risques ont favorisé la dispersion du risque de crédit, d'un noyau où l'aléa moral est concentré, vers la périphérie où la discipline de marché est le principal frein à la prise de risques. Le mécanisme de transmission a, à son tour, favorisé l'expansion du crédit, à la nuance près que la majeure partie de la croissance du crédit correspondait à l'octroi de nouveaux prêts à des emprunteurs auparavant exclus du marché du crédit, à l'opposé du principe de «ne prêter qu'aux riches». Si l'alternance des périodes d'euphorie et de panique n'ont pas disparu — les phases d'expansion-récession du crédit hypothécaire à risque en étant la dernière illustration — les marchés ont montré leur capacité à s'autoréguler»(2007).

Régulation : «Le secteur financier américain reste résistant et bien régulé» (2005).

«L'innovation accrue s'explique par le fait qu'il a été permis aux forces du marché de fonctionner. La philosophie de la régulation ... a souligné la sélectivité de l'application de la supervision axée sur la sécurité et la solidité ... la Réserve fédérale jouant un rôle singulier de rempart contre toute tentation dirigiste. Plus d'institutions financières sont conçues pour fonctionner sans les soutiens et contraintes des normes prudentielles, les conseils et l'intrusion des régulateurs et nombre d'elles sont devenues des laboratoires de l'innovation» (2007).

Innovation financière et flux de capitaux : «... si les marchés profonds, liquides et innovants à revenu fixe des États-Unis continuent d'attirer les capitaux étrangers, ils devront accélérer le rythme de l'innovation par rapport à d'autres places financières pour conserver un avantage relatif» (2007).

29. La surveillance du Royaume-Uni s'est aussi caractérisée par le même excès d'optimisme, bien qu'un PESF de suivi ait été réalisé en février 2006. Le PESF de suivi a relevé, à juste titre, les risques liés au recours accru au financement de gros, à la dégradation de la qualité des actifs, à l'expansion accélérée du marché des transferts du risque de crédit et de l'augmentation des crédits hypothécaires à risque. Néanmoins, le PESF a finalement salué l'innovation et la régulation financière, considéré que le secteur bancaire était robuste, et en conclusion, a adressé un message global rassurant. Le PESF de suivi indiquait que : «Le système bancaire du Royaume-Uni est l'un des plus robustes des pays avancés»; «les portefeuilles de crédit hypothécaire des banques ne semblent pas représenter une source de

vulnérabilité directe majeure»; «Globalement, le secteur financier est bien régulé». Les services ont mis en garde contre le risque d'un effondrement des prix de l'immobilier au Royaume-Uni, mais en centrant leur réflexion sur l'impact potentiel d'une telle chute sur la consommation, et non sur l'impact sur les institutions financières. Une fois de plus, dans le droit fil de la prépondérance accordée aux déséquilibres mondiaux, les principaux risques extérieurs identifiés étaient ceux d'une correction désordonnée des taux de change et/ou une forte hausse des taux d'intérêt.

30. La surveillance de la zone Euro a aussi abouti à transmettre un message positif. À titre d'exemple, le rapport des services du FMI pour les consultations de 2007 au titre de l'article IV (publié en juillet 2007) signalait que : «Les perspectives sont les plus favorables depuis plusieurs années. L'économie s'oriente vers une expansion durable, imputable pour partie à des considérations cycliques, mais aussi aux politiques mises en œuvre... » et que «l'environnement extérieur est jugé globalement propice.» En ce qui concerne le secteur financier, le FMI semble rassuré que «la volatilité du marché financier et les primes de risque soient à leur plus bas niveau historique». Il indiquait toutefois que les niveaux d'endettement du secteur privé et des ménages pourraient devenir excessifs, ajoutant que la complexité des instruments financiers et des activités des institutions financières à fort effet de levier présentait des risques non négligeables. Mais le FMI restait d'avis que sur le plan réglementaire, «le défi majeur était de veiller à l'uniformité de la mise en œuvre des directives de l'[UE] par les autorités nationales...» au lieu de souligner combien il importe de contenir ces risques.

31. La surveillance bilatérale de la Suisse a été plus efficace, mais le principal message du FMI restait relativement optimiste. Compte tenu de l'importance du secteur financier pour la Suisse, la surveillance du FMI a de tout temps été sensible aux questions financières. Cette sensibilité a été renforcée par une mise à jour très approfondie du PESF, réalisée en mai 2007, juste avant que la crise ne s'enracine. La mise à jour a été centrée sur une série de questions éminemment liées à la crise, allant de la difficulté à déterminer les prix d'instruments financiers complexes aux éventuels courroies de transmission du risque systémique. Les services du FMI ont fait état de leurs préoccupations quant aux niveaux d'endettement élevés, en particulier en devises étrangères, des deux plus grandes banques, inquiétude qui se révélera particulièrement prémonitoire. La mise à jour du PESF a souligné l'importance des effets de contagion venant de l'extérieur, notamment ceux qui pouvaient provenir d'un atterrissage brutal des marchés de l'immobilier aux États-Unis. Toutefois, le rapport des services du FMI au titre de l'article IV pour 2007 adoptait un ton plus optimiste que la mise à jour, sous-estimant les préoccupations liées aux risques financiers systémiques.

D. La surveillance bilatérale des autres pays membres du FMI¹⁸

32. **La qualité de la surveillance bilatérale variait considérablement entre les pays membres en ce qui concerne les avertissements lancés face aux risques qui se sont finalement matérialisés.** À l’opposé des messages optimistes adressés aux places financières d’importance systémique, certains petits pays avancés et émergents présentant des facteurs de vulnérabilité comparables ont reçu des avertissements répétés sur l’accumulation des risques dans leur économie intérieure. L’analyse des liens macrofinanciers y a aussi été globalement plus approfondie que dans les pays avancés¹⁹, malgré que le FMI ait eu tendance à estimer s’être mieux acquitté de sa tâche dans les pays avancés (encadré 3).

Encadré 3. Quelle était la référence du FMI en matière de surveillance du secteur financier?

Un groupe de travail a été mis sur pied en 2006 pour étudier comment le FMI pourrait renforcer son analyse des secteurs financiers et mieux l’intégrer à la surveillance au titre de l’article IV. Le rapport du groupe de travail a jeté les bases d’une approche plus systématique pour assurer une couverture adéquate des questions du secteur financier dans la surveillance bilatérale¹. Malgré l’orientation fournie pour la surveillance à l’avenir, son rapport fournit quelques exemples de pratiques optimales qui apparaissent, avec le recul, totalement hors de propos :

- L’évolution de l’**Islande** de 2003 à 2006 «est une bonne illustration de l’importance que revêt une bonne analyse des liens entre les marchés financiers, le secteur financier et l’économie en général». Après une longue description de la politique monétaire intérieure et des opérations spéculatives sur écarts de rendements, le rapport conclut que «heureusement, dans le cas de l’Islande et selon le constat de la mission de 2006 au titre de l’article IV, les comportements de couverture des risques, les bilans généralement sains et la gestion des actifs et des engagements ont rendu le système financier relativement robuste et résistant aux chocs».
- Dans l’étude de cas portant sur l’**Allemagne** qui fournit un exemple de la liaison entre les analyses structurelles et cycliques, le rapport constate que «les comparaisons entre les pays «pairs» offrent une preuve majeure. La comparaison des courbes de rentabilité a touché une corde sensible chez les autorités, mais n’a pas réussi à susciter un débat sur un système qui a été considéré, traditionnellement, comme très stable et robuste, comparé à celles des pays voisins». Un des hauts cadres du FMI interrogés pour les besoins de cette évaluation a admis que l’un des grands signaux d’alerte qui a échappé au FMI a été celui des bénéfices des secteurs bancaires britannique et américain.
- Dans l’encadré intitulé «Exemples de pratiques optimales de la surveillance du secteur financier dans les récents rapports de consultations au titre de l’article IV», les **États-Unis** sont signalés comme une référence en la matière. De l’avis du groupe de travail «le rapport des services du FMI pour les consultations de 2006 au titre de l’article IV montre que les États-Unis sont un bon exemple d’identification des risques et des liens, ainsi que de l’utilisation d’outils d’analyse. Les risques actuels émanant de la position dans le cycle et du niveau des déséquilibres macroéconomiques sont clairement décrits, de même que les défis de son dispositif de supervision qui est celui de l’un des systèmes financiers les plus élaborés et complexes au monde. ...De plus, une attention particulière est accordée aux liens internationaux — effets potentiels de débordement de la situation des États-Unis sur les autres marchés financiers internationaux. Deux études thématiques ont aussi porté sur le secteur financier». Partant de ces analyses, les services du FMI concluent sur une note rassurante en estimant, entre autres choses que «...une série d’indicateurs laissent penser que les risques systémiques sont en recul» et que «les risques du secteur financier liés à leur portefeuille de crédit hypothécaire paraissent assez gérables» et que «le secteur financier américain s’est révélé innovant et résistant ces dernières années. Le système semble bien placé face au retournement du cycle du crédit...»

¹ Rapport du groupe de travail sur l’intégration de l’analyse de la situation financière et du secteur financier dans la surveillance au titre de l’article IV (SM/07/57), 2 février 2007.

33. **Un certain nombre de pays avancés — Espagne, Islande, Irlande par exemple — avaient en commun plusieurs facteurs de vulnérabilité, mais les messages de la**

¹⁸ Cette section s’inspire des travaux de Wagner (2010).

¹⁹ Voir également Watson (2008).

surveillance du FMI y ont été différents par leur teneur et leur fermeté. La crise qui a frappé chacun de ces pays peut avoir été liée à des événements extérieurs, mais les facteurs internes ont joué un rôle important dans sa gravité. Ces pays ont connu de profonds déficits extérieurs courants, des flambées de l'immobilier, une hausse rapide des niveaux d'endettement et des risques financiers comparables à ceux des États-Unis et du Royaume-Uni (à savoir, liquidité abondante, financements internationaux, faible gestion du risque et bas niveau de prime de risque). En Irlande, la surveillance a signalé des préoccupations quant aux risques et aux facteurs de vulnérabilité qui n'ont pas été soulevés dans le cas du Royaume-Uni (bien que les deux pays relèvent du même bureau au sein du Département Europe); le FMI a par exemple signalé les risques liés au degré d'engagement vis-à-vis d'un marché immobilier en surchauffe pour le système financier irlandais. À la mi-2006 encore, la mise à jour du PESF de l'Irlande concluait que «les perspectives du système financier sont positives», les institutions financières disposant de marges suffisantes pour amortir une série de chocs, citant la diversification des sources de financement de gros comme point fort. Dans le même temps, le PESF de l'Espagne a semblé stimuler l'intégration de l'analyse du secteur financier à la surveillance macroéconomique; le FMI saluait le dynamisme du système de provisionnement des pertes sur prêts de l'Espagne, sur fond d'expansion accélérée du crédit et d'une possible bulle immobilière. Un tel mécanisme de provisionnement n'a été proposé ni pour l'Irlande, ni pour le Royaume-Uni confrontés à une évolution similaire. Dans le cas de l'Islande, la surveillance a notoirement failli à signaler les dangers d'un système bancaire surdimensionné, mettant plutôt en relief un risque de surchauffe (encadré 4).

Encadré 4. À propos de l'Islande : que disait le FMI en 2007–08?

Malgré un secteur bancaire qui a connu une croissance sans précédent, avec un volume passant de 100% du PIB à près de 1000 % du PIB en 2003, les **questions liées au secteur financier n'ont pas été au cœur des consultations de 2007 au titre de l'article IV**. La taille colossale du secteur bancaire a été relevée, mais sans que cela soit mis en évidence comme facteur important de vulnérabilité à traiter d'urgence. En revanche, le FMI s'inquiétait d'une éventuelle surchauffe, mais le rapport des services s'est avéré optimiste sur les perspectives générales de l'Islande. À titre d'exemple, les phrases titres des rapports des services du FMI étaient les suivantes : «Les perspectives à moyen terme de l'Islande restent enviables. Des marchés ouverts et souples, des institutions saines... ont permis à l'Islande de tirer parti des possibilités offertes par la mondialisation.» Le rapport dépeignait une image positive du secteur bancaire lui-même, notant que «ce secteur paraît en bonne position pour affronter des chocs de crédit et de marché assez significatifs» et que «les banques ont pris d'importantes mesures sur l'année écoulée pour réduire les vulnérabilités et accroître leur résistance».

De sérieux doutes ont été soulevés sur la santé et à la viabilité des trois principales banques privées islandaises par les banques d'investissement et un membre du Conseil, qui a fait observer, dans le cadre de la discussion de l'article, que l'Islande fonctionnait intrinsèquement comme un fonds spéculatif, empruntant à l'étranger pour acquérir des avoirs extérieurs, ajoutant que l'effet de levier significatif constituait un risque pour le système financier. Mais ces opinions n'ont eu aucun impact sur la surveillance du FMI. En fait, après la conclusion des consultations de 2007 au titre de l'article IV, l'Islande a été sans chef de mission du FMI pendant près de six mois, bien que de nombreux analystes extérieurs au FMI aient estimé que l'Islande allait se trouver en situation précaire, s'agissant du maintien de son accès au financement extérieur.

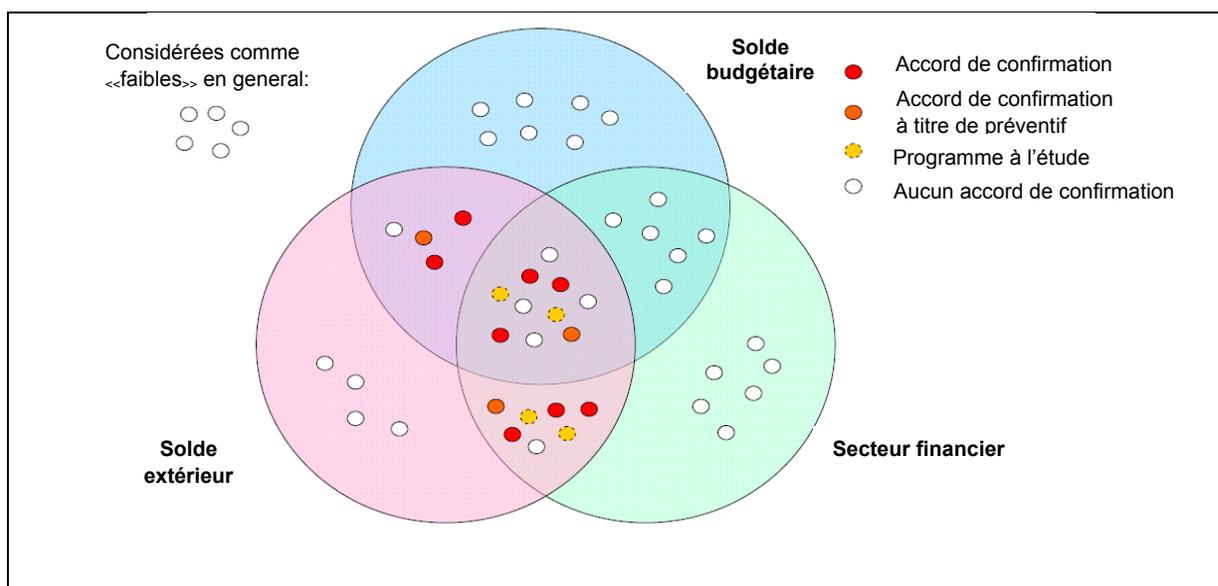
En **août 2008**, quelques mois avant la crise, le FMI a publié une mise à jour de l'ESSF et un rapport au titre des consultations de l'article IV pour 2008. Contre toute attente, **le ton de cette mise à jour était somme toute rassurant alors que le rapport au titre de l'article IV, qui avait une vision macroéconomique plus large, dépeignait une image plutôt alarmante**. La mise à jour affirmait que «Le système bancaire présente des indicateurs financiers au-dessus des minima réglementaires et les tests de résistance indiquent que le système est résistant.» Elle présentait ensuite une longue liste de facteurs de vulnérabilité, mais concluait que «les banques prennent des mesures pour gérer ces risques... Elles ont diversifié leur sources de financement, accru la proportion des dépôts de détail» faisant référence à l'expansion des bureaux de détail d'institutions étrangères (Icesave par exemple) et notant simplement au passage que ces dépôts pouvaient être plus volatils. Par contre, le rapport de l'article IV précisait que «les contraintes de liquidité extérieure devenant plus pesantes, l'activité économique devrait ralentir fortement par rapport aux niveaux élevés non viables atteints... L'incertitude qui entoure les perspectives est d'une importance inhabituelle et dominée par des risques d'inversion significatifs, tant extérieurs qu'intérieurs. En cas de raréfaction prolongée de liquidités extérieures, l'économie serait confrontée à de graves contraintes financières, en particulier si les risques intérieurs se matérialisaient simultanément.» Le contraste entre ces deux rapports montre comment les faiblesses de la gouvernance interne peuvent nuire à la clarté et à la cohérence des messages diffusés par le FMI.

34. **Pour certains pays avancés dotés d'une réglementation relativement plus contraignante, le FMI a préconisé des mesures qui semblaient privilégier les méthodes adoptées aux États-Unis et au Royaume-Uni**. Les conseils ont été centrés sur la promotion de l'innovation, considérée comme le principal facteur de poussée de la rentabilité aux États-Unis et au Royaume-Uni, avec peu ou aucun intérêt pour l'analyse des risques y afférents. L'Allemagne et le Canada faisaient partie des pays avancés pour lesquels le FMI estimait que «... la rentabilité n'a pas encore atteint les niveaux internationaux et où l'innovation doit encore progresser» (rapport des services du FMI pour les consultations de 2006 au titre de l'article IV avec l'Allemagne) ou que «les stratégies timorées du système bancaire canadien donnent des rendements sur actifs beaucoup plus faibles qu'au États-Unis (rapports des services du FMI pour les consultations de 2007 au titre de l'article IV avec le Canada). Dans

ces pays, les conseils du FMI ont été concentrés sur les réformes axées sur le marché afin de surmonter les «entraves» structurelles dont certaines ont contribué à protéger ces pays des facteurs qui ont déclenché la crise.

35. **L'action du FMI a été plus judicieuse dans certains pays émergents aux prises avec des facteurs de vulnérabilité macroéconomiques plus «classiques».** La série de crises des années 90 et du début des années 2000 a conduit le FMI à se concentrer sur l'identification des risques et facteurs de vulnérabilité propres à ces pays. En 2001, le FMI a lancé l'exercice d'évaluation des vulnérabilités, consistant en une surveillance pluridisciplinaire qui impliquait divers départements du FMI, et qui visait à détecter les vulnérabilités sous-jacentes et les risques de crise dans les pays émergents. Cet exercice a permis d'identifier les pays les plus à risque et à renforcer les messages de surveillance dans ces pays²⁰. Le graphique 5 montre les résultats de l'exercice réalisé à partir des données de septembre 2007, qui a permis de repérer tous les pays qui ont ensuite eu recours à un programme appuyé par le FMI comme présentant un niveau de vulnérabilité moyen à élevé. Ces résultats ont aussi permis de cibler la collaboration entre les départements du FMI et de renforcer la surveillance bilatérale des pays émergents.

Graphique 5. Exercice d'évaluation de la vulnérabilité



Source : reproduit de FMI (2009d).

¹ Les pays situés dans les cercles sont considérés comme présentant des facteurs de vulnérabilité sous-jacents «moyens» ou «élevés» dans chacun des domaines.

²⁰ «Revue des programmes mis en œuvre dans le cadre de la récente crise», FMI (2009d).

36. **Le fait que l'exercice d'évaluation des vulnérabilités ait permis de repérer avec succès les pays vulnérables aux crises pose la question suivante : comment cet exercice, couplé au travail du FMI sur les systèmes d'alerte précoce, a-t-il pu se borner aux seuls pays émergents.** Le FMI semble avoir ignoré le fait qu'un certain nombre de pays avancés avaient aussi été en proie à des crises financières graves il n'y a pas si longtemps. Pas plus tard qu'en 2003-04, des cadres dirigeants et des administrateurs du FMI avaient suggéré que les pays avancés soient inclus dans l'exercice d'évaluation de la vulnérabilité. Les raisons pour lesquelles ces pays ont finalement été tenus à l'écart de l'exercice restent un peu obscures; certains hauts cadres ont indiqué qu'il eût été gênant d'informer les autorités des pays en question que leur pays y serait inclus²¹.

37. **La surveillance des pays émergents par le FMI a comporté des aspects améliorés comparés à celle des pays avancés, mais aussi des lacunes graves.** Dans ces cas, le FMI a donné des avertissements cohérents au sujet des vulnérabilités liées à : la surchauffe, aux importants déficits extérieurs courants, aux flambées du marché du crédit et à l'accumulation de dettes non viables. Tout en admettant que les banques étrangères apportent des ressources et leur expertise, dans certains pays, le FMI a constaté que la dépendance excessive à l'égard de financements de leurs maisons-mères pouvait constituer un risque. Il n'empêche que dans la plupart des pays, les messages d'ensemble étaient excessivement positifs, y compris pour certains des pays les plus vulnérables aux crises. Pour la Hongrie par exemple, le message fondamental des rapports des consultations au titre de l'article IV pour 2007 était le suivant : «l'assainissement budgétaire étant bien engagée pour 2007 et 2008, les risques à court terme ont reculé, notamment en raison de l'environnement financier international bien orienté». En outre, la surveillance privilégie en général les vulnérabilités intérieures plutôt que celles qui sont liées aux effets de propagation ou de contagion, encore que certaines vulnérabilités intérieures aient peu influencé les variantes de la crise propres au pays.

38. **Dans le cas d'autres pays émergents, la qualité de la surveillance a été mitigée.** En Inde par exemple, en 2006-07, le FMI recommandait une libéralisation ininterrompue des marchés financiers et des flux de capitaux. Cependant, certains hauts cadres considèrent que la manière dont l'Inde a réussi à affronter la crise est due, pour partie, à la modération de son secteur bancaire et à la libéralisation par étapes de son compte des mouvements de capitaux. D'autres pays émergents, notamment les exportateurs de produits de base et ceux des régions les plus durement touchées par les crises antérieures, avaient constitué des excédents de leur solde extérieur courant dans la période qui a précédé la crise. Pour ces pays le FMI, tablant

²¹ Le FMI a lancé, en 2009, l'exercice d'évaluation de la vulnérabilité des pays avancés. Les services du FMI ont alors préparé un document qui montrait qu'avec les données disponibles en 2006, le nouveau cadre d'évaluation des facteurs de vulnérabilité aurait signalé les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Islande parmi les pays présentant un risque élevé de crise financière en 2007. Ce résultat est tempéré par le fait que le cadre a été élaboré avec le recul de l'après-crise. Mais la question demeure de savoir si l'inclusion immédiate des pays avancés aurait ou non permis de donner des signaux de la nécessité de mesures correctrices.

sur un «découplage», n'a pas pris toute la mesure de l'impact récessif de la crise sur leur économie. En effet, les responsables de ces pays ont eu l'impression que le FMI les poussait à réduire la vitesse d'accumulation de leurs réserves «excessives» (ce qui les aidera, en définitive, à contenir les phases les plus difficiles de la crise). Pour certains observateurs, ces messages dénotaient les pressions politiques des pays avancés visant à corriger les déséquilibres mondiaux d'une manière plus conforme à leurs intérêts nationaux.

39. Dans certains cas, la décision de 2007 relative à la surveillance bilatérale a davantage insisté sur les désalignement de taux de change, d'une manière et avec une instance qui ont suscité des tensions entre le FMI et les autorités de ces pays. En Lettonie par exemple, un effort de surveillance au demeurant de qualité²² a finalement été dévoyé par une insistance renouvelée sur le niveau du taux de change, créant des difficultés de communication et le désintéressement des autorités vis-à-vis des conseils du FMI juste avant l'éclatement de la crise. Au mois de décembre 2008, les consultations au titre de l'article IV avec plusieurs pays accusaient un important retard, dû à «la poursuite des discussions internes sur l'application de la décision de 2007 relative à la surveillance bilatérale²³». Ces retards se sont produits au moment le plus crucial de la période qui a précédé la crise.

IV. COMMENT EXPLIQUER L'ABSENCE D'UN AVERTISSEMENT CLAIR DU FMI?

40. Le fait que le FMI n'ait pas identifié les risques ni lancé des avertissements sans équivoque s'expliquent par une combinaison de facteurs. Plusieurs de ces facteurs sont liés à des problèmes de longue date qui avaient été mis en évidence il y a plus d'une dizaine d'années²⁴. Dans cette section, ces facteurs sont regroupés en quelques grandes catégories : les faiblesses analytiques, les entraves de nature administrative, les problèmes de gouvernance interne et les contraintes politiques²⁵. Ces catégories se chevauchent dans une

²² Les consultations au titre de l'article IV avec la Lettonie ont adressé des messages explicites au sujet des craintes de surchauffe, des déséquilibres massifs et des vulnérabilités du système bancaire. Une mise à jour du PESF effectuée en mars 2007 a permis de renforcer une attention d'ores et déjà centrée sur les liens macrofinanciers et les risques systémiques du secteur bancaire. Les préoccupations des services du FMI quant aux vulnérabilités de la Lettonie étaient telles qu'un groupe de travail interdépartemental a été mis en place au début 2007 pour procéder à un suivi à haute fréquence de l'économie lettone et pour élaborer des plans d'urgence. Ceci a constitué un bon exemple de collaboration entre les départements du FMI, durant cette période.

²³ Document EBD/08/114, 23/12/08.

²⁴ L'annexe 6 présente les conclusions et recommandations des rapports et évaluations rédigés au cours des 15 dernières années et qui restent d'actualité pour analyser la performance du FMI dans la période avant-crise.

²⁵ Ce rapport distingue les entraves organisationnelles des problèmes de gouvernance interne classés en deux catégories. Il arrive souvent, cependant, que les questions d'organisation soient amalgamées avec les incitations/questions de culture d'entreprise en une seule catégorie intitulée gouvernance. L'équipe d'évaluation a toutefois estimé qu'une telle démarche aurait masqué certains facteurs importants pour la compréhension de la performance du FMI. Quoi qu'il en soit, plusieurs de facteurs analysés pourraient aussi figurer dans une catégorie distincte.

large mesure et leur importance relative repose sur des appréciations subjectives. La capacité du FMI à détecter convenablement les risques qui prenaient de l'ampleur a été freinée par un degré élevé de pensée doctrinaire, un *a priori* intellectuel, l'état d'esprit général selon lequel une crise financière était peu probable dans les pays avancés et des méthodes d'analyse incomplètes. Les lacunes de la gouvernance interne, notamment le manque de délimitation claire des attributions et des rapports hiérarchiques, l'absence d'incitation à une réflexion transversale et à l'expression d'opinions divergentes, un processus de revue ne permettant pas de «trouver les chaînons manquants» ou d'assurer un suivi des thématiques, et une culture du cloisonnement ont joué un rôle important, tandis que les contraintes politiques peuvent aussi avoir eu une certaine influence. Les entretiens avec les autorités nationales (annexe 7) et les résultats de l'enquête menée auprès des services du FMI (annexe 8) soulignent nombre de ces facteurs.

A. Faiblesses analytiques

41. **Les faiblesses analytiques sont au cœur de certaines des lacunes les plus patentes de la surveillance, dans le cas particulier des pays avancés.** Ces faiblesses sont globalement de deux types : pensée doctrinaire et autres postulats intellectuels; méthodes d'analyse/connaissances incomplètes. Ni l'un ni l'autre ne signifient que les services du FMI aient manqué de compétences ou d'expérience; le premier type de faiblesses a trait aux mécanismes de réflexion et de prise de décision, tandis que le second renvoie aux méthodes et aux outils utilisés par les services du FMI.

42. Plusieurs **présupposés intellectuels** semblent avoir joué un rôle non négligeable. La *pensée doctrinaire* fait référence à la tendance observée au sein de différents groupes homogènes et cohésifs, de n'aborder les questions que dans une optique donnée et à ne pas remettre en cause les postulats qui sous-tendent cette pensée (Janis, 1982). L'opinion dominante au sein des services du FMI — groupe cohésif de macroéconomistes — était que la discipline et l'auto-régulation du marché suffiraient à écarter tout problème majeur des institutions financières. Toujours selon la pensée dominante, les crises étaient peu probables dans les pays avancés dont le degré de «sophistication» des marchés financiers leur permettrait de progresser sans encombres avec une régulation minimale d'une part importante et croissante du système financier.

43. Les services du FMI étaient fondamentalement en accord avec l'opinion des autorités des États-Unis, du Royaume-Uni et d'autres pays avancés qui estimaient que leurs systèmes financiers étaient foncièrement sains et résistants. Ils adhéraient aussi au postulat selon lequel le système était à même de réaliser une allocation efficiente des ressources et aussi de répartir les risques entre les entités les mieux préparées à les assumer. En outre, les services du FMI n'imaginaient pas avoir à contredire les autorités des pays avancés sur les questions monétaires et réglementaires, celles-ci ayant un meilleur accès aux données bancaires, une connaissance approfondie du marché financier, et une pléthore d'économistes hautement qualifiés agissant à la banque centrale. Le FMI n'était que trop sous l'influence de la (et en

admiration devant la) réputation et l'expertise des autorités nationales; il s'agit-là peut-être d'un cas de mise sous *tutelle intellectuelle*.

44. Le ***biais de confirmation*** est une propension cognitive bien connue à ne tenir compte que des informations qui corroborent un postulat et à ignorer les données qui l'infirment (Bazerman et Moore, 2009). Ceci pourrait expliquer le fait que le FMI ait été obnubilé par sa préoccupation première — les déséquilibres mondiaux et une dégringolade du dollar — comme le risque majeur posé à la stabilité mondiale, négligeant les éléments tangibles signalant d'autres risques.

45. Le **choix des méthodes d'analyse et d'importantes lacunes dans les connaissances**, dont certaines étaient partagées par l'ensemble de la profession, ont aussi joué un rôle dans l'incapacité à détecter les risques et les vulnérabilités. Le ***lien entre l'analyse macroéconomique et celle du secteur financier*** restait insuffisante, bien que les séries d'évaluation réalisées depuis la crise asiatique aient mis l'accent sur la nécessité d'examiner les liens macrofinanciers dans le cadre de la surveillance du FMI (Caprio, 2011 et annexe 6). Ceci est révélateur de l'absence d'un cadre conceptuel adéquat pour l'analyse de ces liens chez les économistes en général, et de l'opinion répandue chez les économistes du FMI, selon laquelle les questions financières sont secondaires²⁶.

46. Les économistes du FMI avaient tendance à tenir en très haute estime les ***modèles macroéconomiques qui se sont révélés inadéquats*** pour l'analyse des liens macrofinanciers. Le modèle d'équilibre général stochastique et dynamique (EGSD), bête de somme des discussions de politique économique n'avait intégré le marché monétaire et le marché des actifs que de manière rudimentaire. La réflexion se poursuit pour élaborer des modèles pouvant capter les frictions financières. Il est peut-être plus inquiétant encore de noter l'extrême dépendance de nombreux économistes à l'égard de modèles comme seul outil valable d'analyse de conditions économiques trop complexes pour être modélisées²⁷.

47. L'***analyse de bilans*** n'a pas été suffisamment utilisée et l'a parfois été de manière erronée même si elle a parfois permis de mieux déceler les risques et les vulnérabilités que ne l'aurait fait un modèle macroéconomique classique en économie ouverte. Selon les termes d'un cadre dirigeant du FMI, «l'analyse des bilans a été le chaînon manquant de l'analyse

²⁶À titre d'exemple, dans un document de travail du FMI publié en avril 2009 (Blanchard, 2009), le conseiller économique du FMI déclarait que : «Dans un souci de transparence complète, il convient de préciser qu'il s'agit ici de l'analyse préliminaire d'un économiste qui pensait, il n'y a pas si longtemps encore, que l'intermédiation financière était une question d'importance relativement secondaire pour les fluctuations économiques ... »

²⁷ Ce problème est largement répandu dans la profession. Krugman (2009) déclarait que «la science économique s'est fourvoyée parce que les économistes se sont égarés en bloc, tenant les belles démonstrations mathématiques pour vérité absolue». Plus récemment, Rogoff signalait que «la majorité des travaux de recherche macroéconomique privilégient d'abord la cohérence et l'élégance des théories, reléguant la vérification des données au second plan ». (Rampell, 2010)

macroéconomique». Mais lorsque cette méthode a parfois été utilisée, elle a malheureusement donné des résultats trompeurs, étant donné qu'elle ne rendait pas compte du gonflement de la bulle des prix des actifs.

48. Les PESF ont eu recours aux *tests de résistance* pour contribuer à évaluer la solidité des systèmes bancaires. Si ces tests sont utiles pour un premier examen des risques, ils ne permettent pas de saisir les effets de second rang ni les chocs de liquidité. C'est pourquoi certaines autorités et des membres des services du FMI sont d'avis que les tests de résistance ont pu entraîner un certain laxisme du fait que leurs limites n'étaient pas explicitement présentées.

49. **Le manque de données et d'informations, tout en constituant un problème, n'était pas la raison principale des résultats de l'action du FMI.** Premièrement, les données disponibles ont été ignorées ou mal interprétées (expansion du crédit, effet de levier, augmentation des instruments à haut risque et bilans des ménages)²⁸. Dans l'édition du *GFSR* du printemps 2008, les pertes du secteur financier ont été estimées sans un accès complémentaire aux données. Deuxièmement, le manque de données n'a pas empêché le FMI de se féliciter de l'état de certains systèmes financiers, ni des caractéristiques de diversification des risques inhérentes à la titrisation. En outre, la relative rareté des données dans certains pays émergents n'a pas non plus empêché le FMI de déclencher l'alarme dans ces pays. Enfin, les équipes chargées de la surveillance des pays avancés ont obtenu, en règle générale, les informations demandées et il est difficile de déterminer la manière dont elles se seraient servies de données additionnelles sur chaque institution financière pour étudier les liens macrofinanciers, eu égard au cadre conceptuel existant.

B. Les entraves de nature administrative

50. **Le mode de fonctionnement cloisonné a été une importante entrave à l'efficacité de l'action du FMI;** en effet, les services du FMI ont tendance à ne pas échanger les informations et à ne pas se concerter entre collègues au-delà de l'unité à laquelle ils appartiennent. C'est ce qui a empêché le FMI de «faire le lien» entre les informations dont il disposait avant la crise. Ce mode de fonctionnement cloisonné est un problème persistant; il existe entre les départements, en leur sein, au sein des divisions et même au sein de la haute direction, ce qui limite la capacité des services du FMI à tirer mutuellement parti de leurs expériences et de leurs connaissances²⁹.

²⁸ Voir Reinhart et Rogoff (2009).

²⁹ Ce comportement a fait l'objet de plusieurs études internes et externes. Le rapport McDonough indiquait qu'«il faut un environnement propice et incitatif à une étroite collaboration et à une constante coopération entre les départements, pour accroître l'effet d'enrichissement mutuel entre la réflexion macroéconomique classique du FMI et son travail sur les marchés financiers et de capitaux, et pour surmonter la culture du fonctionnement cloisonné qui réduit l'efficacité d'ensemble et l'influence de l'institution, de manière générale».

51. **Ce cloisonnement empêche d'intégrer la surveillance multilatérale à la surveillance bilatérale, de relier l'évolution macroéconomique à l'évolution financière et de tirer les leçons de l'analyse comparative de l'expérience des pays.** L'examen des risques et vulnérabilités qui ont conduit à la crise n'a jamais figuré dans la surveillance bilatérale des principales places financières systémiques, bien que certains de ces risques aient été signalés dans le rapport sur la stabilité financière dans le monde (*GFSR*). Une enquête réalisée pour l'évaluation des études du BIE (BIE, 2011) montre que près de la moitié des répondants des départements géographiques ont reconnu avoir rarement ou n'avoir jamais utilisé le *GFSR*; la raison la plus souvent invoquée est que l'analyse présentée dans le rapport ne donnait pas de précisions sur chaque pays.

52. **La procédure de revue interne n'a pas non plus permis de «faire le lien» et de faire en sorte de donner suite aux préoccupations soulevées par le Conseil, la direction et les personnes chargées de la revue interne.** Elle n'a pas relié la surveillance multilatérale à la surveillance bilatérale ni coordonné les analyses présentées dans les Perspectives de l'économie mondiale (*WEO*) et dans le Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*GFSR*). Les revues transversales formelles des départements se déroulaient généralement en bout de course, dans le processus de production des publications phares, des dossiers de synthèse sur les pays et des rapports des services du FMI. Ceci explique en partie l'incapacité à assurer la coordination et l'enrichissement mutuel. Au moment où les observations des autres documents étaient transmises, les opinions s'étaient cristallisées et il était souvent trop tard pour apporter des modifications significatives à ces documents. Ces observations n'avaient donc qu'un faible écho³⁰.

53. **Les rapports ont rarement fait référence à des travaux d'analystes extérieurs signalant les risques croissants des marchés financiers.** Loin d'indiquer un manque d'intérêt, ceci donne un exemple de la culture insulaire du FMI, comme l'illustre aussi la majeure partie des analyses liées à la surveillance, qui ont peu évoqué des travaux réalisés en dehors du FMI (BIE, 2011).

54. **Les macroéconomistes du FMI et ceux des départements géographiques en particulier, n'ont pas bien pris la mesure des qualifications et de l'expérience des experts du secteur financier.** Il y a parfois eu un «choc de culture» entre les macroéconomistes et les experts du secteur financier, en termes d'approche analytique. De plus, les missions de surveillance bilatérale axées sur les places financières d'importance systémique ne se composaient pas toujours des spécialistes les plus chevronnés du FMI en matière financière.

³⁰ Depuis la crise, le FMI tente de modifier cette approche en passant à la soumission de notes de politiques brèves (au lieu de documents d'information) pour un examen anticipé. Mais il est trop tôt pour en apprécier le fonctionnement.

C. Les problèmes de gouvernance interne

55. **La gouvernance interne fait référence aux incitations et aux procédures de gestion qui s'appliquent aux fonctionnaires du FMI et à l'institution en général.** Il ressort de l'évaluation que le cadre incitatif en place n'était pas de nature à promouvoir les échanges de vues francs qui sont nécessaires à la bonne exécution de la mission de surveillance — plusieurs membres du personnel ayant exprimé leurs préoccupations quant aux conséquences de l'expression d'opinions contraires à celles des supérieurs hiérarchiques, de la direction et des autorités nationales. L'évaluation a aussi montré des manquements dans la supervision et la responsabilisation³¹.

56. **Les membres du personnel ont indiqué que les incitations conduisent à s'aligner sur l'opinion dominante au FMI.** Plusieurs cadres dirigeants et membres des services du FMI ont estimé que l'affirmation d'opinions dissidentes peut «nuire à une carrière». Ainsi, les opinions tendent à «graviter vers le milieu» et «rendent nos conseils procycliques»³². Les membres du personnel constatent que l'expression d'opinions conformes n'est jamais pénalisée, même si elles se révèlent erronées par la suite. Le manque de responsabilisation a été fréquemment cité comme un sérieux obstacle à la rectification du cadre des incitations.

57. **Plusieurs économistes des départements géographiques ont estimé qu'il existe de puissants facteurs de dissuasion contre toute tentation de «contredire les autorités» et celles des grands pays en particulier,** les membres du personnel ayant le sentiment de ne pas être soutenu par la direction en cas de divergence avec les autorités de ces pays. Un cadre dirigeant a affirmé que les départements géographiques étaient «indûment captifs des pays» dont ils s'occupent. Le travail d'analyse est conçu pour «justifier» les politiques proposées par les autorités. Tout ceci est dicté par le seul souci «d'être dans les bonnes grâces» des autorités du pays.

58. **La fréquence de rotation élevée des membres du personnel affectés aux dossiers des pays est une critique souvent exprimée par les autorités nationales** et une question évoquée à diverses reprises dans les évaluations du BIE. Cette fréquence de rotation oblige constamment les équipes affectées à un pays à se remettre à jour sur les questions spécifiques au pays, ce qui ne favorise pas l'élaboration de différentes options de politique ou avis. Les membres des services du FMI affectés à des pays dotés de systèmes financiers complexes et

³¹ Si cette évaluation n'aborde les questions de gouvernance que par rapport à la crise, les entretiens avec les services du FMI montrent amplement que les problèmes de gouvernance ont été une entrave majeure à l'efficacité du FMI.

³² La majorité des membres des services du FMI qui ont répondu à l'enquête relative à l'évaluation des études du BIE affirme que les résultats et les conclusions de leurs travaux de recherche devaient être alignés sur l'opinion du FMI.

d'importance systémique rapportent ne pas s'être senti suffisamment à l'aise pour soulever des questions délicates à leur première mission.

59. La rotation des membres de la direction et des cadres dirigeants du FMI a également réduit l'efficacité du FMI au cours de la période qui a précédé la crise.

Durant cette période, le FMI a eu trois Directeurs généraux et un Directeur général par intérim dont le mandat a duré trois mois. Cette situation a donné lieu à des changements de priorités, au relâchement de l'attention accordée aux défis que devait relever l'économie mondiale et le FMI, ainsi que de la supervision des cadres supérieurs. L'efficacité du FMI a aussi pâti des changements intervenus aux postes de premier Directeur général adjoint et de conseiller économique du FMI sur la même période.

60. Les luttes de préséance, étroitement liées à la question du cloisonnement et du cadre incitatif ont été signalées comme un obstacle majeur à la coopération et à la collaboration entre les services. Ceci constituait une autre illustration du manque de supervision et de suivi de la part des cadres dirigeants et de la direction. Le FMI a souvent été décrit comme une organisation très structurée et organisée, avec une délimitation précise des compétences. Selon un cadre chevronné, «le FMI fonctionne comme un ensemble de petites chefferies/clans». Les membres des services du FMI attribuent l'incapacité à faire la synthèse de la surveillance bilatérale et multilatérale et à l'intégrer aux questions macrofinancières, pour partie, à ces luttes de clans.

D. Les contraintes à caractère politique

61. Quel a pu être le rôle des contraintes politiques durant cette période? La réponse est multiple parce que ces contraintes ont plusieurs facettes, notamment les demandes visant à faire modifier les messages contenus dans les rapports des services; les exigences des autorités nationales pour imposer le remplacement de certains membres des missions; la perception de pressions des autorités menant à l'autocensure; et les injonctions à mener des initiatives politiques données. À des degrés divers, chacun de ces facteurs aura influencé la surveillance du FMI sur la période d'évaluation. Mais à l'exception de l'autocensure peut-être, ils n'ont pas eu un rôle déterminant sur la performance du FMI au cours de la période qui a mené à la crise.

62. S'agissant des messages de la surveillance, le degré de perception de pressions politiques explicites ou implicites exercées par les autorités varie considérablement.

Dans le cas des États-Unis par exemple, les services et la direction du FMI ont indiqué ne pas recevoir de pressions directes en vue de modifier les messages issus des missions. Toutefois, dans d'autres pays avancés, il est arrivé que des autorités adoptent des méthodes insistantes, exerçant des pressions explicites pour atténuer des messages critiques. Selon les termes d'un membre du personnel affecté à un grand pays, «il était difficile de faire un constat critique, même lorsque celui-ci était étayé par une analyse en bonne et due forme ... les réunions de fin de mission se résumant essentiellement à des séances de négociation sur des questions de

formulation». Par contre, les équipes du FMI ont semblé plus à l'aise pour faire état d'analyses extrêmement critiques devant les autorités des pays émergents moins avancés, ce qui corrobore le sentiment des autorités des pays, pour lesquelles la surveillance souffrait d'un manque d'impartialité.

63. **Le phénomène de l'autocensure semble avoir été un facteur non négligeable, même en l'absence de pressions politiques explicites.** Plusieurs membres des services du FMI estiment qu'il y a des limites aux critiques qui peuvent être formulées sur les politiques des grands pays membres, qu'«il est impossible de faire usage de franc-parler face aux autorités» étant donné que «... les gouvernements sont les actionnaires de l'entreprise.» Les services du FMI ont également le sentiment qu'en cas de désaccord, la direction finit par se rallier à l'opinion des autorités nationales, se désolidarisant des membres des services du FMI. Parfois, il arrive que les autorités demandent qu'un chef de mission ou un membre de la mission soit remplacé. S'il y a eu parfois de bonnes raisons à cela, notamment en cas d'inadéquation des compétences, voire de conflit de personnalité, ces décisions devraient être clairement expliquées aux personnes concernées, sinon elles peuvent dissuader le personnel de donner un avis contraire aux autorités nationales. Si de telles situations sont rares, il est évident que l'ensemble des services du FMI en a été informé, ce qui a pu créer une certaine autocensure.

64. **Les pressions en vue de la mise en place de certaines initiatives ont détourné l'attention de la direction de préoccupations urgentes liées à l'économie mondiale; la mise en œuvre de ces initiatives ont aussi eu pour effet de détourner l'attention des services du FMI.** Dans une organisation multilatérale comme le FMI, il est normal que les autorités nationales influencent le lancement et l'élaboration d'initiatives politiques. L'impression a en effet été donnée, que les gros actionnaires étaient à la base de certaines initiatives qui sont perçues comme ayant détourné l'attention de l'institution de la crise en gestation. Les deux grandes illustrations de cette situation furent : les travaux qui ont mené à l'adoption de la décision de 2007 sur la surveillance bilatérale, qui a centré l'attention des services du FMI sur l'analyse des taux de change et renforcé la focalisation sur les déséquilibres mondiaux; et la réduction des effectifs du FMI mises en œuvre en 2008, qui a monopolisé l'attention de la direction et des cadres dirigeants du FMI à un moment décisif.

65. Plusieurs autorités nationales et d'autres parties prenantes ont signalé les problèmes relatifs à la **gouvernance du FMI en général** comme un facteur essentiel pour comprendre la performance du FMI à l'approche de la crise. Elles ont indiqué que pour accroître son efficacité, le FMI devait préciser les rôles respectifs du Conseil, du Directeur général, de ses adjoints, et établir un cadre de responsabilisation précis. Dans un enquête réalisée en 2007, les administrateurs du FMI ont mis en relief le manque d'équité et de responsabilisation comme entraves à la capacité du FMI à réagir de manière efficace, face aux risques émergents (BIE, 2008).

V. POUR LE RENFORCEMENT DE L'EFFICACITÉ DE LA SURVEILLANCE DU FMI

66. **En abordant ces recommandations, le but n'est pas de prévoir les crises étant donné qu'elles sont, comme leurs déclencheurs, intrinsèquement imprévisibles.** Il s'agit plutôt de renforcer le cadre de fonctionnement du FMI et sa capacité d'analyse afin de lui permettre de mieux déceler les risques et facteurs de vulnérabilité, et d'alerter ses pays membres à temps pour éviter ou amortir l'impact d'une crise à venir. Le FMI doit promouvoir une culture d'anticipation en matière de prévention des crises plutôt que de favoriser une posture de réaction en matière de riposte et de gestion des crises. Il se doit de prendre des mesures de prévention et d'atténuation des crises à venir, autant qu'il lui appartient de remédier aux carences mises en évidence par les crises antérieures³³. À cet effet, le FMI devrait constamment surveiller les facteurs de risque et mettre l'accent sur les vulnérabilités, plutôt que de jouer un rôle d'accompagnement enthousiaste des autorités et de leur économie.

67. **Le FMI a déjà pris des mesures pour combler certaines des lacunes mises en évidence dans la période qui a mené à la crise.** Parmi ces mesures, il faut citer l'inclusion des pays avancés dans l'exercice d'évaluation des vulnérabilités, le lancement de l'exercice d'alerte précoce, l'accroissement des travaux de recherche sur les liens macrofinanciers, l'élaboration de rapports d'analyse des effets de débordement et de contagion des économies d'importance systémique et la récente décision d'intégrer les évaluations de la stabilité financière réalisées dans le cadre du PESF, une composante obligatoire de la surveillance des 25 secteurs financiers les plus importants au plan systémique. Il faut se féliciter de ces avancées. Toutefois, le FMI a fait état du besoin de prendre des dispositions de cette nature après les précédentes crises, mais certaines n'ont pas été suivies d'effet tandis que d'autres n'ont pas eu les résultats positifs escomptés. Il est donc essentiel d'établir une procédure de suivi des réformes et d'évaluation de leur impact, sur laquelle sera fondée la conception de toute nouvelle initiative correctrice. Ceci vaut autant pour les recommandations suivantes du BIE que pour les réformes et recommandations en cours, émanant de précédentes études (annexe 6). La mise en œuvre de ces initiatives devra faire l'objet d'une étroite attention de la direction et de la supervision du Conseil, et bénéficier de l'appui des autorités nationales.

68. **La nécessité de corriger les faiblesses de la gouvernance du FMI est le fil conducteur des recommandations du présent rapport,** et un thème récurrent des évaluations du BIE. Dans ce contexte, il est essentiel de préciser les rôles et responsabilités du Conseil, de la direction et des cadres dirigeants dans la mise en place des incitations visant

³³ La plupart des recommandations ci-après visent des modifications destinées à traiter les risques et facteurs de vulnérabilité du secteur financier. Le FMI devrait aussi passer en revue les risques et facteurs de vulnérabilité d'autres secteurs qui pourraient provoquer une crise à l'avenir. À titre d'exemple, une crise future pourrait avoir des origines budgétaires et/ou de viabilité de la dette. Dans ce cas, l'éventuelle riposte pourrait consister à établir un programme diagnostique complet centré sur les finances publiques, obéissant aux modalités de mise en œuvre du PESF.

à permettre aux services du FMI de produire des évaluations sans complaisance, à surmonter les obstacles de la culture de cloisonnement et des «luttres de clan», et à faire face aux contraintes politiques. Le FMI se doit d'améliorer ses mécanismes de suivi de la mise en œuvre de ses actions et d'établir un cadre de responsabilisation clair.

69. Cinq recommandations générales sont présentées ici, suivies chacune de plusieurs suggestions spécifiques sur leurs modalités de mise en œuvre. Ces suggestions devraient être considérées comme le point de départ d'une réflexion plus approfondie; elles ne sont pas forcément la seule marche à suivre car d'autres formules peuvent être adoptées, mais avec des implications sensiblement différentes en termes de ressources.

Créer un environnement qui encourage la franchise et l'expression de point de vues variées/divergentes

- Rechercher activement à obtenir des avis alternatifs ou divergents en associant régulièrement d'éminents analystes extérieurs au FMI aux discussions du Conseil et/ou de la direction.
- Créer une unité d'évaluation des risques directement rattachée à la direction et chargée d'établir des scénarios de risques des pays d'importance systémique et d'analyser les risques majeurs induits pour l'économie mondiale. Cette unité devrait organiser périodiquement des séminaires pour le Conseil et mesurer le degré d'adéquation de l'intégration de ses analyses à la surveillance multilatérale et bilatérale.
- Changer la culture de cloisonnement en augmentant la diversité des compétences professionnelles représentées au sein du personnel du FMI, et en recrutant en particulier plus d'experts du secteur financier, plus d'analystes financiers rompus au fonctionnement des marchés et davantage d'économistes ayant une expérience de décideurs.
- Veiller à ce que les résumés des travaux du Conseil fassent mieux ressortir les sujets de profonds désaccords ainsi que les points de vue minoritaires.
- Encourager les services du FMI à être plus francs s'agissant des «facteurs inconnus que nul n'ignore» de manière à mieux remettre en cause leurs propres idées préconçues, et à faire clairement état des limites des données disponibles et des outils techniques qui sous-tendent leurs analyses.

Renforcer les incitations à «faire usage de franc-parler face à l'autorité»

- La direction devrait encourager les services du FMI à poser des questions délicates et à contester son point de vue et celui des autorités nationales. Les analyses bien

étayées devraient avoir le soutien de la direction et du Conseil, même lorsque le diagnostic posé pourrait ne pas plaire aux autorités nationales.

- Pour promouvoir une plus grande efficacité de la surveillance bilatérale, il conviendrait d'envisager la possibilité de publier des rapports des services sans nécessiter l'aval du Conseil. Ceci pourrait être suivi d'un processus structuré de revue par les pairs pour donner plus de poids à la surveillance.
- Mieux définir les rôles et responsabilités des membres du Conseil et de la direction afin de mettre les services du FMI à l'abri de contraintes d'ordre politique dans la conduite des exercices de surveillance.
- Réaliser des autoévaluations régulières à l'échelle du FMI pour jauger l'état de santé et le fonctionnement de l'institution. À l'instar d'entreprises privées et de certaines organisations internationales, cet exercice devrait être piloté par un consultant externe indépendant dont les conclusions seraient remises au Conseil. Outre l'examen de considérations comme le moral du personnel, la communication, l'esprit d'équipe et la diversité, ce travail devrait mesurer le sentiment du personnel du FMI sur ses aptitudes à contester la pensée dominante dans les discussions internes et celles des autorités dans le cadre de la surveillance.

Mieux intégrer les enjeux du secteur financier aux évaluations du cadre macroéconomique

- La récente décision du Conseil faisant du volet de l'évaluation de la stabilité financière du PESF une composante obligatoire de la surveillance, par le FMI et tous les cinq ans, des 25 principales places financières systémiques est salubre. Il est néanmoins impératif de veiller à ce que le champ, la périodicité et la participation aux évaluations obligatoires de la stabilité financière soit à la mesure de l'évolution rapide des marchés et des institutions financières. La couverture des questions institutionnelles, réglementaires et de supervision en particulier, est essentielle pour garantir la robustesse de ces évaluations. Le Conseil devrait aussi réétudier la possibilité d'imposer une évaluation obligatoire de la stabilité financière tous les trois ans, une fois que le FMI aura rassemblé assez d'informations sur la vitesse d'obsolescence de ces évaluations au regard des systèmes financiers correspondants.
- Poursuivre le renforcement du PESF et résoudre les problèmes, signalés à l'annexe 5, qui en ont limité l'efficacité durant la période qui a précédé la crise³⁴. Il s'agit en particulier de :

³⁴ Cette recommandation s'inspire du document intitulé «Le programme d'évaluation du secteur financier dix ans après : données de référence» (FMI, 2009b).

- concevoir des outils d'analyse afin de mieux intégrer l'analyse et les résultats des PESF à la surveillance bilatérale;
 - continuer à améliorer la rigueur analytique des évaluations en renforçant la méthodologie d'évaluation du risque de liquidité, des effets de débordement et de contagion;
 - pour les tests de résistance et l'analyse contenus dans les PESF, envisager des chocs plus prononcés tenant compte des évolutions internes, mondiales et régionales et des risques (en prenant appui sur l'exercice d'alerte précoce, le *WEO* et le *GFSR*);
 - accroître le degré de franchise et de clarté des ESSF, notamment par un examen explicite des données et des réserves méthodologiques relatives aux résultats des tests de résistance;
 - Accorder plus d'attention au rôle des institutions non bancaires et des marchés, ainsi que des conglomérats financiers lors de l'évaluation de la stabilité financière.
- Le FMI devrait renforcer sa capacité à suivre, à évaluer et à donner régulièrement l'alerte sur la stabilité des places et institutions financières internationales et d'importance systémique. À cet effet, il lui appartient de continuer à renforcer sa collaboration avec le CSF, plus particulièrement en ce qui concerne l'élaboration des structures nécessaires pour améliorer l'efficacité du suivi de la stabilité financière. Mais le FMI doit aussi renforcer sa propre capacité à évaluer de manière indépendante les risques et facteurs de vulnérabilité du secteur financier dans le cadre de la surveillance bilatérale.
 - la direction devrait fournir un rapport au Conseil, à intervalle semestriel, concernant les résultats de ses efforts de renforcement de l'intégration macrofinancière à la surveillance bilatérale et multilatérale. La recherche sur les liens macrofinanciers doit constituer une haute priorité.
 - Affermir les compétences internes du FMI en matière de secteur financier, en mettant à jour les connaissances des services du FMI par des actions de formation et le recrutement de participants rompus au fonctionnement du marché financier tant au sein du Département des marchés monétaires et de capitaux (MCM) que des départements géographiques.
 - les missions envoyées dans les pays du G-20 et d'autres grandes places financières devraient inclure des experts financiers chevronnés. En outre, le Département MCM devrait jouer un rôle prépondérant dans la surveillance de ces économies, en ayant par

exemple une fonction de validation comme celle du Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation.

Faire échec aux attitudes et à la culture du cloisonnement

- La direction devrait préciser les rôles et responsabilités en matière de revue interne, afin notamment de faire le lien entre des éléments apparemment disparates. Elle devrait responsabiliser les unités compétentes et leurs cadres dirigeants au sujet de l'intégration de la surveillance multilatérale et bilatérale, en tenant compte des différents points de vue, en tirant parti de l'expérience que le FMI a des pays et en veillant à la cohérence des politiques appliquées aux pays/régions sur les questions transversales.
- Établir la collaboration entre les départements dès les premières étapes des consultations de l'article IV et de la définition des thèmes et enjeux des documents de la surveillance multilatérale. Faire en sorte que les divergences majeures entre les départements soient traitées au fur et à mesure qu'elles apparaissent.

Livrer un message clair et cohérent aux pays sur les perspectives et les risques mondiaux

- Veiller à ce que l'évaluation de l'économie mondiale soit cohérente et exhaustive, en prenant position sur un scénario central accompagné de spécifications claires des risques et des facteurs de vulnérabilité qui l'entourent. Cette évaluation devrait être communiquée aux pays membres avec clarté. L'un des moyens de le faire et de mieux intégrer l'analyse et les évaluations des *Perspectives de l'économie mondiale (WEO)* et du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*GFSSR*). Le FMI pourrait aussi publier un rapport distinct sur la surveillance mondiale, à savoir un document succinct et rédigé sans faux-fuyants sur les perspectives macroéconomiques, les risques pour la stabilité financière mondiale et les effets potentiels de débordement.
- Sur les questions d'importance systémique, le FMI devrait être prêt à pencher plus souvent en faveur de la mise en évidence des risques et facteurs de vulnérabilité, au lieu de privilégier les éventuels scénarios favorables. Une telle démarche innovante devra être examinée et recevoir l'approbation de l'ensemble des pays membres.

Annexe 1. Historique des événements importants

2004

- *É.-U.* : La Réserve fédérale relève les taux d'intérêt pour la première fois en quatre ans (juin)
- Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire publie les normes dites de Bâle II (juin)
- *FMI* : Rodrigo de Rato devient Directeur général (DG) (juin)
- *FMI* : Conclusion de l'examen biennal de la surveillance : l'analyse du secteur et des marchés financiers n'est pas intégrée à la surveillance bilatérale (juillet)
- *É.-U.* : Le taux annuel d'augmentation des prix immobiliers culmine à plus de 20 % (juillet)
- *É.-U.* : La SEC suspend la règle applicable aux fonds propres nets pour les «cinq grandes» banques d'investissement (août)

2005

- *É.-U.* : Greenspan relève des signes indiquant la formation de bulles sur les marchés locaux et déclare que les prix de l'immobilier ne sont pas tenables (juin)
- *FMI* : Dans son discours à Jackson Hole, Rajan note que l'évolution des marchés financiers a accru les risques dans le monde et que les incitations dans le secteur financier sont faussées; une étude conclut à la faible probabilité qu'un ralentissement très coûteux se produise (août)

2006

- *FMI* : Le Directeur général demande que les rapports des services du FMI incluent une analyse des facteurs de vulnérabilité des marchés financiers et des bilans (mars)
- *FMI* : Un Directeur général adjoint déclare que le FMI remplit désormais davantage un rôle de médecin (préventif) qu'un rôle de pompier (juin)
- *É.-U.* : Les prix de l'immobilier atteignent des niveaux record (juillet)
- *É.-U.* : La Réserve fédérale maintient les taux d'intérêt inchangés pour la première fois après deux ans de hausses (août)
- *R.-U.* : *The Daily Telegraph* prédit une pénurie de crédit (septembre)
- *FMI* : Le Département des marchés de capitaux internationaux (ICM) et celui des systèmes monétaires et financiers (MFD) sont regroupés en un nouveau département, le Département des marchés monétaires et de capitaux (MCM) (décembre)

janvier–juin 2007

- *É.-U.* : Le marché des prêts hypothécaires *subprime* s'effondre
 - Freddie Mac annonce l'arrêt des achats de prêts *subprime*/titres adossés à des créances hypothécaires à risque (février)
 - Début de la vente forcée de Countrywide et d'autres établissements de prêts immobiliers (février)

- New Century Financial Corp. se place sous la protection du Chapitre 11 (avril)
- *FMI* : Consultations multilatérales sur les déséquilibres économiques mondiaux (avril)
- *FMI* : Le Conseil d'administration réexamine la décision de 1977 sur la surveillance (janvier-juin)
- *É.-U.* : Moody's décline 100 obligations adossées à des prêts *subprime* (juin)
- *É.-U.* : Bear Stearns suspend les remboursements pour ses fonds spéculatifs (juin)

juillet-décembre 2007

- *É.-U.* : Le secteur financier connaît des tensions
 - S&P met sous surveillance 612 titres adossés à des créances hypothécaires *subprime*
 - Bear Stearns liquide deux fonds spéculatifs de titres adossés à des créances hypothécaires (juillet)
 - American Home Mortgage Invest. Corp. se place sous la protection du Chapitre 11 (août)
- Les marchés financiers mondiaux montrent des signes de tension; baisse de la liquidité sur les marchés interbancaires (août-septembre)
 - BNP Paribas met fin aux remboursements pour trois fonds spéculatifs
 - La BCE injecte 95 milliards d'euros sur le marché
 - La Réserve fédérale des États-Unis abaisse le taux d'escompte (août) et le taux des Federal Funds (septembre)
- *R.-U.* : La Banque d'Angleterre octroie des liquidités à Northern Rock
- *CMFI* : Les bases de l'économie sont saines, croissance robuste des pays émergents et en développement (octobre)
- *FMI* : Dominique Strauss-Kahn devient Directeur général (novembre)
- *É.-U.* : Le Comité de l'open-market lance des accords de swap temporaires pour six mois (BCE, BNS) (décembre)
- *DG* : Messages (décembre)
 - Externe : Le FMI a un rôle clé à jouer face à la «pénurie de crédit»
 - Interne : 100 millions de dollars d'économies, la réduction d'effectifs va aller de l'avant

janvier-août 2008

- *FMI* : Groupe de travail sur les crises financières à venir, dirigé par le Premier Directeur général adjoint (janvier)
- *R.-U.* : Le Trésor britannique prend le contrôle de la banque Northern Rock (février)
- *É.-U.* : La Réserve fédérale annonce un financement pour JPMorgan Chase en vue de l'acquisition de Bear Stearns (mars)
- *FMI* : Le Conseil d'administration a un débat sur les dérèglements en cours; approuve un nouveau modèle de financement pour le FMI (mars) ainsi que la restructuration administrative et la réduction des effectifs (avril)
- *É.-U.* : Enchères publiques, augmentation des lignes de crédit réciproques existantes (mai)

- *FMI* : Publication de la déclaration du DG faisant état du recentrage des activités du FMI sur les grands problèmes économiques et financiers mondiaux plutôt que sur les questions internes (juillet)
- *É.-U.* :
 - Mise sous administration judiciaire de IndyMac par l'*Office of Thrift Supervision* (juillet)
 - Autorisation temporaire d'acheter au besoin des titres de participation de Fannie/Freddie (juillet)
 - Le Comité de l'open-market annonce que «les risques baissiers pesant sur la croissance se sont sensiblement accentués» (août)

septembre 2008

- *É.-U.* : Événements déterminants sur les marchés financiers :
 - Fannie/Freddie sont placés sous administration judiciaire provisoire (7 septembre)
 - Lehman Brothers dépose le bilan (15 septembre)
 - L'État accorde un prêt d'urgence à AIG (16 septembre)
- Début des désengagements massifs sur le marché monétaire/blocage des marchés du crédit (16–17 septembre)

Annexe 2. Facteurs ayant contribué à la crise, selon les services du FMI

Cette annexe est tirée de la propre analyse ex post du FMI. D'après les services de l'institution, les facteurs ci-après ont contribué à la crise³⁵ :

Forces macroéconomiques : Une longue période de croissance forte, de taux d'intérêts réels peu élevés et de faible volatilité ont conduit à envisager l'avenir avec un optimisme excessif, poussé les prix des actifs à la hausse et encouragé le recours à l'endettement, et suscité la recherche de rendements élevés ainsi qu'une sous-estimation des risques.

- **Politique monétaire :** Les taux d'intérêt à court terme étaient faibles, ce qui s'explique par le caractère procyclique des politiques monétaires. Les banques centrales et les autorités de contrôle du secteur financier s'intéressaient essentiellement à l'inflation et à l'activité globale, et pas assez à l'accumulation de risques systémiques provoquée par la hausse rapide des prix des actifs (en particulier sur le marché immobilier) et le recours croissant à l'endettement.
- **Déséquilibres mondiaux :** Ces déséquilibres ont aussi joué un rôle dans l'accumulation de risques systémiques. Le volume élevé de l'épargne en Asie et dans les pays pétroliers excédentaires a eu pour contrepartie un afflux massif de capitaux aux États-Unis et en Europe. Cela a contribué à maintenir bas les taux d'intérêt à long terme, ce qui a encouragé la hausse des prix des actifs, le recours à l'endettement, la recherche de rendements élevés et, partant, la création d'actifs assortis de risques élevés.

Architecture mondiale : La fragmentation du système de surveillance a exacerbé l'incapacité de percevoir la montée des facteurs de vulnérabilité et des risques. La coordination et la collaboration multilatérales étaient dépourvues de l'impulsion directrice qui aurait été nécessaire pour contrer convenablement les risques systémiques. Sur le plan de la réglementation financière, il n'existait aucune règle préexistante régissant les cas de faillites transnationales ou la répartition des charges. Étant donné qu'il n'existait pas non plus de mécanisme global d'assurance pour faire face aux pénuries de liquidités, la riposte internationale ne pouvait être qu'inadaptée lorsque les marchés interbancaires du monde entier se sont grippés.

Système financier : Les nouveaux instruments et structures comportaient des risques plus élevés qu'il n'y paraissait. La présomption que ces nouveaux titres avaient permis de disperser les risques bancaires ne tenait pas compte d'un fait plus lourd de conséquences, à

³⁵ IMF (2009c); "The Recent Financial Turmoil—Initial Assessment, Policy Lessons, and Implications for Fund Surveillance," April 9, 2008

savoir que le risque restait concentré dans des entités liées au cœur même du système bancaire. L'optimisme ambiant a eu raison de la discipline du marché, la mission de vigilance a été déléguée aux agences de notation et le système de rémunération en vigueur dans le secteur financier, fondé sur les profits à court terme, a accentué la tendance à prendre des risques.

- **Périmètre de réglementation :** Aux États-Unis, un système bancaire parallèle peu réglementé et échappant généralement à toute surveillance était devenu aussi grand que le système bancaire formel. Les banques se soustrayaient au respect des normes de fonds propres en déplaçant le risque sur des entités affiliées du système parallèle. Les autorités de réglementation financière n'étaient pas équipées pour détecter la concentration des risques ni les incitations faussées qui se cachaient derrière le boom des innovations financières. La supervision globale et les normes de souscription souffraient de nombreuses déficiences.
- **Discipline de marché :** La vigilance requise dans l'évaluation des contreparties et des garanties a fait défaut. Le système de contrôle et de réglementation incitait à donner trop d'importance à des notations établies selon des méthodologies déficientes et inadaptées aux produits structurés complexes, de sorte qu'il n'a pas permis de prendre toute la mesure des risques. Les agences de notation étaient entachées par des conflits d'intérêts. La discipline du marché était érodée par le fait que les établissements les plus grands et les plus interconnectés étaient considérés comme «trop gros pour faire faillite». La complexité et l'opacité des instruments de crédit structuré ont sapé la discipline du marché. Dans de nombreux établissements financiers, les pratiques de gestion des risques, appuyées sur une capacité de jugement et une gouvernance défaillantes, étaient déficientes : les modèles de gestion des risques étaient utilisés par des personnes dont le jugement laissait à désirer et les alertes lancées par les gestionnaires de risques étaient parfois ignorées ou minimisées par la haute direction.
- **Procyclicité :** Les pratiques réglementaires, le traitement comptable (à la juste valeur) des produits structurés, les notations et les incitations sont autant d'éléments qui ont amplifié le boom du crédit et accentué les perturbations sur les marchés. Certaines initiatives réglementaires récentes (notamment Bâle II) ont pu aussi intensifier les comportements procycliques.
- **Défaut d'information :** La communication des informations financières était inadaptée et minimisait les risques supportés par les entités à l'origine de ces informations. Les données connues des instances de réglementation et des marchés étaient très incomplètes tout comme leur compréhension des risques sous-jacents. Ce manque d'information concernait en particulier les risques inhérents aux produits structurés complexes, le degré d'endettement et la concentration des risques dans les établissements financiers d'importance systémique, la difficulté d'évaluer les risques

de liquidité et de contrepartie, et les risques inscrits au bilan ainsi que leurs liens avec les risques hors bilan. Les lacunes des modèles et des méthodes d'évaluation ont aussi joué un rôle.

- **Gestion de la crise :** Les différences entre pays concernant les mécanismes en place pour apporter en urgence des liquidités ainsi que les déficiences des structures de gestion de crise, notamment en matière d'assurance des dépôts, ont joué un rôle dans la propagation de la crise.

Annexe 3. Pays pris en compte dans l'évaluation

Les pays pris en compte dans l'évaluation sont les suivants : Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Autriche, Bélarus, Bosnie-Herzégovine, Brésil, Canada, Chine, Colombie, Costa Rica, El Salvador, Espagne, France, Guatemala, Hongrie, Inde, Indonésie, Irlande, Islande, Italie, Jamaïque, Japon, République de Corée, Lettonie, Luxembourg, Mexique, Pologne, Roumanie, Russie, Serbie, Seychelles, Suisse et Union Européenne.

Cette liste comprend le G-20 ainsi que les pays (hormis les pays à faible revenu) qui ont conclu un nouvel accord avec le FMI, notamment des engagements conditionnels sous forme d'une ligne de crédit modulable (jusqu'à fin 2009). Y figurent aussi des places financières telles que le Luxembourg et la Suisse et des pays comme l'Irlande et l'Espagne qui présentaient des facteurs de vulnérabilité semblables à ceux qui ont précipité la crise aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Annexe 4. Analyse et diagnostic avancés des facteurs qui ont mené à la crise

Plusieurs analystes externes au FMI ont attiré l'attention sur les facteurs de vulnérabilité et les déficiences au niveau de l'action des pouvoirs publics qui ont été à l'origine de la crise. Nous reprenons ici brièvement certaines de ces contributions parues jusqu'à fin 2006.

Mises en garde contre le risque d'effondrement du marché immobilier :

- illustrant le caractère structurel de la spéculation sur les prix des logements par une analyse historique de la montée des prix de l'immobilier (Shiller, 2005);
- prédisant une récession par ajustement des prix des actifs (Krugman, 2006; Richebacher, 2006);
- établissant un lien entre le caractère intenable des bilans des ménages et un renversement accentué de leurs dépenses (Parenteau, 2006).

Prévisions faisant état d'un lien entre un effondrement du marché immobilier et une implosion du secteur financier :

- fondées sur la prise de conscience qu'une bulle des prix d'actifs reposant sur des prêts hypothécaires *subprime* intenable ne pouvait pas durer (Burry, 2005, décrit dans Lewis, 2010),
- fondées sur la localisation des risques hypothécaires et l'analyse de leurs répercussions pour les établissements qui en seront détenteurs après l'effondrement du marché immobilier (Roubini, 2006).

Mise en évidence des déficiences au niveau de l'action des pouvoirs publics et des risques qui en découlaient :

- mise en garde concernant la nécessité de durcir les règles de transparence ainsi que la surveillance des marchés de gré à gré de produits dérivés (Commodity Futures Trading Corporation, 1998)
- mise en garde concernant les risques et les conflits d'intérêts inhérents à la pratique qui consiste à confier à des agences de notation privées l'appréciation de la qualité des prêts et à s'en servir de référence pour assouplir les normes de fonds propres (Shadow Financial Regulatory Committee, 2000).
- mise en évidence d'une série de risques découlant du caractère évolutif de la finance structurée (compte rendu des débats d'une conférence organisée par l'institut du FMI, 2005)

Appel pressant aux autorités monétaires pour qu'elles tiennent compte de l'impact de leur action sur l'expansion du crédit et les prix des actifs et mise en garde contre les inconvénients qui en résulteraient si elles ne le faisaient pas (Borio et Lowe, 2002; Borio et White, 2003).

Mais au sein du FMI aussi certains observateurs se sont montrés particulièrement clairvoyants quant aux risques et facteurs de vulnérabilité qui se faisaient jour, comme en témoignent les contributions rapportées ci-après, parues jusqu'à fin 2006.

Identification des risques découlant de l'évolution des marchés financiers :

- s'exprimant à titre personnel, le Conseiller économique du FMI a averti que l'évolution des marchés financiers et les incitations régissant la rémunération des gestionnaires d'investissement accentuaient les risques au sein du système financier, ce qui pouvait aboutir, à terme, au blocage du marché interbancaire et entraîner une véritable crise financière (Rajan, 2005);
- «un grand problème complètement passé sous silence est le risque qu'une pénurie de liquidités n'ait un effet amplificateur en cas de flambée des prix; cette question devra être traitée en priorité lors des actions qui seront engagées à l'avenir pour continuer d'améliorer l'architecture financière mondiale» (*Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, 2005);
- «Historiquement, le risque le plus important pour les marchés financiers en période de prospérité est la complaisance. Les primes de risque actuelles ne laissent pratiquement pas de place aux erreurs de valorisation des actifs» (*Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, 2005);
- L'évolution conjoncturelle et structurelle des marchés financiers mondiaux pourrait «se révéler dangereuse pour la stabilité financière» (*Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, 2005);
- la combinaison de primes de risque faibles, de complaisance et de systèmes inédits de gestion des risques afférents à des instruments financiers complexes pourrait devenir dangereuse pour les marchés financiers. La prolifération d'instruments financiers complexes à fort effet de levier (tels que les dérivés de crédit et les produits structurés) ont rendu le risque de liquidité de plus en plus important (*Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, 2005).

Mise en évidence des déficiences réglementaires et des risques qui en découlaient :

- risques que présentent les marchés de gré à gré de produits dérivés non réglementés, notamment les conséquences que la désintégration des contrats sur dérivés pourrait avoir pour la liquidité. «Il pourrait y avoir un tsunami dans le domaine du crédit qui

pourrait se muer en mélange détonant...», disait un analyste évoquant les risques de contrepartie et l'évaporation des liquidités (Schinasi, 2006);

- «... le risque de crédit qui semble avoir quitté le système bancaire pourrait en fait ne pas avoir disparu du tout» (déclaration d'un membre du Conseil d'administration au sujet du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, 2006).

Prévisions faisant état d'un lien entre un effondrement du marché immobilier et une implosion du système financier :

- «plus les [bulles de prix d'actifs sans justification économique fondamentale] durent longtemps, plus le risque de corrections perturbatrices est élevé» (*Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, 2004).

Mises en garde contre le risque d'effondrement du marché immobilier :

- «particulièrement préoccupé» par la forte hausse des prix de l'immobilier au Royaume-Uni, en Australie, en Irlande et en Espagne, et, dans une moindre mesure, aux États-Unis et en Nouvelle-Zélande (*Perspectives de l'économie mondiale*, 2004);
- «une inquiétude accrue» suscitée par la bulle des prix d'actifs et la forte correction de cette bulle (*Perspectives de l'économie mondiale* 2004);
- préoccupation quant à la possibilité d'un ralentissement synchronisé avec des effets néfastes considérables (*Perspectives de l'économie mondiale*, 2004).

Ébauche des contours d'une crise financière systémique dans le contexte des déséquilibres mondiaux (document de référence pour les consultations multilatérales menées par une équipe d'experts financiers du FMI, 2006):

«... l'ajustement des déséquilibres mondiaux pose des risques pour le secteur financier. Les déséquilibres mondiaux ont leur contrepartie dans les bilans sectoriels ainsi que dans les portefeuilles et le profil de risque des établissements financiers. Un ajustement désordonné aurait vraisemblablement des conséquences pour les secteurs où les banques sont le plus engagées ... Il est difficile d'évaluer le comportement qu'adopteraient les marchés financiers en cas de perturbation car nous sommes en présence de produits et de marchés financiers qui n'ont encore jamais eu à affronter des dérèglements systémiques mondiaux. Ces effets n'ont pas été pris en compte dans l'analyse ultérieure des risques pesant sur les systèmes bancaires, mais il y a lieu de s'y intéresser lors des consultations multilatérales.»

«... préoccupé par l'utilisation accrue de produits hypothécaires non traditionnels pour lesquels on ne dispose guère d'informations historiques en matière de défaut de paiement... historiquement, les pertes sur prêts hypothécaires sont généralement

faibles, mais la prolifération des instruments hypothécaires novateurs a accentué les risques potentiels. Une correction prononcée des prix de l'immobilier conjuguée à un ralentissement de l'activité économique pourrait entraîner une forte hausse des retards de paiement sur les prêts accordés aux ménages et les prêts immobiliers commerciaux. Dans la mesure où les emprunteurs ont peut-être une compréhension imparfaite des produits hypothécaires non traditionnels, un environnement caractérisé par des taux d'intérêt plus élevés pourrait présenter des risques pour les banques sous forme d'atteinte à leur réputation et de poursuites judiciaires.»

«... Dans plusieurs pays, les banques et autres établissements financiers sont massivement exposés au marché immobilier, notamment au marché hypothécaire des États-Unis par le biais d'investissements en titres adossés à des prêts hypothécaires. Étant donné que l'on ne connaît pratiquement rien des effets ultimes du transfert de risque entre établissements et secteurs, il est aussi possible que les risques de contrepartie et la concentration malavisée de risques entraînent un phénomène de contagion financière, qui amplifierait les coûts d'un scénario de dérèglements.»

Annexe 5. Lacunes dans les PESF des pays avancés

La présente annexe décrit les principaux facteurs qui ont contribué au bilan contrasté des PESF dans les pays avancés sur le plan de leur qualité et de leur utilité. Elle repose sur les PESF de pays avancés pendant la période 2004–08 et une rétrospective du PESF sur dix ans effectuée par les services du FMI (FMI, 2009b).

Manque de franchise et de clarté : Cela semble être davantage un problème dans les PESF des pays avancés que dans ceux des autres pays : certaines évaluations de pays émergents comportaient des critiques appuyées et directes en ce qui concerne les risques et les facteurs de vulnérabilité. Selon FMI (2009b), un manque de franchise et de clarté «pourrait être le signe d'une volonté des membres de l'équipe d'éviter des conflits avec les autorités nationales». La tendance habituelle consiste à présenter un tableau «équilibré», en commençant par des observations positives avant d'évoquer les risques éventuels.

Traitement inexistant ou insuffisant des questions revêtant de l'importance pour la crise : Les questions touchant aux risques de liquidité, aux moyens en place pour faire face à une crise, aux faillites bancaires et aux risques afférents aux financements extérieurs semblent avoir été traitées de façon moins systématique dans les PESF des pays avancés que dans ceux des pays émergents. Par exemple, pour évaluer les risques de liquidité, le PESF considérait parfois uniquement les instruments de gestion de la liquidité à la disposition de la banque centrale. Certains aspects des marchés de capitaux qui auraient dû être examinés dans les pays avancés (titrisation d'actifs, billets de trésorerie et marchés de financement à court terme) n'ont pas été systématiquement pris en compte.

Lacunes des tests de résistance. Selon FMI (2009b), «les tests de résistance... n'ont pas apporté d'informations vraiment pertinentes au sujet de la crise.» Cela tient notamment aux raisons suivantes : les chocs qu'ils spécifiaient n'étaient pas assez forts (ce qui s'explique en partie par la sensibilité des autorités nationales et la difficulté de «penser l'impensable»); ils ne prenaient pas en compte des sources importantes d'instabilité — risques de liquidité, concentration des engagements dans l'immobilier, risques hors bilan; ils s'appuyaient sur des données inadéquates, en particulier pour ce qui est des risques hors bilan et des interconnexions au sein des bilans; à quoi s'ajoutent les difficultés méthodologiques que pose la modélisation des risques de liquidité, des vecteurs de contagion, des effets secondaires, des non-linéarités et des corrélations entre portefeuilles.

Non-intégration des dimensions multilatérales. Les PESF de la plupart des pays ne traitent pas des questions macroéconomiques mondiales ni de ce qui se passe dans les pays qui ont des liens économiques étroits avec le pays concerné. Ils se concentrent en général sur les questions et les scénarios nationaux sans s'intéresser aux risques transnationaux ou aux répercussions au delà des frontières, aux questions transversales ou aux risques économiques mondiaux. En fait, lorsque les risques mondiaux étaient pris en considération, le scénario illustrait l'effet d'un effondrement désordonné du dollar, conformément à l'approche du FMI, alors que ce n'est pas de cette manière que la crise a touché les secteurs financiers.

Des messages rassurants qui incitent à la complaisance : Parmi les principaux messages figurant dans les PESF des pays avancés au cours de la période qui a immédiatement précédé

la crise, on citera les suivants : «en ce qui concerne le système financier, les perspectives sont positives»; «les établissements financiers disposent de marges suffisantes pour résister à divers chocs»; «la diversification des sources étrangères de financement de gros est un facteur de solidité»; «il ressort des tests de résistance (...) que, dans l'ensemble, le système financier est à même d'absorber une baisse sensible des prix de l'immobilier»; «dans l'ensemble, le secteur financier est solide et devrait pouvoir résister à des chocs de grande ampleur, mais plausibles»; «on n'a recensé aucune faiblesse pouvant engendrer des risques systémiques».

Annexe 6. Conclusions/recommandations de rapports et évaluations antérieurs

Rapport Whittome sur la surveillance du Mexique par le FMI (1995)

- La culture du FMI n'encourage pas un examen franc des risques. Le personnel de l'institution a pour habitude d'anticiper sur les avis de la Direction et du Conseil d'administration.
- Le Directeur général doit insister pour que l'analyse soit pertinente et significative, et il doit prendre la responsabilité du caractère plus ou moins «politique» du message figurant dans les conclusions des services de l'institution.

Évaluation externe de la surveillance exercée par le FMI (1999)

- Le FMI devrait faire porter davantage sa surveillance sur les questions touchant au secteur financier et aux marchés de capitaux.
- Il est nécessaire de développer le lien entre surveillance bilatérale et surveillance multilatérale.
- Le Conseil d'administration, la Direction et les cadres supérieurs du FMI devraient essayer de modifier la structure d'incitation en faisant savoir clairement que, au besoin, ils appuieront les avis exprimés en toute franchise par leurs services.
- La surveillance devrait consacrer davantage de temps à l'identification et à l'analyse des diverses possibilités d'action qui s'offrent aux pouvoirs publics.
- Davantage d'experts du secteur financier; davantage d'experts de l'action publique (par exemple au moyen de programmes de détachements ou d'échanges de personnel); et, de façon générale, un recours accru à des experts externes pour contrebalancer l'insularité, le conformisme et l'absence d'expérience de terrain.

Rapport Lipsky (2001)

- Il conviendrait de recentrer le travail d'analyse, les compétences et les activités de soutien sur les questions touchant au secteur financier et aux marchés de capitaux.
- Les liens sont ténus entre la surveillance multilatérale des marchés de capitaux et les activités fondamentales de surveillance bilatérale du FMI.
- Les départements géographiques devraient s'efforcer davantage de suivre l'évolution du marché financier dans les pays dont ils ont la charge.
- La Direction du FMI doit s'employer activement à rendre plus efficace le travail concernant le secteur financier. Cela requiert «un soutien univoque de la haute direction» pour vaincre «l'inertie institutionnelle naturelle».

Rapport McDonough (2005)

- Encourager la collaboration entre départements de manière à promouvoir un enrichissement mutuel entre les services chargés des questions macroéconomiques traditionnelles et ceux qui s'occupent des marchés financiers/des capitaux; mettre fin au manque de communication qui amoindrit l'efficacité et l'influence globales du FMI. Cela requiert une impulsion claire de la part de la Direction et du Conseil d'administration.
- Un changement fondamental d'orientation et de mentalité s'impose dans tous les départements, à la Direction et au Conseil d'administration, avec la mise en place de structures d'incitation visant à récompenser la collaboration et à pénaliser les comportements individualistes, et la fixation d'objectifs clairs en ce qui concerne la prise en compte des questions financières dans la surveillance. Mettre en place un suivi constant de manière à responsabiliser les intéressés.
- Des orientations claires, un suivi continu ainsi qu'un engagement et une impulsion directs, réguliers, continus et visibles de la part du Directeur général et de la haute direction du FMI sont indispensables.
- Un changement fondamental de mentalité s'impose quant à la façon dont le FMI aborde les questions financières. Placer les questions financières au centre plutôt qu'à la périphérie. Les départements géographiques n'ont pas encore complètement intégré la nécessité de ne plus se concentrer autant sur les questions macroéconomiques traditionnelles et d'accorder aux questions financières une place centrale dans leurs activités. Les équipes comportent encore des macroéconomistes classiques qui n'ont pas l'aisance ou l'expertise nécessaires pour traiter les questions financières.
- Les départements fixent leurs propres programmes et priorités. La collaboration systématique est l'exception plutôt que la règle, et elle est limitée pour l'essentiel aux événements qui ont lieu selon un calendrier préétabli. Problèmes symptomatiques d'une mentalité individualiste sous-jacente dans les départements qui empêche la coopération, et structure d'incitation qui récompense la communication «vers le haut» (avec la Direction et le Conseil d'administration) plutôt que transversale au sein de l'institution. Seule une direction forte pourra avoir raison des comportements individualistes au sein de l'institution.
- L'existence de deux publications distinctes (*Perspectives de l'économie mondiale* et *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*) soulève des questions de double-emploi et d'efficacité, et ne contribue guère à promouvoir une approche intégrée des liens entre les évolutions macroéconomiques et financières à l'échelle mondiale. Le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* n'est guère lu ou utilisé par les économistes de l'organisation, qui n'en tiennent pas compte de façon significative dans leur travail sur les pays auxquels ils sont affectés.

Évaluation par le BIE du Programme d'évaluation du secteur financier (2006)

- Améliorer la qualité et l'impact des PESF en classant les recommandations plus clairement par ordre de priorité; améliorer l'analyse fondée sur les tests de résistance; et prendre en compte de façon plus systématique dans l'analyse les liens à caractère transnational dans le secteur financier.
- Renforcer les liens entre les PESF et la surveillance au titre de l'article IV par l'inclusion systématique des PESF et du suivi y afférent dans les activités ordinaires de surveillance. Renforcer le processus d'examen interne de manière à ce que les principaux messages concernant la stabilité macrofinancière soient pleinement pris en compte dans la surveillance au titre de l'article IV.
- La Direction pourrait signaler clairement au Conseil d'administration les pays qui, à son avis, doivent faire l'objet en toute priorité d'un nouveau PESF ou d'une mise à jour, que ces pays l'aient ou non demandé.
- Mettre à profit de façon plus efficace pendant le processus de surveillance les compétences des experts du secteur financier (notamment ceux du Département des systèmes monétaires et financiers, MFD, et du Département des marchés de capitaux internationaux, ICM).

Évaluation par le BIE de la surveillance multilatérale (2006)

- Accroître le rôle du Conseil d'administration et du CMFI dans la surveillance multilatérale.
- Améliorer le contenu et la forme des rapports de surveillance multilatérale en les simplifiant et en les recentrant sur les questions principales.
- Renforcer la surveillance multilatérale en clarifiant les objectifs opérationnels, les stratégies de l'organisation et les responsabilités. Clarifier la portée de la surveillance régionale.
- Intégration du rapport sur les *Perspectives de l'économie mondiale* et du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* à la surveillance bilatérale et multilatérale (structure trop compartimentée; approche ascendante; trop de dispersion entre des prestations trop nombreuses).

Examen triennal de la surveillance (septembre 2008)

- Nécessité d'améliorer l'évaluation des risques (faire le lien entre des éléments apparemment disparates), donner toute leur importance aux éléments inconnus, penser l'impensable), tenir compte des risques extrêmes, incorporer les risques au niveau multilatéral/régional.
- Mieux intégrer la surveillance macroéconomique et la surveillance du secteur financier.

- Améliorer l'analyse des retombées sur l'extérieur et venant de l'extérieur, les analyses transnationales et l'analyse des taux de change.
- Veiller à assurer une communication efficace; préserver les points forts existants.

Annexe 7. Quel jugement portent les autorités nationales sur l'action du FMI³⁶?

Les responsables nationaux interviewés ont déclaré presque à l'unanimité que le FMI ne les avait pas suffisamment prévenus des risques et des facteurs de vulnérabilité qui ont conduit à la crise³⁷. Cependant, ils ont été peu nombreux à incriminer le FMI ou les membres des missions, en reconnaissant que la plupart des observateurs (y compris eux-mêmes et leurs homologues des autres pays) avaient aussi été aveuglés par la période prolongée de prospérité dans le monde. «Pas plus le FMI que nous-mêmes n'avons fait preuve d'une grande imagination», a déclaré l'une des personnes interviewées. Les rares voix externes qui exprimaient une profonde inquiétude (William White et Nouriel Roubini sont les plus cités à cet égard) n'ont en général pas été écoutées dans ce qui apparaissait comme un «nouveau paradigme», à savoir un système financier mondial plus stable, appuyé sur l'innovation et la dispersion du risque.

Bien que le FMI ne les ait pas averties de la crise imminente, les autorités nationales, dans la plupart des cas, ont fait de nombreux commentaires positifs au sujet du FMI et du processus de surveillance bilatérale. Elles ont ainsi généralement exprimé leur grande considération pour les compétences et le travail d'analyse des services du FMI. Les autorités ont jugé que les entretiens avec les membres des missions étaient habituellement francs, constructifs et de haute qualité, et qu'ils contribuaient utilement au débat en y apportant le point de vue d'une tierce partie indépendante. En outre, la plupart des personnes interrogées estimaient que l'analyse du secteur financier par le FMI s'était considérablement améliorée au fil des ans et qu'elles attachaient en général beaucoup d'importance au Programme d'évaluation du secteur financier (PESF) en particulier. Le PESF a souvent été le catalyseur qui a amené les pays à renforcer leur politique concernant le secteur financier, en les incitant notamment à procéder à leurs propres tests de résistance et à adopter les meilleures pratiques internationales en matière de supervision et de réglementation.

Parallèlement, les autorités nationales ont formulé de nombreuses critiques au sujet de l'action du FMI avant la crise. Les sujets de mécontentement allaient de la mauvaise qualité du travail d'analyse au parti-pris politique, en passant par le processus de surveillance et les problèmes organisationnels.

Sur le plan analytique :

³⁶ Les opinions exprimées ici sont fondées sur des interviews avec les autorités nationales et certaines institutions régionales et internationales.

³⁷ D'après les résultats de l'enquête réalisée en vue de l'évaluation par le BIE de la *Communication du FMI avec les pays membres* (BIE, 2010), seule une minorité de responsables des pays avancés et émergents estiment que le FMI a averti de façon satisfaisante les pays membres des risques externes imminents. La majorité des responsables nationaux portent un jugement très favorable sur les différents aspects de la communication du FMI avec les pays membres, mais, dans deux domaines particuliers, ils ne sont qu'une minorité à porter une appréciation favorable : (i) la présentation de divers scénarios possibles pour répondre à la question «Que se passerait-il si... ? », et (ii) la capacité à attirer rapidement l'attention des autorités sur les conséquences prévisibles de l'évolution de la conjoncture extérieure.

- Compte tenu du discours habituel du FMI selon lequel *les marchés ont toujours raison* et l'innovation réduit les risques, ses services auraient eu du mal à déceler l'accumulation des risques systémiques.
- En général, la surveillance bilatérale était *centrée essentiellement sur les politiques et les facteurs de vulnérabilité internes*, et ne laissait guère de place à l'analyse des retombées et des effets de contagion (même dans le cas des économies ouvertes de petite dimension)³⁸. Lorsque les retombées et les effets de contagion étaient évoqués, le FMI traitait généralement les problèmes comme émanant des pays émergents et non des économies avancées.
- En dépit des progrès réalisés au cours de la décennie écoulée, *le FMI n'avait toujours pas établi suffisamment de liens entre l'analyse des questions macroéconomiques et celle du secteur financier*, défaut dont témoignait l'utilisation très fréquente de modèles qui, à ce jour, se sont révélés incapables de saisir de façon adéquate les liens macrofinanciers³⁹.
- *L'analyse bilancielle* était rarement utilisée. En outre, lorsqu'elle l'était, elle était parfois effectuée de façon incorrecte.
- Le FMI n'avait certes pas fait moins bien que les autres en ne voyant pas venir la crise, mais *il n'avait pas mis à profit son avantage comparatif* pour analyser les questions mondiales transversales et identifier les risques.
- Un recours plus fréquent aux *analyses plurinationales* (en particulier pour les pays qui se heurtaient aux mêmes types de problème) aurait peut-être pu aider à déceler des facteurs de vulnérabilité communs.

En ce qui concerne le parti-pris politique :

- Un thème récurrent était le sentiment d'un *manque d'impartialité* dans la manière dont le FMI traite avec ses plus grands actionnaires par rapport aux autres. De nombreuses autorités nationales estiment que le FMI s'est montré beaucoup plus sévère dans sa critique des politiques des pays émergents et des petits pays avancés,

³⁸ De même, dans le rapport d'évaluation du BIE consacré à la *Communication du FMI avec les pays membres* (BIE, 2010), les responsables nationaux interrogés pendant l'enquête souhaitaient en majorité que le FMI contribue davantage à l'analyse des retombées; pourtant, ils ne portaient pas un jugement très favorable sur son efficacité dans ce domaine.

³⁹ D'après l'enquête effectuée auprès des autorités nationales pour l'évaluation par le BIE des études du FMI (BIE, 2011), une majorité des responsables nationaux estimaient que les documents du FMI de la série des Questions générales (Selected Issues) étaient un peu ou très utiles pour la prise de décisions au niveau national, mais lorsque ces études n'étaient pas jugées «très utiles», les raisons le plus souvent citées étaient que le cadre analytique n'était pas adapté aux réalités du pays ou que l'étude était trop théorique et dénuée d'utilité pratique.

alors que, même lorsque les facteurs de vulnérabilité étaient manifestement les mêmes pour eux que pour les pays plus petits, les grands pays avancés se sont vu accorder le bénéfice du doute, leurs instances de décision, de supervision et de réglementation étant jugées capables de gérer l'économie pendant une mauvaise passe. La décision de 2007 sur la surveillance bilatérale n'a fait qu'accentuer cette impression de partialité. Ce sentiment s'est aussi clairement exprimé lors de l'enquête auprès des autorités nationales pour l'évaluation de la communication du FMI avec les pays membres; ainsi, 86 % des personnes interrogées dans les grands pays émergents ont déclaré que la surveillance servait les intérêts des «plus grands actionnaires du FMI». Certaines d'entre elles estimaient en particulier que le FMI n'était pas assez critique à l'égard des politiques des principaux actionnaires.

En ce qui concerne le processus de surveillance lui-même :

- Un grand nombre de responsables nationaux ont reconnu que le FMI avait identifié beaucoup des risques et des facteurs de vulnérabilité, mais que, en règle générale, il les présentait sous forme d'une «énumération d'avertissements, sans ordre de priorité». Autrement dit, tous les rapports du FMI suivaient l'approche habituelle des économistes, à savoir «d'une part... (avec en premier une liste d'éléments économiques positifs — qui donnent le ton), suivi de d'autre part... (avec une liste de risques baissiers)». Ils se demandaient comment ils étaient censés réagir à une énumération de risques aussi divers, sans indication de leur probabilité ni de l'urgence qu'ils représentaient.
- Les recommandations de politique économique étaient souvent évidentes (par exemple, durcir la politique budgétaire, suivre une politique monétaire saine et crédible, ou améliorer la supervision), mais elles n'étaient pas assez spécifiques en ce qui concerne leur mise en œuvre. Selon l'une des personnes interrogées, «les consultations au titre de l'article IV se passent souvent comme n'importe quelle autre réunion avec toutes ces institutions internationales; elles sont trop stéréotypées».
- Quant à l'apport du Conseil d'administration à la surveillance bilatérale, presque toutes les personnes interrogées estimaient qu'il était minime dans le meilleur des cas, la contribution du Conseil n'intervenant en général que très tard dans le processus (plusieurs mois après que les conclusions de la mission aient été présentées aux autorités nationales), et souvent superficiel (par exemple, les résumés ne font souvent que reprendre de façon assez générique le rapport des services du FMI).

En ce qui concerne les problèmes organisationnels :

- Les changements fréquents des membres des missions ont souvent été cités. Ils entraînent une perte considérable de connaissances sur le pays et la nécessité constante de former les nouveaux membres de la mission pour qu'ils comprennent les

particularités du pays, son histoire et sa culture, autant d'éléments qui sont très importants pour formuler des avis pertinents et avoir une vraie influence.

- Le problème du renouvellement fréquent des membres des missions a été amplifié par la réorganisation du FMI, qui a eu lieu précisément au moment où la crise s'installait. Pour certains pays, la restructuration s'est traduite par un changement complet des membres de la mission, voire des périodes sans chef de mission.
- Enfin, en raison du problème plus général du manque d'effectifs, les mises à jour des PESF ont aussi été très espacées. Un suivi plus continu des questions touchant au secteur financier aurait peut-être permis de mieux mettre en lumière à temps les problèmes.

Les personnes interrogées ont aussi soulevé des questions qui peuvent être interprétées comme présentant des aspects à la fois positifs et négatifs de l'action du FMI :

- De l'avis quasi général, le FMI doit *trouver un équilibre très délicat entre la nécessité de mettre en lumière les risques de crise et le danger de précipiter cette crise*. C'est pour cette raison que les messages les plus sensibles étaient parfois communiqués aux autorités de façon privée et verbalement. Cependant, les autorités recevant ces informations ont reconnu que, parfois, elles ne se souvenaient pas de ce qui avait été dit, parce que les conclusions de la mission ne contenaient que les avis exprimés de façon officielle.
- Beaucoup de responsables nationaux reconnaissent que les équipes du FMI mettaient clairement en lumière les facteurs de vulnérabilité et les risques internes... mais ils ajoutent qu'ils étaient *évidents pour tout le monde*.
- Enfin, le rapport sur les *Perspectives de l'économie mondiale* et le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*⁴⁰ énonçaient un grand nombre des risques et des facteurs de vulnérabilité pertinents et ces rapports étaient généralement jugés de très bonne qualité, mais les décideurs n'y ont décelé aucun avertissement concernant une crise imminente. De l'avis général, cela s'explique par le fait que, au cours de la période qui a immédiatement précédé la crise, ce type de document était caractérisé par la mise en exergue de *messages globalement optimistes*.

⁴⁰ Un grand nombre des personnes interrogées ont reconnu qu'elles n'avaient le temps de lire que le résumé analytique des documents. Beaucoup d'entre elles ne lisent pas le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* en raison de son caractère technique, mais les personnes qui s'occupent des questions de stabilité financière le lisent.

Annexe 8. Enquête auprès du personnel d'un département géographique

Pour évaluer lui-même ce qui n'a pas bien fonctionné, un des départements géographiques dont les pays ont été les plus touchés par la crise a mené une enquête auprès de son personnel en octobre 2009. Voici un résumé des vues du personnel sur certaines des questions les plus importantes de cette évaluation.

En ce qui concerne la substance des travaux sur les pays, un peu moins de la moitié du personnel estimait que le département était bon ou très bon dans l'évaluation des facteurs de vulnérabilité. La boîte à outils pour l'analyse macrofinancière est souvent considérée comme un obstacle à l'analyse.

En ce qui concerne les priorités que le département géographique devrait avoir dans ses travaux sur les pays, un pourcentage extraordinaire de 98 % du personnel estime qu'il est important ou très important d'accorder la priorité aux facteurs de vulnérabilité et aux risques de crise, davantage même qu'à la politique budgétaire ou monétaire. Il est souligné à maintes reprises qu'il faut s'intéresser davantage aux liens entre les pays, aux retombées et à l'intégration des perspectives régionales et nationales.

En ce qui concerne les principaux problèmes dans les activités de surveillance du [département géographique] et les moyens de les résoudre :

- «relations avec les autorités. Nous ne sommes pas encouragés à être trop critiques, en particulier en public, et à être en désaccord substantiel. Recevoir plus de soutien du *front office* et de la direction, être moins contraint de contenter les autorités, dire plus systématiquement «la vérité implacable» dans l'ensemble des pays, et pas seulement quelques-uns».
- «plus de communication formelle et informelle avec les départements fonctionnels, principalement le Département des marchés monétaires et de capitaux...». «Le problème principal est de savoir comment apporter de la valeur ajoutée aux grands pays, qui ont parmi leurs effectifs beaucoup d'économistes ayant une très bonne formation. La solution consiste à se concentrer sur les avantages comparatifs du FMI, à savoir les études internationales, les retombées et la cohérence de l'action à l'échelle mondiale».
- «pas le courage d'affronter les pays, en particulier ceux du G7. Pendant des années, nous avons félicité [un grand pays important pour le système] pour son cadre d'action économique et maintenant nous avons l'air plutôt ridicules».

En ce qui concerne les responsabilités et la communication, un peu moins de la moitié des économistes souscrivent à l'énoncé ci-après : «vos idées et opinions sont écoutées et prises en compte».

En ce qui concerne les incitations, moins d'un tiers du personnel convient que le département géographique a voix au chapitre lors de l'examen interdépartemental des documents de politique générale, du rapport sur les *Perspectives de l'économie mondiale*, du *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, etc. Quant à savoir pourquoi, près de la moitié du personnel pense que les incitations (par exemple, peu de reconnaissance pour de bons commentaires) constituent un sérieux obstacle. Par ailleurs, près de trois-quarts des participants à l'enquête souscrivent à cet énoncé : «plusieurs contraintes existent dans le travail portant sur plusieurs pays, parmi lesquelles la complexité de la gestion, les incitations, les ressources et la priorité accordée aux relations bilatérales». Par exemple, environ 85 % des participants considèrent que les incitations constituent un obstacle à la réalisation de ce travail.

En ce qui concerne le cloisonnement des services du FMI, seulement un cinquième des participants estiment qu'il y a suffisamment d'échanges entre les équipes-pays (et ce manque de collaboration au sein d'un département ne présage rien de bon pour la collaboration entre départements).

En ce qui concerne l'impulsion intellectuelle, bien plus de la moitié des participants sont d'avis que les cadres du département n'ont pas fourni l'impulsion intellectuelle nécessaire pour effectuer du travail de haute qualité. Quelques participants estiment que la réduction des effectifs du FMI a affaibli la capacité de fournir cette impulsion intellectuelle. Par exemple, l'un d'entre eux a noté que «la [conjonction] de la restructuration et de la crise a eu des conséquences désastreuses pour l'impulsion fournie par le département».

BIBLIOGRAPHIE

- Acharya, Viral V., Thomas Philippon, Matthew Richardson and Nouriel Roubini, “A Bird’s-Eye View—The Financial Crisis of 2007–09: Causes and Remedies,” in *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System* (2009), Viral V. Acharya and Matthew Richardson, eds.
- Banerji, Angana, 2010, “Multilateral Surveillance,” Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/02) (Washington: International Monetary Fund).
- Blanchard, Olivier, 2009, “The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies,” IMF Working Paper No. 09/80 (Washington: International Monetary Fund).
- Bazerman, M.H., and D. Moore, 2009, *Judgment in Managerial Decision Making*, 7th ed. (Hoboken: John Wiley and Sons).
- Borio, Claudio and Philip Lowe, 2002, “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus,” BIS Working Paper No. 114 (Basel: Bank for International Settlements).
- Borio, Claudio and William White, 2003, “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes,” paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium (Jackson Hole, Wyoming), August 28–30.
- Bossone, Biagio, 2010, “Bilateral Surveillance in Switzerland,” Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/06) (Washington: International Monetary Fund)
- Caprio, Jr., Gerard, 2011, “Macro-Financial Linkages in IMF Research,” Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (forthcoming) (Washington: International Monetary Fund).
- Case, Karl and Robert Shiller, 2006, “Full House,” *Wall Street Journal*, August 30.
- Commodity Futures Trading Commission, 1998, “Concept Release Concerning Over-The Counter Derivatives Market,” Release #4142-98, May 7.
- Dhar, Sanjay, 2010, “Bilateral Surveillance of the United States,” Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/04) (Washington: International Monetary Fund).
- Frieden, Terry, 2004, “FBI warns of mortgage fraud ‘epidemic,’” September 17. Available on the Internet: www.cnn.com.
- Haldane, Andrew G., 2009, “Why banks failed the stress test,” *BIS Review* 18/2009. Available on the Internet: www.bis.org.

- Independent Evaluation Office, 2008, *“Governance of the IMF: An Evaluation”* (Washington: International Monetary Fund).
- _____, 2009, *IMF Interaction with Member Countries* (Washington: International Monetary Fund).
- _____, 2011, *Research at the IMF: Relevance and Utilization* (forthcoming) (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 1998, “Review of Members’ Policies in the Context of Surveillance—Lessons for Surveillance from the Asian Crisis,” EBS/98/44 (Washington).
- _____, 2004–2008a, *World Economic Outlook* (Washington).
- _____, 2004–2008b, *Global Financial Stability Report* (Washington).
- _____, 2008, “2008 Triennial Surveillance Review—Overview Paper” (Washington), September 2.
- _____, 2009a, “Integrating Financial Sector Issues and FSAP Assessments into Surveillance—Progress Report,” (Washington), January 16.
- _____, 2009b, “Financial Sector Assessment Program After Ten Years: Background Material,” (Washington), August 28.
- _____, 2009c, “Initial Lessons of the Crisis,” (Washington), February 6.
- _____, 2009d, “Review of Recent Crisis Programs,” (Washington), September 14.
- _____, 2010, “Factsheet: IMF Surveillance — The 2007 Decision on Bilateral Surveillance.” Available on the Internet: www.imf.org/external/np/exr/facts/surv.htm.
- Janis, Irving L., 1982, *Groupthink: Psychological Studies of Policy Decisions and Fiascoes* (Boston: Houghton Mifflin), Second Edition.
- Krugman, Paul, 2005, “That Hissing Sound,” *New York Times*, August 8.
- _____, 2006a, “Debt and Denial,” *New York Times*, February 13.
- _____, 2006b, “Housing Gets Ugly,” *New York Times*, August 25.
- _____, 2009, “How Did Economists Get It So Wrong?” *New York Times*, September 2.
- Lewis, Michael, 2009, “The Man Who Crashed the World,” *Vanity Fair* (August).

- _____, 2010, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* (New York: W.W. Norton & Company).
- Parenteau, Robert W., 2006, "U.S. Household Deficit Spending: A Rendezvous with Reality," The Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief No. 88, 2006 (Blithewood, New York: The Levy Economics Institute).
- Peretz, David, 2010, "Bilateral Surveillance of the United Kingdom," Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/05) (Washington: International Monetary Fund).
- Rajan, Raghuram, 2005a, "Has Financial Development Made the World Riskier?" Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium (Jackson Hole, Wyoming), August.
- _____, 2005b, "The Greenspan Era: Lessons for the Future," speech delivered at the Kansas City Fed Conference (Jackson Hole), August 27. Available on the Internet: www.imf.org/external/np/speeches/2005/082705.htm.
- _____, 2005c, "Straight Talk: Risky Business", *Finance and Development*, Volume 42, Number 3 (September) (Washington: International Monetary Fund). Available on the Internet: www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/09/straight.htm
- _____, 2005d, "Has Financial Development Made the World Riskier?" NBER Working Paper No. 11728 (Cambridge: National Bureau of Economic Research), October, Available on the Internet: www.nber.org/papers/w11728.
- _____, 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton: Princeton University Press).
- Rampell, Catherine, 2010, "They Did Their Homework (800 Years of It)," *New York Times*, July 3.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, 2009, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton: Princeton University Press).
- Richebacher, Kurt, 2006a, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets," July 2006. Available on the Internet: www.richebacher.com.
- _____, 2006b, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets," August 2006. Available on the Internet: www.richebacher.com.
- _____, 2006c, "The Richebacher Letter, Monthly Analysis of Currencies and Credit Markets," September 2006. Available on the Internet: www.richebacher.com.
- Roubini, Nouriel, 2006, IMF Book Forums & International Seminars: Lecture and Discussion with Nouriel Roubini, September 7, Washington.

- Shadow Financial Regulatory Committee, 2000, "Reforming Bank Capital Regulation," Shadow Financial Regulatory Committee Meeting, Statement No. 160, March 2. Available on the Internet: www.aei.org/article/16542.
- Schinasi, Gary, 2006, *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice* (Washington: International Monetary Fund).
- Shiller, Robert, 2005, *Irrational Exuberance (2nd Edition)* (Princeton: Princeton University Press).
- Wagner, Nancy, 2010, "Bilateral Surveillance in Selected Member Countries," Independent Evaluation Office (IEO) Background Paper (BP/10/03) (Washington: International Monetary Fund).
- Watson, C. Maxwell, 2008, "IMF Surveillance in Europe: Progress in Refocusing," external consultant's report for the IMF 2008 Triennial Surveillance Review.