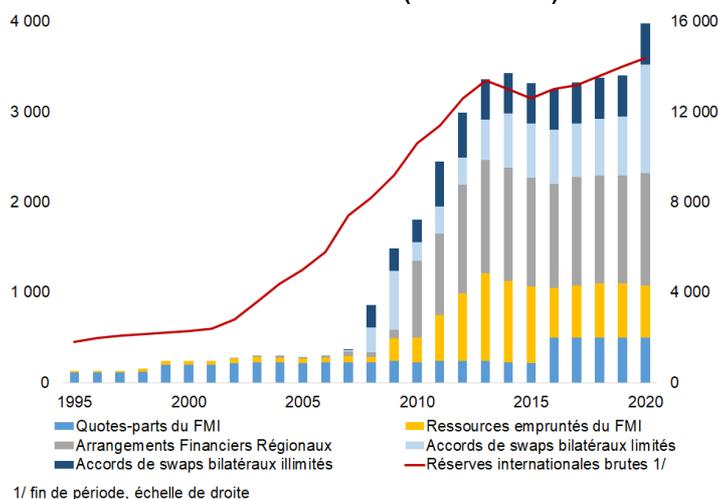


Le soutien financier du FMI à l'épreuve des crises

Léo BESSON, Hugo LANDOT

- La crise du Covid-19 puis la guerre de la Russie contre l'Ukraine ont accentué la vulnérabilité des économies en développement et émergentes, déjà exposées à de nombreux défis structurels. Disposant de marges de manœuvre budgétaires et de sources de liquidité plus limitées que les économies avancées, ces pays ont davantage recours au Fonds monétaire international (FMI), qui a régulièrement adapté sa « boîte à outils » pour assurer la stabilité du système financier international. Malgré l'émergence parallèle de nouvelles sources de liquidité, le FMI continue à jouer, aux côtés de la Banque mondiale, un rôle catalytique au centre du système monétaire international, comme illustré par son rôle incontournable dans la gestion de la crise depuis début 2020.
- Initialement créés pour compléter les réserves de changes de ses membres, les droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI ont joué, comme lors de la crise financière de 2008, un rôle majeur dans la réponse à la crise sanitaire via une allocation d'un montant équivalent à 650 Mds USD en août 2021. Pour renforcer l'effet de cette allocation pour les économies vulnérables, la France et les grandes économies ont soutenu la mobilisation par les économies avancées d'une partie de ces nouveaux DTS, permettant de renforcer le guichet de prêt concessionnel du FMI, le *Poverty Reduction and Growth Trust* (PRGT), et la création au sein du FMI d'un *Resilience and Sustainability Trust* (RST), qui aura pour objectif de financer la résilience des économies face aux défis structurels comme le changement climatique.
- Le soutien financier apporté par le FMI a été, depuis sa création et encore aujourd'hui, l'objet de débats. En 2020, la mobilisation inédite de financements d'urgence par le FMI a permis d'éviter l'effondrement de nombreuses économies, mais ce rôle de prêteur en premier ressort s'est fait en partie aux dépens de sa capacité à traiter les déséquilibres structurels des pays soutenus. La volonté du FMI, pour mener à bien son mandat et traiter désormais de défis structurels comme le changement climatique, l'a poussé à se doter d'instruments concessionnels de long-terme, ce qui pose la question de la frontière et des modalités de coopération entre le FMI et les institutions de développement. Dans ce contexte, les actionnaires du FMI devront s'accorder d'ici 2023 sur la taille adéquate du Fonds, ainsi que sur un éventuel réalignement de son actionariat en faveur des économies émergentes.

Évolution de la taille de la composition du filet de sécurité mondial (en Mds USD)



Source : FMI.

1. De sa création en 1944 à la crise de 2008, le FMI a adapté ses modalités d'action aux transformations de l'économie mondiale

1.1 Après l'abandon des parités fixes, la mission du FMI se recentre vers le soutien aux pays vulnérables

Réunis en 1944 à Bretton Woods, les 44 pays signataires des accords éponymes entérinent la création de deux nouvelles institutions internationales : la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD), aujourd'hui intégrée au groupe Banque mondiale, et le Fonds monétaire international (FMI). Institution multilatérale en soutien du nouveau système monétaire international (SMI) bâti autour de la primauté du dollar, le Fonds a pour objectif principal de remédier à l'instabilité des relations monétaires de l'entre-deux-guerres en introduisant un système de « parités fixes »¹ entre devises, adossé à la convertibilité en or du dollar. La stabilité monétaire ainsi assurée doit à son tour favoriser une renaissance du commerce international (cf. Encadré 1).

Garant de la stabilité du SMI et du maintien des changes, le Fonds joue le rôle de caisse de secours mutuel entre ses membres. Il est financé par les contributions de ses États membres, à l'époque exclusivement sous forme de quotes-parts représentatives de leur poids économique (cf. Encadré n°4 plus bas), et sur lesquelles le FMI peut tirer à discrétion pour financer son activité. Ces quotes-parts seront progressivement complétées par des ressources supplémentaires empruntées auprès des États membres. En échange du paiement par les membres de leur quote-part (en or et en monnaie nationale), le FMI leur garantit un accès automatique aux devises internationales – à hauteur de 25 % de leur quote-part – pour soutenir leur monnaie nationale et les désinciter à recourir aux dévaluations compétitives. Le FMI peut aussi accorder des crédits aux économies rencontrant des déséquilibres structurels, à la condition que ces pays mènent des politiques d'ajustements (principe de conditionnalité).

Encadré 1 : Les principales missions du FMI selon ses statuts

- i. Promouvoir la coopération monétaire internationale au moyen d'une institution permanente fournissant un mécanisme de consultation et de collaboration pour les problèmes monétaires internationaux.
- ii. Faciliter l'expansion du commerce international et contribuer ainsi à l'instauration et au maintien de niveaux élevés d'emploi et de revenu réel.
- iii. Promouvoir la stabilité des changes, maintenir entre les États membres des régimes de change ordonnés et éviter les dépréciations concurrentielles des changes.
- iv. Aider à établir un système multilatéral de règlement des transactions courantes entre les États membres et à éliminer les restrictions de change.
- v. Donner confiance aux États membres en mettant les ressources générales du Fonds temporairement à leur disposition – moyennant des garanties adéquates – afin de les aider à corriger les déséquilibres de leurs balances des paiements.

Source : *Articles of Agreement, FMI.*

Ce nouvel ordre monétaire international mis en place à la sortie de la guerre commence à se fragiliser dans les années 1960, alors que les réserves et les découvertes d'or ne permettent plus de soutenir les besoins en liquidité liés à l'expansion du commerce international. En 1969 les Droits de Tirage Spéciaux (DTS) sont ainsi créés avec pour objectif d'en faire à terme le principal

support d'accumulation de réserves, la détention de DTS offrant aux États membres un droit d'accès à des liquidités équivalentes dans les monnaies clés du système monétaire international (cf. Encadré 2). Cependant, dès 1971, la situation économique américaine et l'essor des dollars en circulation par rapport aux réserves d'or poussent les États-Unis à

(1) Chaque État s'engage à maintenir sa parité dans des marges de fluctuations (i.e. que la valeur de sa monnaie ne s'éloigne pas de valeurs prédéfinies, et à racheter ou vendre de sa monnaie le cas échéant).

annoncer la suspension de la convertibilité du dollar. Avec le retour à un système de changes flottants, entériné lors des accords de la Jamaïque en 1976,

l'ambition de faire du DTS le principal support d'accumulation des réserves mondiales perd alors de son urgence.

Encadré 2 : Les droits de tirage spéciaux (DTS)

En 1969, dans un contexte d'insuffisance des réserves en or et en dollars, le FMI crée les droits de tirage spéciaux afin de compléter les réserves de changes internationales par un nouvel instrument de réserve et de règlement international.

1. Le DTS est l'unité de compte officielle du FMI. Sa valeur, initialement définie par rapport à l'or, est aujourd'hui ancrée sur un panier de 5 monnaies : le dollar, l'euro, la livre sterling, le yen et le renminbi chinois depuis 2016. Au 5 octobre 2022, 1 DTS = 1,29 USD.
2. Une allocation générale de DTS correspond à l'inscription par le FMI, à l'actif et au passif des pays membres, d'un montant similaire de DTS, adossé à un taux d'intérêt. Les taux d'intérêt reçus à l'actif et versés au passif étant égaux, l'allocation est financièrement « neutre » pour les États tant que l'actif, cessible, demeure égal au passif, immuable.
3. Les DTS peuvent être : (i) conservés comme réserves de change ; (ii) utilisés par les États dans leurs engagements financiers avec le FMI, ses États membres ou l'une des 15 organisations habilitées à détenir des DTS ; (iii) échangés contre l'une des cinq devises du panier.
4. Le taux d'intérêt du DTS, point de référence pour la courbe des taux des prêts du FMI, est une moyenne pondérée des taux à court terme (3 mois) des 5 devises. Il est donc par construction très faible par rapport aux conditions d'accès au marché de la plupart des pays membres du FMI, même s'il a nettement remonté depuis début 2022 (2,07 % au 5 octobre 2022).

Le FMI a dû quant à lui rapidement s'adapter à ce nouvel équilibre économique. Centré jusqu'alors sur le soutien en liquidité et à court-terme au profit des économies avancées, le Fonds commence, à la fin des années 1970, à augmenter son soutien aux pays en développement, qui deviennent les principaux utilisateurs de ses ressources dans les années 1980². Le Fonds renforce ainsi à partir du milieu des années 1980 ses instruments concessionnels pour adapter son soutien aux caractéristiques de ce nouveau type d'emprunteurs. La nature multiple des crises auxquelles ils font face – crises de balance des paiements, crises d'endettement, crises bancaires – conduit le FMI à renforcer ses interventions via des programmes d'ajustement structurel ; des engagements durables et plus conditionnels ayant pour

objectif de rétablir les équilibres économiques et la solvabilité des pays soutenus. Pour jouer ce nouveau rôle de stabilisation, le FMI renforce son activité de conseil et de surveillance³, afin de limiter les risques de contagion entre pays, accrus par la mondialisation et la financiarisation. Le FMI joue également un rôle important dans les rééchelonnements de dettes, en apportant notamment son concours à la mise en place des '*Brady bonds*' en 1989⁴. Ce traitement des flux de dette échoue cependant à réduire le stock de dette des pays pauvres, ce qui amène le FMI à lancer en 1996 avec la Banque mondiale et les grands créanciers officiels de l'époque (Club de Paris) l'initiative d'allègement de la dette en faveur des pays pauvres très endettés (PPTE), qui permet une réduction massive des taux d'endettement des pays concernés.

(2) Sur le sujet voir par exemple Reinhart C. M. et Trebesch C. (2015), "The International Monetary Fund: 70 Years of Reinvention", *NBER Working Paper* No. 21805.

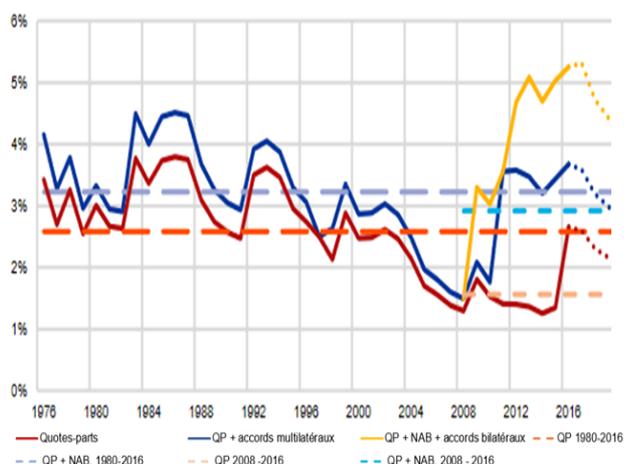
(3) Une surveillance du SMI et des politiques économiques de ses pays membres, exercée au niveau bilatéral – articles IV du FMI – et multilatéral (régional et mondial).

(4) Instruments financiers destinés à inciter les créanciers de pays en faillite à renoncer à une part importante de leurs créances vis-à-vis de ces derniers, en échange d'emprunts longs partiellement garantis par les États-Unis.

1.2 La crise de 2008 replace le FMI au centre du filet de sécurité financière mondiale

Alors que son rôle de « prêteur en dernier ressort »⁵ est de nouveau sollicité à l'occasion des crises asiatique et russe de 1997 et 1998, le début des années 2000 est marqué par une réduction drastique du budget administratif du FMI, due à un fort déclin de l'activité de prêt du FMI – qui passe de 110 Mds USD à moins de 18 Mds USD d'encours entre 2003 et 2007. Ce déclin s'explique notamment par une forte augmentation des réserves officielles dans les pays émergents – en particulier en Asie, notamment en Chine – faisant office de mécanisme assurantiel pour des États qui réduisent donc leurs demandes de soutien financier auprès du FMI. Les ressources du Fonds, faiblement sollicitées dans ce contexte de « grande modération », n'augmentent pas entre 1998 et 2008 : la crise financière de 2008 se déclenche alors que les ressources du FMI s'établissent à un niveau historiquement bas relativement au PIB mondial, et surtout aux échanges et aux flux financiers⁶ (cf. Graphique 1).

Graphique 1 : Ressources du FMI en comparaison des paiements courant



Source : European Central Bank (2018), "A quantitative analysis of the size of IMF resources", ECB.

Note : NAB = New Arrangements to Borrow⁷.

La crise financière de 2008 remet cependant en lumière le rôle catalytique essentiel du FMI. Le G20 et le FMI s'accordent alors sur une stratégie de hausse prononcée des ressources du Fonds, qui passent de 250 à 1 000 Mds USD entre 2008 et 2012, ce qui permet au FMI de déployer un soutien total d'environ 400 Mds USD sur la période. En parallèle, la hausse des limites d'accès aux financements et les décaissements en début de programme (« *front-loading* ») permettent d'accroître l'aide moyenne apportée par le Fonds aux États au regard de leurs principaux indicateurs économiques⁸.

La boîte à outils du FMI est fortement revue en 2009. D'abord avec la mise en place de nouveaux instruments préventifs, les lignes de crédit modulables et les lignes de précaution et liquidité⁹ qui ouvrent aux bénéficiaires, sous réserve de fondamentaux macro-économiques solides et sans conditionnalité *ex-ante*¹⁰, des lignes de crédit sur lesquelles les pays sont libres de tirer. Le FMI renforce également ses facilités d'urgence, qui peuvent être déclenchées dans des délais plus courts et de manière moins conditionnelle que les outils classiques. Complémentaires, ces nouveaux instruments doivent aider le FMI à prévenir les crises : les instruments d'urgence en renforçant la capacité des États à faire face de manière précoce à des chocs transitoires ; les lignes flexibles en déployant une logique assurantielle analogue à celle de lignes de *swap*¹¹, dont la couverture était alors encore parcellaire (environ 25 lignes de *swap* bilatérales actives en 2010, contre 91 en 2020¹²). Enfin, la crise de 2008 s'accompagne d'un renforcement des outils de financement concessionnels au bénéfice des pays les plus pauvres. La vente d'une partie des stocks d'or du FMI et des mobilisations de DTS permettent la structuration et la montée en régime du fonds pour la réduction de la pauvreté et la croissance (*Poverty Reduction & Growth Trust*, PRGT), dont les conditionnalités et les conditions d'accès sont adaptées aux économies les plus vulnérables (taux zéro, maturités de 10 ans).

(5) Le terme de prêteur en dernier ressort est débattu, le FMI ne disposant pas d'une capacité de création monétaire illimitée.

(6) Pour un bilan critique de l'action du FMI lors de la crise de 2008, voir notamment *IMF Response to the Financial and Economic Crisis, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund (IEO)*, 2014.

(7) Les NAB, pour 'New Arrangements to Borrow', constituent un ensemble d'accords de crédit entre le FMI et désormais 40 pays membres, pour un montant de 480 Mds USD environ depuis 2021. Ils peuvent être activés avec l'accord des participants ayant droit de vote, s'ils représentent 85 % du total des accords de crédit.

(8) Voir Takagi *et al.* (2014), "A Review of Crisis Management Programs Supported by IMF Stand-By Arrangements", 2008-11. Les accès moyens pour les 25 programmes étudiés par les auteurs ont été en moyenne de 4 points de PIB supérieurs à ceux qui avaient été approuvés dans le cadre de la crise asiatique, souvent jugés insuffisants.

(9) 'Flexible Credit Line' (FCL) et 'Precautionary and Liquidity Line' (PLL), accessibles sans conditionnalité *ex-ante*.

(10) Les tirages sur les PLL, dont les critères *ex-ante* sont moins exigeants, sont cependant suivis de conditionnalités *ex-post*.

(11) Instrument financier permettant aux banques centrales d'échanger des devises entre elles. Pour plus de détail voir Campagne B. *et al.* (2018), « Le réseau mondial des lignes de *swap* entre banques centrales », *Trésor-Éco* n° 231.

(12) Voir Perks *et al.* (2021), "Evolution of Bilateral Swap Lines", *IMF working paper*.

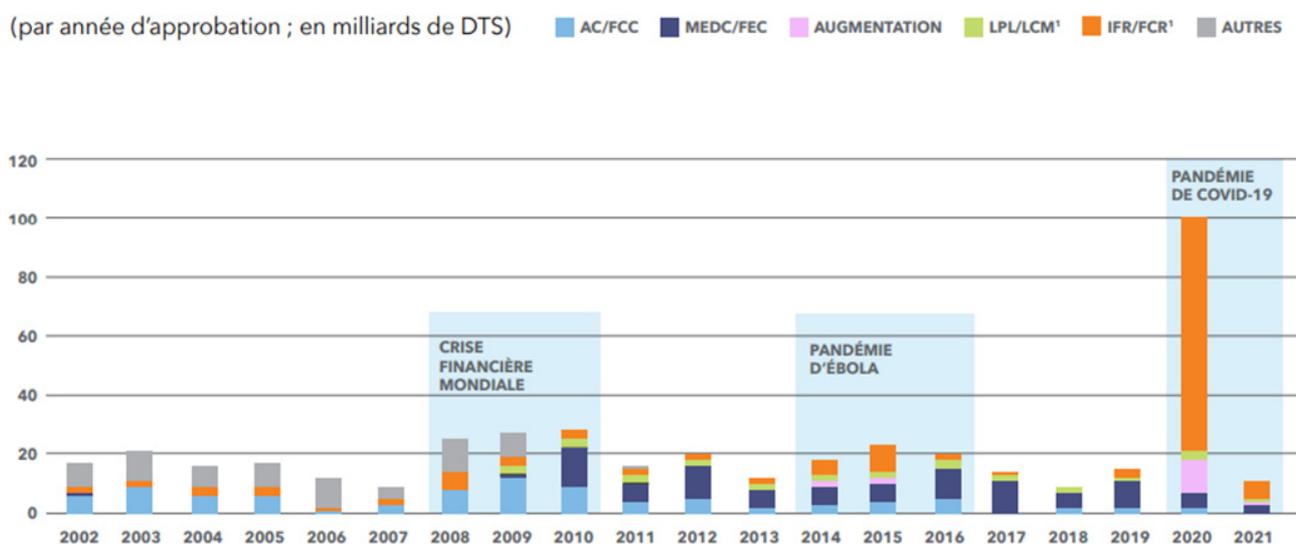
2. La crise sanitaire a mis en lumière la force et les limites du soutien financier du FMI

2.1 Au déclenchement de la pandémie, le FMI a très rapidement déployé ses facilités d'urgence

En réponse à la crise du Covid-19 le FMI a pu déployer les nouvelles possibilités de sa boîte à outils élargie après 2009, en jouant un rôle inédit de « prêteur en premier ressort » : dès mars 2020, le FMI a en particulier fait un usage intensif et extensif de ses

instruments d'urgence¹³. Le doublement de leurs limites d'accès a permis au FMI de mobiliser plus de 31 Mds USD au bénéfice de 81 pays, dont 80 % dans les trois mois ayant suivi l'apparition de la crise (cf. Graphique 2). Le déploiement très rapide de ces fonds et le nombre élevé de financements accordés ont contribué à éviter un effondrement de l'économie mondiale et à réduire les risques d'effets d'hystérèse de la crise.

Graphique 2 : Appui financier du FMI



Sources : FMI, base de données sur le suivi des accords avec le FMI ; FMI, département financier et département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation du FMI.

Note : Les données pour 2021 ne portent que sur la période de janvier à avril, et non sur l'ensemble de l'année civile. AC = accord de confirmation ; FCC = facilité de crédit de confirmation ; FCR = facilité de crédit rapide ; FEC = facilité élargie de crédit ; IFR = instrument de financement rapide ; LCM = ligne de crédit modulable ; LPL = ligne de précaution et de liquidité ; MEDC = mécanisme élargi de crédit.

¹ Les chiffres concernant la LPL/LCM et l'IFR/la FCR ont été établis en tenant compte des instruments précédents.

Ce soutien a été dirigé vers les économies vulnérables dans des proportions inédites, les prêts au titre du PRGT – auquel sont éligibles les 69 économies les plus pauvres du FMI – ayant quintuplé depuis mars 2020. Par ailleurs, ce soutien financier s'est accompagné d'un soutien technique (*monitoring* des dépenses, de santé notamment) lors de la mise en place de l'initiative de suspension du service de la dette (ISSD) par les créanciers bilatéraux officiels. Entre mai 2020 et fin 2021, celle-ci a permis de libérer 12,9 Mds USD d'espace budgétaire au bénéfice de 48 des 73 économies éligibles. Enfin, le FMI a œuvré fin 2020 au lancement du cadre commun du G20 et du Club de Paris pour le traitement de la dette. Pour la première

fois, la Chine s'est engagée de manière coordonnée avec les créanciers officiels du Club de Paris, participant à des traitements de dette en lien avec la mise en place d'un programme FMI, et s'appuyant sur les analyses de soutenabilité de la dette du FMI et de la Banque mondiale.

2.2 Les DTS ont retrouvé un rôle important avec les crises récentes

Tombés en relative désuétude à la fin du régime de parités fixes, qui avait réduit le besoin de compléter les réserves de change officielles, les DTS du FMI ont été

(13) *Rapid Financing Instrument* (RFI) et *Rapid Credit Facility* (RCF) pour les pays éligibles au PRGT.

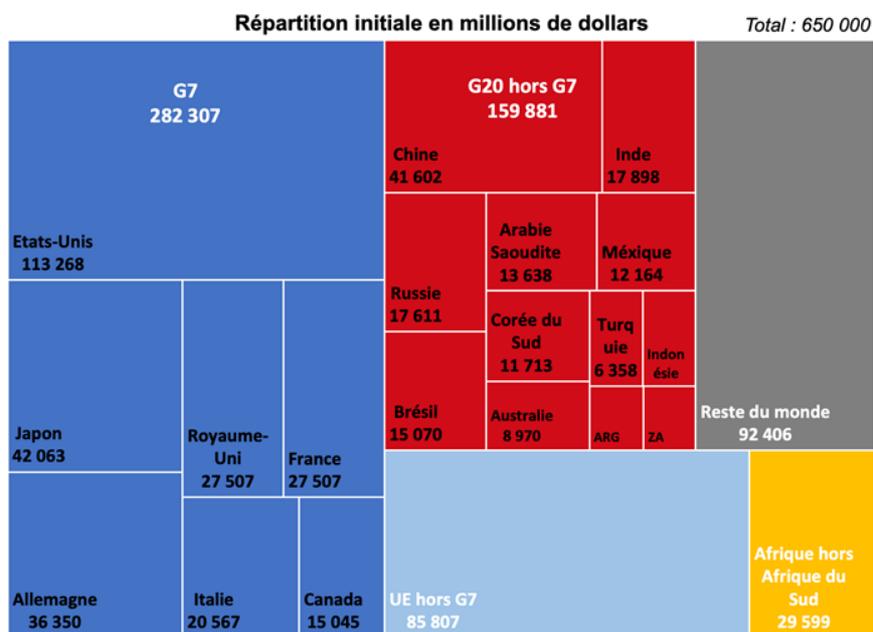
utilisés à nouveau lors de la crise financière de 2008, qui a entraîné une crise de liquidité à l'échelle mondiale : en septembre 2009, le FMI procède ainsi à une allocation générale de DTS équivalente à 250 Mds USD¹⁴. Les DTS sont en effet très attractifs pour les économies vulnérables ayant un accès difficile aux liquidités internationales : ces économies peuvent obtenir, en échange de leurs DTS et de manière non-conditionnelle, leur contre-valeur en devises. Ces pays doivent seulement payer un taux d'intérêt sur le différentiel entre les DTS à leur actif (DTS alloués moins DTS échangés contre devises) et ceux à leur passif (DTS alloués, immuables). Pour les pays émergents et en développement, ce taux est très inférieur à leurs coûts d'endettement en devises. Les pays n'ont en outre pas d'obligations de reconstituer leurs positions nettes en DTS.

Forts de l'expérience de 2009, les actionnaires du FMI ont décidé le 23 août 2021 d'une allocation générale de DTS d'un montant de 650 Mds USD (456 milliards de DTS). Cette allocation a permis aux économies vulnérables – dont les économies africaines à hauteur de 34 Mds USD – de bénéficier d'une ressource à très

faible coût, leur permettant de reconstituer leurs réserves de change, de renforcer leurs capacités budgétaires pour faire face à la crise¹⁵, et de financer certaines dépenses prioritaires¹⁶. Dans un contexte de forte incertitude macroéconomique, cette hausse des réserves brutes a contribué à restaurer la confiance et a permis à certains pays de conserver leur accès aux marchés.

Une allocation générale de DTS s'effectue, conformément aux statuts du FMI, au prorata des quotes-parts de chaque membre (cf. Graphique 3 et Encadré 4). Mais les grandes économies, principales bénéficiaires des allocations, n'ont pas besoin de telles liquidités. Le G7 puis le G20, faisant écho à une impulsion politique de la France lors du Sommet pour le financement des économies africaines du 18 mai 2021, a donc fixé en novembre 2021 une « ambition mondiale de 100 Mds USD de contributions volontaires en faveur des pays qui en ont le plus besoin », sur la base des mobilisations de DTS ou de contributions équivalentes. Au 29 juillet 2022, 73 Mds USD de DTS ont fait l'objet d'engagements de réallocation d'après le [dernier résumé de la présidence du G20](#).

Graphique 3 : Répartition de l'allocation de DTS d'août 2021



Source : FMI, calculs DG Trésor.

(14) Elle s'accompagnait d'une allocation spéciale équivalente à 33 Mds USD, décidée en 1997 pour permettre aux nouveaux États membres de bénéficier de DTS, mais seulement ratifiée en 2009.

(15) Les États souhaitant bénéficier de devises en échange de leurs DTS doivent cependant justifier ce besoin auprès du FMI. Dans le cas de la BEAC ou de la BCEAO, responsables de la gestion des DTS pour le compte de leurs membres, les États ont pu bénéficier de rétrocession par les banques centrales des DTS alloués aux États sous la forme de prêts en monnaie locale.

(16) « Les pays à faible revenu utilisent jusqu'à 40 % de leurs DTS pour financer leurs dépenses prioritaires liées au COVID, à savoir l'achat de vaccins et d'autres mesures essentielles » – [Discours de Kristalina Georgieva, Directrice générale du FMI, le 14 avril 2022](#).

Cette mobilisation est toutefois compliquée par la nature *sui generis* des DTS, qui constituent une composante des réserves de change officielles et sont comme tels inscrits au bilan des banques centrales dans une majorité de pays développés. Pour préserver le principe d'indépendance de ces dernières et ne pas affecter leur bilan, les opérations sur les DTS doivent conserver les caractéristiques d'actif de réserve, ce qui implique certaines rigidités : les DTS ne peuvent être cédés mais seulement prêtés, et uniquement au taux variable du DTS pour rester neutres pour le bilan des banques centrales. Ces prêts ne peuvent bénéficier qu'aux États membres du FMI et aux 15 institutions internationales habilitées à manier des DTS, et doivent être considérés comme liquides et sûrs. Dans le cas européen, des prêts de DTS hors FMI – même au bénéfice d'organisations habilitées à détenir – sont considérés par la BCE comme incompatibles avec le droit européen actuel, au titre de l'interdiction du financement monétaire¹⁷.

Compte tenu de ces conditions contraignantes, trois options de mobilisation ont été identifiées par le G20. La première consiste à financer la montée en régime du fonds PRGT, pour permettre au FMI d'augmenter dans les prochains mois son soutien aux pays les plus vulnérables. La deuxième option réside dans la création d'un nouveau fonds fiduciaire au sein du FMI, le RST (voir 3.2). Enfin, une troisième option, activement étudiée par certaines institutions, consiste à mobiliser des DTS au bénéfice des banques multilatérales de développement. Elle n'est cependant pas opérationnelle à ce stade, faute de solution

consensuelle aux obstacles techniques mentionnés ci-dessus.

2.3 Toutefois le déploiement des instruments de précaution du FMI reste parcellaire

Les instruments de précaution du FMI peinent quant à eux à se diffuser, en dépit de la création en avril 2020 d'une nouvelle facilité de prêt – la ligne de liquidité à court-terme (*Short term Liquidity Line*, SLL) qui aide les pays disposant de fondamentaux solides à surmonter des chocs extérieurs. Si ces lignes représentent près de la moitié des montants supplémentaires engagés (mais non décaissés) par le FMI depuis 2020, à hauteur de 118 Mds USD, elles n'ont bénéficié *in fine* qu'à seulement cinq pays, tous en Amérique Latine¹⁸. En outre, ces lignes grèvent une part importante de la capacité d'engagement à terme du FMI, qui les comptabilise à leur valeur faciale, même si elles n'ont pas vocation à être entièrement utilisées, contrairement à des financements FMI plus classiques.

Le faible succès de ces outils ne semble pas s'expliquer par la sévérité des critères d'éligibilité, le coût de financement¹⁹ ou l'existence d'autres couches du filet de sécurité financière mondial (*Global Financial Safety Net*, ou GFSN)²⁰. Alors qu'ils avaient la volonté de jouer un effet de signal positif sur la qualité des fondamentaux économiques des pays bénéficiaires, il semble que le coût politique associé à la sollicitation du FMI et la peur du stigmate vis-à-vis des marchés financiers – pourtant non étayée pour un tel instrument – dissuadent de nombreux pays et expliquent en partie leur sous-utilisation²¹.

(17) La BCE considère que si, sur la base du règlement N° 3603/93 du 13 décembre 1993, l'exemption prévue pour les opérations relatives aux obligations incombant au secteur public à l'égard du FMI autorise les Banques centrales nationales à octroyer des prêts de DTS aux fonds fiduciaires du FMI, aucune base juridique n'autorise les prêts de DTS hors FMI.

(18) Colombie, Pérou, Chili, Panama et Mexique.

(19) Voir Birdsall *et al.* (2017), "Expanding Global Liquidity Insurance: Myths and Realities of the IMF's Precautionary Credit Lines".

(20) Le Mexique cumule par exemple un FCL de 50 Mds USD et un mécanisme de *swap* avec la Fed de 60 Mds USD.

(21) Sur le sujet de l'effet stigmate, voir par exemple Andone et Scheubel (2019), "Once Bitten: New Evidence on the Link between IMF Conditionality and IMF Stigma", *ECB Working Paper* N° 2262.

3. Le rôle du FMI encore amené à évoluer

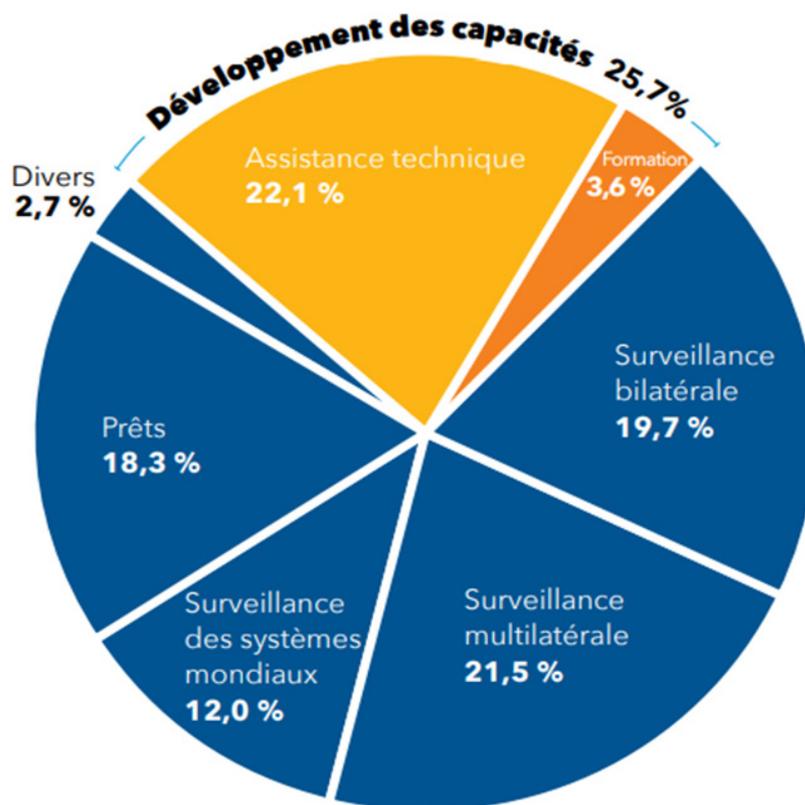
3.1 La conditionnalité des aides pourrait évoluer afin d'optimiser le recours aux différents instruments

Le bilan controversé des politiques d'ajustement structurel menées par le FMI en Amérique Latine dans les années 1980, ou dans les pays de l'ex-bloc soviétique et en Asie dans les années 1990, l'ont mené à adapter les modalités de son soutien par rapport à une application jugée trop rigide des principes dits du « consensus de Washington »²².

À partir des années 2000, le FMI développe une réflexion sur l'appropriation des réformes au niveau local²³, en renforçant son budget dévolu au

développement du capital humain au sein des pays soutenus. Cet objectif est notamment incarné par la mise en place de centres régionaux d'assistance technique du FMI au Moyen-Orient (METAC) à partir de 2004 et en Afrique Centrale (AFRITAC) depuis 2007. Ce « développement des capacités », qui permet une formation des institutions locales sur les questions économiques essentielles, représente désormais une part non négligeable du budget du FMI (cf. Graphique 4). La conditionnalité attachée aux programmes a également évolué, commençant à inclure des thèmes tels que le niveau des dépenses sociales, l'éducation ou les questions de genre²⁴.

Graphique 4 : Part des dépenses de développement des capacités dans les principales activités du FMI* – Exercice 2021



Source : FMI.

* Prêts = coûts de gestion.

(22) Terme issu d'une conférence de John Williamson (1989), désignant 10 principes économiques à propos desquels se dégagait selon l'auteur un consensus, notamment au regard des interventions du FMI en Amérique Latine.

(23) Pour une recension des initiatives en la matière depuis les années 2000, voir par exemple : Konstantinidis et Reinsberg, (2019), "IMF Conditionality and the Local Ownership of Reforms".

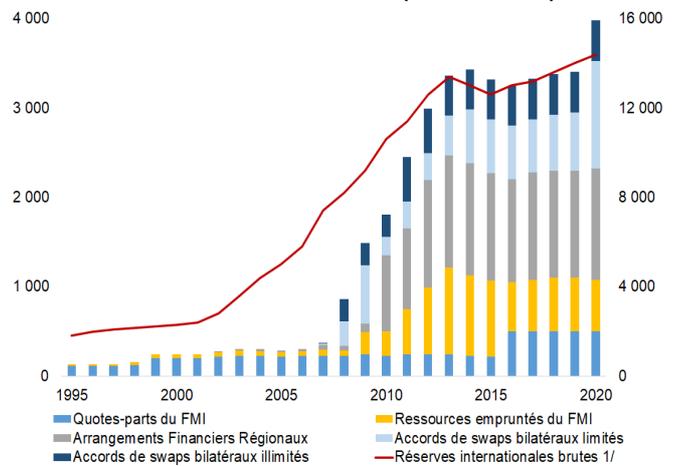
(24) Le FMI revoit tous les 5 ans la conditionnalité associée à ses interventions. Voir notamment 2018 Review of Program Design and Conditionality.

Depuis 2020, le soutien financier apporté par le FMI a été dominé par des outils à faible conditionnalité, atteignant son paroxysme avec le caractère inconditionnel de l'allocation de DTS. Si cette approche permet de réduire le sous-recours au FMI par les pays qui en ont besoin, elle accroît cependant la part des financements pour lesquels le FMI ne dispose pas de leviers permettant de suivre la politique menée par les pays soutenus, ce qui implique un risque accru d'aléa moral.

Cette conditionnalité réduite pourrait également refléter l'économie politique du GFSN, transformée par l'émergence de nouvelles strates²⁵. Depuis la crise financière de 2008, le GFSN s'est significativement étendu, tant en termes de volume que d'outils mobilisables (cf. Graphique 5) : thésaurisation accrue de réserves de change, multiplication des lignes de *swap*, émergence de nouveaux bailleurs bilatéraux et multilatéraux – notamment chinois, ou encore émergence d'accords régionaux de financement, comme le mécanisme européen de stabilité (MES). Ces initiatives, qui font écho à la défiance de certains émergents et à leur velléité d'indépendance vis-à-vis du Fonds, ont remis partiellement en cause son monopole historique sur le rôle de prêteur en dernier ressort. Toutefois, l'existence d'un arbitrage ('*facility shopping*') entre le FMI et d'autres couches du GFSN n'est aujourd'hui pas étayée²⁶. Si les accords régionaux comme le MES ou l'initiative de Chiang Mai cherchent par exemple à agir dans le sillage du FMI, ils ne disposent cependant pas de son expérience de gestion de crise et de surveillance, ni de ses capacités institutionnelles, ce qui limite le risque d'une concurrence par le bas entre bailleurs quant au degré de conditionnalité des aides. Plus largement, le niveau exceptionnel d'incertitude économique lors de la crise sanitaire plaide en 2020 et 2021 pour un soutien peu conditionnel, faute d'hypothèses suffisamment certaines sur les scénarios de reprise. Enfin, ce recours à des financements d'urgence a en retour permis de

réduire le besoin de recourir à des programmes plus structurels.

Graphique 5 : Évolution de la taille de la composition du filet de sécurité mondial (en Mds USD)



3.2 La création du RST illustre le besoin d'une nouvelle articulation entre le FMI et les institutions de développement

Les mutations du soutien financier du FMI soulèvent quelques débats, que la création du RST cristallise. Certains économistes considèrent que le FMI se rapproche trop aujourd'hui, par l'extension de son champ d'action, d'une institution de développement²⁷. Les « *originalistes* » des statuts du FMI considèrent que le « besoin de compléter les réserves de changes mondiales » qui doit justifier une allocation de DTS n'était pas caractérisé en 2021²⁸ et que l'allocation a été motivée par des missions relevant davantage des banques de développement, comme la lutte contre la pauvreté ou le financement des dépenses de santé. Cependant, d'autres observateurs²⁹ qui ont salué le rôle proactif du FMI depuis début 2020, estiment que le soutien apporté par le FMI devrait continuer à augmenter, et ce malgré l'absence de demande des États.

(25) De nombreux travaux académiques cherchent à identifier les facteurs pouvant expliquer la politique de prêt. Par exemple Barro & Lee (2005) concluent que les liens économiques et politiques avec États-Unis jouent un rôle prédictif significatif sur la probabilité d'octroi la taille des prêts. Dreher & Jensen (2007) établissent une relation similaire pour la conditionnalité.

(26) Perks *et al.* (2021) n'identifient pas de corrélation significative entre politique de prêt et existence de lignes de *swap*. Dans *Bargain Down or Shop Around? Outside Options and IMF Conditionality*, Clark R. (2022) identifie un lien entre disponibilité d'accords régionaux et moindre conditionnalité.

(27) Voir notamment Rogoff K. (2022), « Le FMI n'est pas une organisation humanitaire ».

(28) Selon eux le besoin de réserves supplémentaires concernait un nombre limité de pays, et appelait une réponse plus ciblée.

(29) Voir par exemple Masood Ahmed & Vera Songwe (2022), "An Economic Tsunami Is About to Hit the Poorest Countries: Inaction by the G20 Will Make it Worse".

Encadré 3 : La création du *Resilience and Sustainability Trust* (RST)

1. Le FMI, pour mettre en œuvre la mobilisation des DTS soutenue par le G20, a lancé le 1^{er} mai 2022 le RST – en français « fonds fiduciaire pour la résilience et la durabilité ». Son objectif sera de renforcer la résilience des économies éligibles face à des défis structurels de long terme. Il se focalisera dans sa phase initiale sur les défis liés au changement climatique et à la préparation aux pandémies.
2. Ce fonds pourrait être doté d'environ 45 Mds USD à plein régime. Les financements octroyés par le RST à un pays seront limités à environ 1,3 Mds USD ou 150 % de sa quote-part, ce qui avantage les États les plus pauvres, qui pourront bénéficier de plus de ressources.
3. 143 pays – dont l'ensemble des économies africaines – seront éligibles au RST, contre 69 pays pour le PRGT. Un pays demandeur devra disposer ou faire la demande d'un programme FMI et se verra proposer des conditions de financement très favorables, avec des maturités de prêts allant jusqu'à 20 ans, dont 10 ans de période de grâce. Les taux d'intérêt seront plus avantageux pour les économies éligibles les plus pauvres.
4. Dans le domaine climatique, les prêts du RST pourront contribuer à renforcer la capacité des États à appréhender les risques climatiques ; permettre la mise en place de politiques donnant un prix au carbone ; accompagner la fin des subventions aux énergies fossiles ; ou encore encourager l'intégration de critères climatiques dans la commande et l'action publique.

La création du RST, dont l'objectif est de réduire la probabilité de crise de balance des paiements liée aux défis structurels de long-terme comme le changement climatique et la préparation aux pandémies, exacerbe la question des frontières entre institutions³⁰.

L'approche thématique et l'horizon long que le RST entend embrasser peuvent sembler éloignés du mandat initial du FMI, qui considère d'ailleurs lui-même que le RST, contrairement à l'ensemble de ses autres opérations de prêt, ne fait pas partie du GFSN³¹.

Ce nouveau fonds a été fortement soutenu par l'ensemble du G20 et en particulier par la France qui pousse historiquement à la reconnaissance par le FMI du caractère « macro-critique » du changement climatique, afin que le Fonds s'approprie les enjeux environnementaux. L'ampleur des besoins de financements justifie en effet que le FMI joue son rôle catalytique pour les autres bailleurs de fonds, privés comme publics. Enfin, l'allongement de la durée des prêts, prévu par le RST et nécessaire au regard des bénéfices de long-terme de ces réformes, permet de lutter contre la « tragédie des horizons » liée au mandat du FMI³². Dans le cadre de la mise en place opérationnelle du RST, les analyses de la Banque mondiale joueront en outre un rôle décisif pour la

définition des politiques à mener sur la base des financements du FMI.

3.3 Des enjeux de gouvernance déterminants pour le futur du soutien financier

Progressivement, le FMI a su réunir un actionnariat quasi-universel – 190 membres en 2022 – sans mettre en péril sa capacité opérationnelle et sa capacité à prendre des décisions en période de crise. La règle majoritaire simple basée sur les quotes-parts, qui prévaut pour l'essentiel des décisions du conseil d'administration, garantit une certaine célérité dans la prise de décision. Le recours à la règle de la majorité qualifiée de 85 % des droits de vote n'est prévu par les statuts du FMI que pour un nombre limité de décisions, dont celles qui concernent les quotes-parts et les allocations de DTS.

La 16^e revue des quotes-parts, qui doit être conclue d'ici fin 2023, sera l'occasion de décider ou non d'une hausse des ressources du Fonds, et d'un éventuel réaligement de l'actionnariat : les grandes économies émergentes – en particulier la Chine, aujourd'hui seulement 3^e actionnaire du FMI – disposent aujourd'hui de quotes-parts inférieures à leur quote-part théorique dérivée de la formule de référence

(30) Le choix du FMI pour accueillir le RST tient notamment aux contraintes techniques liées aux réallocations de DTS.

(31) Le FMI considère que le RST « n'a pas pour objectif d'aider les membres à faire face à des chocs financiers » mais « à augmenter la résilience économique des membres ».

(32) Cf. Encadré 1 : Les ressources du FMI sont mises à disposition « temporairement ».

(cf. Encadré 4). Ces pays émergents pourraient faire de cette sous-représentation un enjeu de légitimité du FMI au centre du GFSN, et soutenir une hausse des ressources du FMI, qui, en plus de renforcer la capacité de prêt du Fonds, faciliterait un réalignement de l'actionnariat, une partie des nouvelles quotes-parts pouvant être allouées prioritairement aux économies émergentes.

À l'inverse, une majorité d'économies développées, qui disposent de quotes-parts supérieures à celles calculées par la formule, pourront souligner que les ressources du FMI se sont montrées suffisantes pour faire face à une crise d'une ampleur pourtant inédite : la

capacité d'engagement à terme du FMI, qui correspond aux ressources issues des quotes-parts avant activation des ressources empruntées, s'établit aujourd'hui à 205 Mds USD, soit à peine moins qu'avant la crise. Les ressources empruntées, qui représentent une force de frappe supplémentaire d'environ 500 Mds USD (52 % des ressources du FMI), n'ont, elles, pas eu à être activées. Les économies développées pourront également opposer aux pays émergents leurs faibles participations aux contributions financières volontaires qui permettent de financer, par exemple, les fonds fiduciaires du FMI ou certaines annulations du service de la dette due au FMI financées par les États.

Encadré 4 : La 16^{ème} revue des quotes-parts du FMI : enjeux de gouvernance

1. Assimilables à des actions, les quotes-parts déterminent pour les pays membres leur contribution et niveau d'accès aux ressources du FMI, leurs droits de vote au conseil d'administration, ainsi que le prorata de DTS qui leur revient en cas d'allocation.
 2. Les quotes-parts font l'objet tous les 5 ans d'une revue portant sur l'adéquation des ressources du FMI, leur composition (ressources issues des quotes-parts et ressources empruntées^a) et, en cas de hausse des quotes-parts, leur octroi. Si le stock de quotes-parts existant n'est traditionnellement pas modifié lors des revues périodiques, les règles d'allocation des quotes-parts supplémentaires permettent un réalignement plus ou moins important. Une formule débattue, basée sur le PIB, le taux d'ouverture, la volatilité et le niveau des réserves, définit une répartition théorique de l'actionnariat et vient informer les discussions.
 3. Les États-Unis (premier actionnaire avec 16,5 % de droits de vote) disposent d'un droit de veto sur une éventuelle hausse des quotes-parts, les décisions les plus importantes au FMI étant prises à la majorité qualifiée de 85 %. En 2019, sous l'administration Trump, la 15^{ème} revue n'avait abouti à aucun accord, renforçant le décalage structurel entre quotes-parts et poids théoriques des pays selon la formule.
- a. Les ressources empruntées (NAB et BBA), qui représentent aujourd'hui 52 % des ressources potentielles du FMI, ne donnent pas de droits de vote. Les ressources issues des quotes-parts sont immédiatement disponibles pour le FMI, quand les ressources empruntées doivent être activées lorsque la capacité de prêt du FMI est insuffisante.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Souveraineté
industrielle et numérique
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la
Publication :**

Agnès Bénassy-Quéré

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus**Septembre 2022**

N° 313 Endettement obligataire des sociétés non-financières

Thomas Carré, Xavier Coeln, Grégoire De Warren, Marie Khater, Adrien Moutel, Eloïse Villani,

N° 312 Perspectives mondiales à l'automne 2022 : l'économie plie mais ne rompt pas

Louis Adjiman, Bastien Alvarez, Raphaël Beaujeu, Sixtine Bigot, Guillaume Blin-Vialart, Xavier Coeln,
Charles Dennery, Adama Hawa Diallo, Valentin Giust, Laure Noël, Cyprien Ronze, Eloïse Villani

Août 2022

N° 311 La dépendance de la croissance chinoise au secteur immobilier

Thomas Carré, Lennig Chalmel, Eloïse Villani, Jingxia Yang

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.