

Préserver la stabilité financière



Garry J. Schinasi

La collection des Dossiers économiques, créée par le FMI en 1996, vise à présenter au public les résultats des recherches effectuées par les services du FMI. Les Dossiers économiques sont des monographies courtes, non techniques, portant sur des sujets d'actualité et rédigées à l'intention d'un public de non-spécialistes. Ils sont publiés en six langues : l'anglais, l'arabe, le chinois, l'espagnol, le français et le russe. Le présent numéro, comme ceux qui l'ont précédé, reflète les opinions de ses auteurs qui ne sont pas nécessairement partagées par le FMI.

Préserver la stabilité financière



Garry J. Schinasi

©2006 Fonds monétaire international

Directrice de la collection
Asimina Caminis
Département des relations extérieures du FMI

Couverture : Massoud Etemadi
Division des services multimédias du FMI

Édition française

Traduction : Serge Collomb
Correction & PAO : Van Tran & Anne Rousseau

ISBN 1-58906-500-X

ISSN 1020-7724

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

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

Préface

Au cours des trois dernières décennies, les marchés financiers ont connu une transformation radicale et une expansion rapide, impulsée par la déréglementation, la libéralisation et l'intégration et les progrès des technologies de l'information. Les flux de capitaux internationaux se sont intensifiés, les marchés ont élaboré de nouveaux instruments financiers sophistiqués, et les transactions financières peuvent à présent s'effectuer avec une facilité et une vitesse spectaculaires.

Bien que ces changements, en entraînant une répartition plus efficace du capital, aient été dans l'ensemble bénéfiques, ils se sont fréquemment accompagnés de perturbations financières — par exemple les violentes fluctuations des prix sur les marchés des valeurs mobilières des États-Unis en 1987 (le «lundi noir») et en 1997; les remous sur les marchés obligataires des pays du G-10 en 1994 et aux États-Unis en 1996; les crises monétaires au Mexique (1994–95), en Asie (1997) et en Russie (1998); l'effondrement du fonds spéculatif Long-Term Capital Management en 1998; les brutales fluctuations monétaires des années 90; et l'instabilité des marchés boursiers mondiaux en 2000 et 2001. Certains de ces épisodes ont menacé non seulement des économies nationales et régionales, mais aussi l'économie mondiale, ce qui montre bien qu'il importe de faire de la stabilité financière un objectif formel de la politique économique. Mais ils ont également montré que l'on est loin de comprendre à quel point les marchés financiers mondialisés peuvent se tromper dans l'appréciation du prix des capitaux et fausser leur allocation, avec les turbulences financières que cela peut entraîner.

Le système financier international est aujourd'hui si complexe qu'il est de plus en plus difficile — et coûteux — pour les autorités d'identifier et d'évaluer les risques. Il est devenu indispensable de disposer d'un cadre capable de détecter les faiblesses très tôt et sans ambiguïté. Le cadre présenté dans ce dossier économique ne constitue

pas un projet détaillé et définitif, mais est plutôt destiné à servir de point de départ à des travaux supplémentaires et à élargir le débat.

Le présent numéro, préparé par Charles Gardner et Asimina Caminis, s'inspire de plusieurs documents de travail du FMI — WP/04/187, intitulé «Defining Financial Stability», et WP/04/120, «Private Finance and Public Policy», de Garry J. Schinasi; WP/04/101, «Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability», de Aerd Houben, Jan Kakes et Garry J. Schinasi — que le lecteur est invité à télécharger gratuitement à partir du site www.imf.org/pubs. M. Schinasi est l'auteur du livre *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, dont la publication est prévue pour décembre 2005.

Préserver la stabilité financière

En comparaison de l'analyse de la stabilité monétaire et macroéconomique, l'analyse de la stabilité financière en est encore à ses balbutiements. Comme le savent tous ceux qui ont essayé de définir ce qu'est la stabilité financière, il n'existe encore pour l'évaluer ou la mesurer aucun modèle ou cadre analytique généralement reconnu. On commence à peine à développer des indicateurs financiers susceptibles de pouvoir signaler aux autorités l'existence d'éventuels problèmes dans l'économie réelle.

Il n'est pas surprenant que les cadres mis en place pour assurer la stabilité financière internationale — en conjuguant discipline des marchés privés et contrôles pruden­tiels nationaux — n'aient pu suivre le rythme de la modernisation et de la mondialisation des marchés financiers. Tout d'abord, le système financier s'est développé beaucoup plus vite que l'économie réelle. Dans les économies avancées, le total des actifs financiers représente à présent plusieurs fois le PIB annuel. Deuxièmement, la composition des actifs financiers a changé; les actifs non monétaires en représentent une part croissante, ce qui signifie que l'endettement a fortement augmenté par rapport à la base monétaire. Troisièmement, du fait de l'intégration internationale et de l'interpénétration des marchés, les systèmes financiers sont devenus plus interdépendants, ce qui accroît le risque de contagion. Quatrièmement, le système financier est devenu plus complexe en raison de la sophistication des instruments financiers, de la diversité des activités et de la mobilité des risques. Bien que ces tendances aient intensifié l'efficacité économique et rendu les systèmes financiers plus robustes, elles ont aussi modifié la nature du risque financier et déclenché des épisodes d'instabilité financière.



Qu'est-ce que la stabilité financière?

Au cours de la décennie passée, l'objectif du maintien de la stabilité financière a pris de plus en plus d'importance dans la formulation de la politique économique. Plus d'une douzaine de banques centrales et plusieurs institutions financières (notamment le FMI, la Banque mondiale et la Banque des règlements internationaux) publient périodiquement des rapports sur la stabilité financière et font de l'étude et de la poursuite de la stabilité financière une part importante de leurs activités.

La stabilité financière ne se résume pas à la simple absence de crises. Un système financier peut être considéré comme stable 1) s'il facilite l'allocation efficiente dans le temps et dans l'espace de ressources économiques, ainsi que d'autres processus financiers et économiques comme l'épargne et l'investissement, le prêt et l'emprunt, la création et la répartition de la liquidité, la détermination du prix des actifs et, en définitive, l'accumulation de richesse et la croissance de la production; 2) s'il évalue, alloue, gère les risques financiers et en détermine le prix; et 3) s'il conserve la capacité d'exercer ces fonctions essentielles même face à des chocs externes ou à une accumulation de déséquilibres.

Par implication, du fait que le système financier englobe de nombreuses composantes distinctes mais interconnectées — une infrastructure (les systèmes judiciaire, de paiement, de règlement et de comptabilité), des institutions (banques, sociétés de bourse, investisseurs institutionnels) et des marchés (marchés des actions, marchés obligataire, monétaire et des instruments dérivés) —, une perturbation dans l'une quelconque des composantes peut saper la stabilité du système entier. Cependant, si le système fonctionne assez bien pour assurer ses principales fonctions de facilitation, même lorsque l'une des composantes connaît des problèmes, ceux-ci ne constituent pas nécessairement une menace pour la stabilité de l'ensemble. Il n'est pas indispensable pour le maintien de la stabilité financière que toutes les parties du système financier fonctionnent en permanence de façon optimale. Mais un système financier stable est capable de limiter et de résoudre les déséquilibres, en partie par l'intermédiaire de mécanismes autocorrecteurs, avant qu'ils ne déclenchent une crise, et permet à la monnaie nationale (monnaie fiduciaire) de jouer son rôle de moyen de transaction, d'unité de compte et de réserve de valeur (stabilité financière et stabilité monétaire coïncident). Finalement, un système finan-

cier peut être considéré stable lorsque les perturbations ne sont pas susceptibles de causer de dommage à l'activité économique. La fermeture d'une institution financière, l'accroissement de la volatilité ou encore une correction marquée des marchés financiers peuvent résulter en fait d'une concurrence plus intense ou de l'absorption d'informations nouvelles, et peuvent même être des signes de bonne santé.

Comme le système financier est en état de perpétuelle transformation, le concept de stabilité financière ne fait pas référence à une situation ou à une trajectoire viable et bien définie à laquelle le système financier reviendrait après chaque choc, mais plutôt à un *continuum*. Ce continuum est multidimensionnel : il se manifeste par une multitude de variables observables, mesurables, qui peuvent servir à quantifier, quoique de manière imparfaite, le degré d'efficacité avec lequel le système assure ses fonctions de facilitation. En raison de la multiplicité des aspects de la stabilité financière, l'évolution du système ne peut être saisie par un indicateur quantitatif unique; les effets de contagion et les relations non linéaires entre les diverses parties du système financier compliquent encore la prévision des crises financières. Évaluer la stabilité d'un système financier exige donc une perspective à la fois systémique et globale.

Il convient par ailleurs d'être réaliste, les efforts de prévention des crises ne peuvent maîtriser l'évolution de la stabilité financière que dans certaines limites. La plupart des instruments déjà utilisables pour préserver la stabilité financière poursuivent d'autres objectifs, tels que protéger les intérêts des déposants (instruments prudentiels), favoriser la stabilité des prix (instruments de politique monétaire), ou encourager le règlement rapide des transactions financières (régimes applicables aux systèmes de paiement et de règlement). L'impact de ces instruments sur la stabilité financière est souvent indirect et ne se fait habituellement sentir qu'après un certain délai, et il peut parfois même être contradictoire avec leur objectif premier.



Risques pour le système financier

La complexité croissante des marchés financiers tient non seulement à l'introduction d'instruments et de moyens technologiques nou-

veaux, dont les effets ne sont pas entièrement connus, mais aussi naturellement à la mondialisation et à la titrisation, qui entraînent l'apparition de problèmes difficiles dans quatre grands domaines : la transparence et la divulgation de l'information financière, la dynamique du marché, l'aléa moral et le risque systémique.

Transparence réduite

Considérons le cas d'une banque d'investissement de Hong Kong qui acquiert une participation dans une compagnie chinoise, dégroupé les flux de trésorerie, la plus-value en capital et le risque de contrepartie de l'investissement, puis revend ces éléments séparément aux investisseurs de divers pays. Ce type de transactions multiplie les possibilités de mobiliser des fonds, d'investir et de répartir les risques entre les parties les plus aptes à les supporter. Cependant, du fait qu'il s'agit souvent d'activités hors bilan, ni les investisseurs ni les autorités de contrôle bancaire ne peuvent accéder aux informations correspondantes.

Dynamique du marché

La mondialisation de la finance et le recours croissant de nombreuses entreprises aux marchés des valeurs mobilières plutôt qu'aux banques pour lever des fonds ont spectaculairement modifié la dynamique du marché. Les coûts de transaction ont été réduits au plus bas, et il est devenu possible d'effectuer un volume énorme de transactions en un temps très court. Les mouvements massifs et persistants de vente ou d'achat, qui se produisent lors des épisodes de fascination mimétique des investisseurs, peuvent exacerber les fluctuations des prix. Ce mimétisme peut aussi provoquer la propagation de problèmes d'un marché en difficulté à un autre encore indemne, si les investisseurs perçoivent, à tort ou à raison, qu'ils présentent tous deux des similitudes préoccupantes.

Aléa moral

Les incertitudes nouvelles inhérentes à la dynamique du marché devraient inciter les acteurs privés du marché à isoler leurs activités commerciales, leurs revenus nets et leurs bilans des risques de fluctuations violentes des prix et de variations brutales de la liquidité du marché. Mais certains des principaux participants au marché sont des acteurs

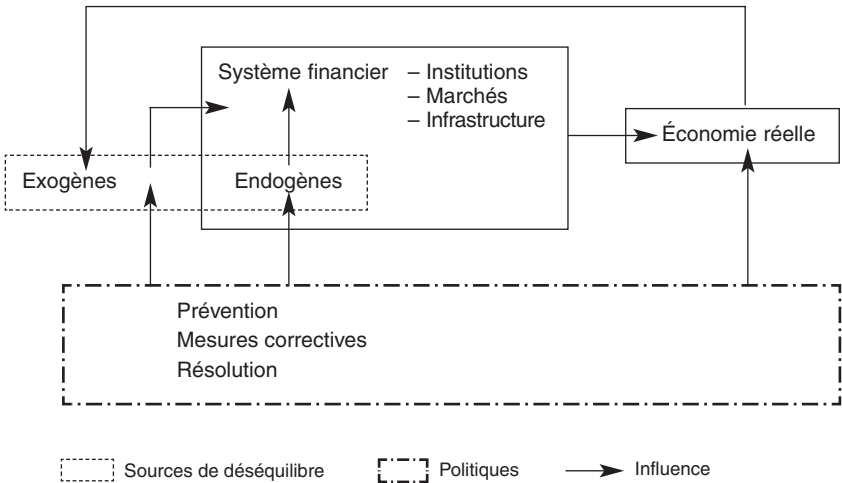
essentiels des systèmes de paiement nationaux et internationaux, et leur faillite pourrait présenter des conséquences terribles pour le système financier tout entier. Afin de se prémunir contre ce risque, les autorités ont mis en place des dispositifs de sécurité à l'intention des investisseurs (garantie des dépôts), des institutions financières (guichets de prêteur en dernier ressort) et des marchés (injections de liquidité par l'État). Cependant, la conviction des participants qu'en cas de crise les autorités interviendront pour enrayer sape la discipline du marché et crée un aléa moral en émoussant la prudence des participants.

Risque systémique

Le risque systémique s'est déplacé du secteur bancaire aux marchés de capitaux et d'instruments dérivés, et il concerne à présent des systèmes de règlement privés et des dispositifs de compensation quasi privés. Il peut être plus difficile pour les autorités de contrôle de les identifier, étant donné le fossé technique et technologique grandissant qui sépare les contrôleurs des contrôlés. Poussées par l'effet combiné des progrès technologiques, des structures d'incitations privées et de l'intensification de la concurrence dans les services financiers, les institutions financières privées s'adaptent aux évolutions structurelles beaucoup plus vite que les cadres réglementaires et de contrôle ne peuvent le faire.

Comme le montre le graphique 1, risques et vulnérabilités peuvent se développer de façon endogène, au sein du système financier, aussi bien que de manière exogène, par exemple dans l'économie réelle. Des risques différents requièrent des mesures différentes des pouvoirs publics. Les autorités financières peuvent en général influencer sur la probabilité et l'ampleur des déséquilibres endogènes par la réglementation, le contrôle, ou encore par la gestion des crises. En revanche, les perturbations externes sont plus difficiles à maîtriser, sauf par des politiques macroéconomiques dont les effets ne se font sentir qu'après de longs et incertains délais. Les mesures possibles face à une perturbation extérieure se limitent essentiellement à en atténuer l'impact sur le système financier, par exemple en maintenant la capacité du système à absorber les chocs et en activant des systèmes de secours pour protéger les informations vitales. Des mesures de ce type ont permis aux marchés financiers des États-Unis de survivre aux attaques terroristes du 11 septembre sans subir de dommages durables.

Graphique 1. Vue schématique des facteurs influant sur le fonctionnement du système financier



Des *risques endogènes* peuvent apparaître dans n'importe laquelle des trois grandes composantes — institutions, marchés et infrastructure (voir tableau 1).

- Des problèmes peuvent apparaître dans une institution financière donnée et se propager par la suite à d'autres parties du système financier, ou encore plusieurs institutions peuvent être touchées simultanément du fait de leur exposition à des risques similaires.
- Les marchés sont exposés aux risques de contrepartie, de désalignement des prix des actifs, de paniques et de contagion.
- Des problèmes apparus initialement dans des institutions financières (faillites opérationnelles, concentration des risques et effet de domino, par exemple) peuvent entraîner des difficultés dans l'infrastructure financière (par exemple dans les systèmes de compensation et de paiement) avec des répercussions plus vastes sur l'ensemble du système financier. Ou encore des faiblesses de l'infrastructure — par exemple des cadres juridique et comptable — peuvent entraîner des faillites (la faillite de l'entreprise américaine Enron a eu pour origine les insuffisances du cadre comptable).

Tableau 1. Sources potentielles d'instabilité financière

Endogènes	Exogènes
<p>Provenant des institutions financières</p> <p>Risques financiers</p> <ul style="list-style-type: none"> • crédit • marché • liquidité • taux d'intérêt • change <p>Risque opérationnel</p> <p>Insuffisances informatiques</p> <p>Risque légal/d'intégrité</p> <p>Risque de réputation</p> <p>Risque de stratégie commerciale</p> <p>Concentration des risques</p> <p>Risque de fonds propres</p> <p>Provenant des marchés</p> <p>Risque de contrepartie</p> <p>Désalignement du prix des actifs</p> <p>Panique sur les marchés</p> <ul style="list-style-type: none"> • crédit • liquidité <p>Contagion</p> <p>Provenant de l'infrastructure</p> <p>Risques liés aux systèmes de compensation, de paiement et de règlement</p> <p>Fragilité de l'infrastructure</p> <ul style="list-style-type: none"> • légale • réglementaire • comptable • de contrôle <p>Effondrement de la confiance entraînant des paniques</p> <p>Effet de domino</p>	<p>Provenant de perturbations macroéconomiques</p> <p>Risque lié à l'environnement économique</p> <p>Politiques déséquilibrées</p> <p>Événements</p> <p>Catastrophes naturelles</p> <p>Bouleversements politiques</p> <p>Faillites de grandes entreprises</p>

Les *risques exogènes* proviennent de problèmes extérieurs au système financier. La stabilité financière est vulnérable aux chocs externes — catastrophes naturelles, modifications des termes de l'échange du pays, événements politiques, fluctuations des prix du pétrole, innovations technologiques, revirements brutaux d'opinion du marché, ou défaut d'un emprunteur souverain de la région. Les événements microéconomiques, comme la faillite d'une grande entreprise, peuvent saper la confiance du marché et créer des déséquilibres qui affecteront l'ensemble du système financier.



Analyse de la stabilité financière

L'analyse de la stabilité financière doit couvrir l'ensemble des sources de risques et de vulnérabilités mentionnées ci-dessus. Cela exige un suivi systématique individualisé de toutes les parties du système financier et de l'économie réelle — ménages, entreprises, secteur public. L'analyse doit aussi tenir compte des liens intersectoriels et internationaux, car les déséquilibres sont souvent causés par une combinaison de faiblesses d'origines diverses.

En outre, les autorités doivent prendre en considération l'importance initiale des facteurs de vulnérabilité et de leur impact éventuel sur l'ensemble du système financier. Des tensions financières peuvent apparaître au niveau microéconomique — la faillite d'une banque ou d'une grande entreprise non financière, par exemple — pour se propager ensuite dans le système financier, par leurs répercussions interbancaires ou leur effet sur la confiance, ou bien des événements peuvent affecter immédiatement des pans entiers de l'économie, comme dans le cas d'une crise systémique.

Comme la nature même du risque systémique a changé, un ensemble plus vaste et plus complet d'indicateurs est nécessaire. En particulier, le risque est peut-être moins concentré que par le passé. En premier lieu, les institutions financières ont accru leurs activités de marché et leurs risques, et les entreprises non financières et les ménages participent davantage au marché. En second lieu, les instruments de diversification des risques — opérations de couverture, transfert de risques de crédit et titrisation de prêts bancaires — ont été améliorés. Ces évolutions ont diminué le risque de faillite des banques et de l'effet de domino traditionnel. Cependant, les avantages d'un partage plus poussé des risques ont pour contrepartie une vulnérabilité accrue aux chocs systémiques, car, au total, les positions sur les marchés financiers sont devenues beaucoup plus importantes, et toute perturbation grave peut donc avoir un impact encore plus grand.

L'analyse de la stabilité financière correspond, dans une certaine mesure, à l'analyse macroprudentielle traditionnelle. Elle repose sur les indicateurs habituels, comme les données de bilan qui reflètent les positions financières des secteurs (des ménages ou des entreprises), les ratios d'endettement nets, les mesures du risque de

contrepartie (écarts de taux d'intérêt), de la liquidité et de la qualité des actifs (ratio des prêts improductifs), les positions ouvertes en devises et l'exposition aux risques par secteur, pour faire apparaître d'éventuelles concentrations à ce niveau. Ce sont là principalement des indicateurs microprudentiels agrégés au niveau macroéconomique, de sorte qu'il est nécessaire d'examiner la dispersion existant au sein de ces agrégats. Pour évaluer la stabilité de l'ensemble du système financier, il importe de disposer d'une gamme plus large d'indicateurs mesurant la situation des principaux marchés, tels que le marché monétaire interbancaire, le marché obligataire, les marchés des pensions, des actions et des instruments dérivés. Les indicateurs appropriés comprennent les mesures de la liquidité du marché (écarts entre cours acheteur et cours vendeur), de l'incertitude et du risque sur le marché (tels que l'exprime la volatilité historique et implicite du prix des actifs) et la viabilité du prix des actifs, telle que mesurée par l'activité et l'étendue du marché, ainsi que par les écarts du prix des actifs par rapport aux modélisations, les modèles de «prix d'équilibre» basés sur les fondamentaux économiques ou les rapports prix/bénéfices.

Le FMI recommande un ensemble d'indicateurs centraux de la solidité financière (voir tableau 2). Des indicateurs complémentaires peuvent aussi être calculés pour le fonctionnement de l'infrastructure financière, par exemple le nombre d'incidents (pannes matérielles, logicielles ou de connectivité), de ralentissements et de non-règlements enregistrés par le système de paiement. L'infrastructure financière peut aussi être affectée par les modifications du régime juridique, réglementaire, comptable ou de contrôle provoquées par les tensions financières. Enfin, les variables macroéconomiques comme la croissance économique, l'investissement, l'inflation, la balance des paiements et les prix des actifs non financiers peuvent signaler une accumulation de déséquilibres.

Les systèmes d'alerte avancée peuvent aider à évaluer l'importance des divers indicateurs de la stabilité financière et à prévoir les difficultés financières. Plusieurs variables se sont révélées être d'importants indicateurs de tension financière — par exemple, les hausses de taux d'intérêt précèdent souvent de forts ajustements des prix des actifs. Plusieurs études ont constaté qu'une augmentation du ratio crédit/PIB, en particu-

Tableau 2. Indicateurs de solidité financière**Indicateurs centraux**

Institutions collectrices de dépôts

<i>Adéquation des fonds propres</i>	Ratio fonds propres réglementaires/actifs pondérés par les risques Ratio fonds propres réglementaires de base/actifs pondérés par les risques Ratio créances improductives moins provisionnement/fonds propres
<i>Qualité des actifs</i>	Ratio créances improductives/total des crédits bruts Répartition sectorielle des prêts/total des prêts
<i>Revenus et rentabilité</i>	Rendement des actifs Rendement des fonds propres Marge d'intérêt/revenu brut Charges hors intérêts/revenu brut
<i>Liquidité</i>	Ratio actifs liquides/total des actifs (ratio de liquidité des actifs) Ratio actifs liquides/passifs à court terme
<i>Sensibilité au risque de marché</i>	Ratio position ouverte nette en monnaies étrangères/fonds propres

Indicateurs complémentaires

Institutions collectrices de dépôts

	Ratio fonds propres/actifs Ratio grands risques/fonds propres Répartition géographique des prêts/total des prêts Ratio position d'actif brute sur dérivés financiers/fonds propres Ratio position de passif brute sur dérivés financiers/fonds propres Ratio revenus de transaction/total des revenus Ratio charges de personnel/charges hors intérêts Écart entre les taux débiteur et créateur de référence Écart entre le taux plafond et le taux plancher interbancaires Ratio dépôts de la clientèle/total des prêts (non interbancaires) Ratio prêts libellés en monnaies étrangères/total des prêts Ratio passifs libellés en monnaies étrangères/total des passifs Ratio position ouverte nette en actions et autres participations/fonds propres
Autres sociétés financières	Ratio actifs/total des actifs du secteur financier Ratio actifs/PIB
Sociétés non financières	Ratio dette totale/fonds propres Rendement des fonds propres Ratio revenus/charges d'intérêts et principal Ratio position de change nette/fonds propres Nombre de demandes de protection vis-à-vis des créanciers
Ménages	Ratio dette des ménages/PIB Ratio service de la dette et remboursement de principal/revenu des ménages
Liquidité du marché	Écart moyen entre les cours acheteur et vendeur sur le marché boursier ¹ Taux de rotation quotidien moyen sur le marché boursier ¹
Marché immobilier	Prix des biens immobiliers Ratio prêts immobiliers résidentiels/total des prêts Ratio prêts immobiliers commerciaux/total des prêts

¹Ou sur d'autres marchés particulièrement représentatifs de la liquidité bancaire, tels que les marchés des changes.

lier conjuguée à un essor de l'investissement, constitue un indicateur avancé des bulles de prix des actifs et des crises financières. En outre, les indicateurs du marché financier saisissent des évolutions qui dépassent les marchés mêmes, car les divers risques existant dans l'économie sont immédiatement reflétés par des variables comme les écarts entre cours acheteur et cours vendeur des obligations et par le prix des actions.

Finalement, l'analyse de la stabilité financière doit prendre en compte non seulement les perturbations éventuelles, mais aussi la capacité du système financier à les absorber. En particulier, les différents facteurs susceptibles d'amortir ou de contenir un choc doivent être suivis. Il s'agit du volume de capitaux provisionnés à cet effet, de la fiabilité des organismes d'assurance et de réassurance et de la qualité des pare-feux et des dispositifs de sécurité et de secours.

En outre, du fait que l'analyse de la stabilité financière se complique de non-linéarités et de la nécessité d'étudier des événements exceptionnels mais plausibles, il est souvent nécessaire d'analyser diverses distributions de variables pour prévoir ce qui se passerait au cas où les risques se concrétiseraient simultanément. Dans ce cas, les tests de résistance sont un instrument utile pour évaluer la résistance de différentes parties de l'économie face à des situations extrêmes. Mais, bien qu'il soit possible de soumettre une institution financière et peut-être tout le système bancaire, voire même un secteur entier de l'économie, à des tests de résistance, leur application à l'ensemble du système financier est limitée, en particulier pour des systèmes qui reposent à la fois sur le financement bancaire et le financement par les marchés, en partie faute de données et de modèles empiriques. La difficulté consiste à élaborer des tests de résistance du système qui tiennent compte des interconnexions du secteur financier et des effets réciproques qu'ont les institutions financières les unes sur les autres et sur l'économie réelle.



Élaboration d'un cadre

L'instauration d'une stabilité financière durable dépend dans une certaine mesure de la structure et de la maturité du système économique, et le cadre décrit ci-après convient sans aucun doute davan-

tage aux systèmes financiers les plus développés. Ce cadre intègre les éléments de la stabilité financière qui relèvent de l'analyse et de l'action des pouvoirs publics et leur permet d'évaluer la stabilité financière à partir des données macroéconomiques, monétaires et financières, ainsi que des informations recueillies dans l'exercice des fonctions de réglementation et de contrôle. L'objectif est de fournir une structure cohérente pour l'analyse des questions de stabilité financière, afin de 1) permettre l'identification précoce de vulnérabilités potentielles, avant qu'elles ne provoquent de corrections en baisse des marchés, de problèmes au sein des institutions, ou de défaillance de l'infrastructure financière; 2) favoriser la prise de mesures préventives et correctives en temps opportun pour éviter l'instabilité financière; et 3) restaurer la stabilité du système lorsque les mesures préventives et correctives échouent. Ce cadre vise à dépasser la démarche traditionnelle de «transmission des chocs» qui est à la base de nombreux cadres d'action des autorités.

Le but ultime des autorités doit être de mettre en place des mécanismes conçus pour éviter que les difficultés financières ne deviennent systémiques ou ne menacent la stabilité du système financier et de l'économie réelle — mais sans empêcher l'économie de connaître une croissance durable ni de remplir ses autres fonctions. Il ne s'agit pas nécessairement de désamorcer tous les problèmes financiers possibles. Tout d'abord, il n'est pas réaliste d'espérer qu'un système financier dynamique et efficace puisse toujours éviter toute perturbation ou volatilité sur ses marchés, ou que les institutions financières soient toutes en permanence capables de gérer à la perfection la totalité des incertitudes et des risques inhérents à la fourniture de services financiers tout en maintenant, voire en augmentant, la valeur des actifs de leurs actionnaires. Enfin, il n'est pas souhaitable de créer des mécanismes qui protègent à l'excès la stabilité des marchés et découragent toute prise de risques.

Si l'on se fonde sur le concept d'un couloir de stabilité financière au sein d'un continuum, le point de départ naturel pour définir le cadre dont nous parlons et pour le rendre opérationnel serait une analyse exhaustive et continue des risques et vulnérabilités qui menacent le système financier. Celle-ci serait suivie d'une évaluation de

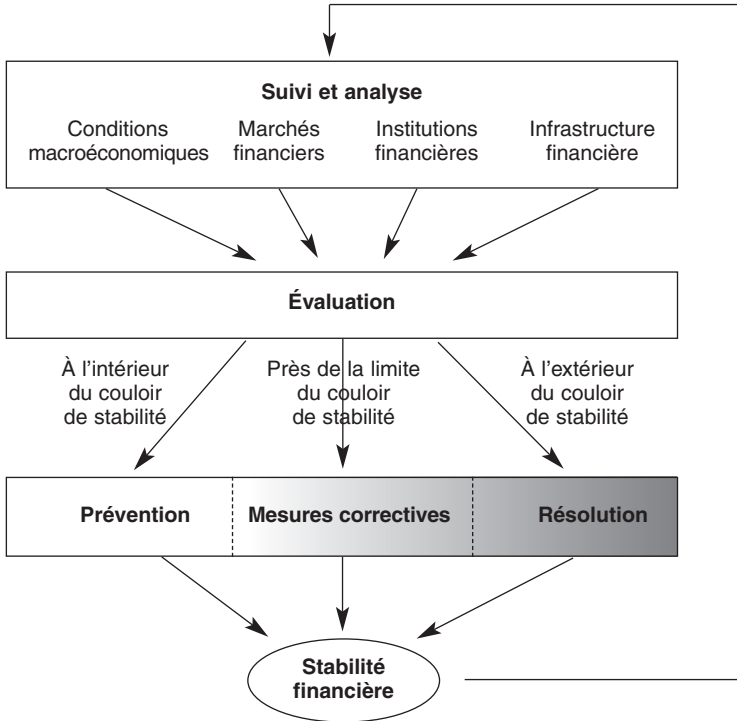
l'étendue possible des conséquences de ces vulnérabilités pour la stabilité financière, puis de l'adoption des mesures appropriées, déterminées en fonction de la situation du système financier. Lorsque la situation du système est grosso modo stable et paraît devoir le rester dans un proche avenir, les politiques appropriées seront essentiellement préventives et viseront à maintenir la stabilité en s'appuyant à la fois sur la discipline du marché et la surveillance exercée par les autorités. Si le système se trouve dans le couloir de stabilité, mais paraît s'approcher de la limite, par exemple en raison de l'apparition de déséquilibres ou d'évolutions extérieures au système financier, le maintien de la stabilité du système peut exiger des mesures correctives — par exemple des pressions morales et un contrôle renforcé. Enfin, le système financier peut être instable — c'est-à-dire se trouver en dehors du couloir de stabilité — et être par conséquent incapable d'assurer convenablement ses fonctions. Dans ce cas, la réaction doit être d'appliquer des politiques correctives visant à rétablir la stabilité, y compris éventuellement à résoudre une crise. Les principaux éléments de ce cadre de stabilité financière sont résumés au graphique 2. Naturellement, du fait de la multiplicité des facettes de la stabilité financière, les diverses catégories de mesures seront rarement aussi distinctes.

On peut répartir les problèmes éventuels entre les grandes catégories suivantes :

- difficultés d'une institution ou d'un marché donné peu susceptibles d'entraîner des conséquences d'ordre systémique pour les systèmes bancaire ou financier;
- difficultés impliquant plusieurs institutions importantes susceptibles de se propager à d'autres institutions ou marchés;
- difficultés qui s'étendront probablement à de nombreuses institutions financières de divers types sur plusieurs marchés distincts, tels que le marché à terme, le marché interbancaire et le marché des actions.

Chaque catégorie exige des instruments diagnostiques et des mesures propres — allant de l'absence de réaction à l'intensification de la surveillance d'une institution ou d'un marché spécifique, à l'injection de liquidité dans les marchés pour atténuer les tensions, ou à l'intervention dans telle ou telle institution.

Graphique 2. Cadre pour le maintien de la stabilité financière



Prévention

Les autorités doivent adopter vis-à-vis d'un système financier stable la même attitude que les médecins face à un patient en bonne santé. Il s'agit de prévenir les problèmes et d'éliminer leurs causes possibles avant qu'elles n'occasionnent des dommages; les instruments appropriés consistent en vaccinations, bilans de santé fréquents et mesures similaires.

Dans un système financier sain, les principaux instruments permettant de prévenir une éventuelle accumulation de déséquilibres susceptibles de déclencher une crise sont la discipline du marché; la réglementation officielle, le contrôle et la surveillance exercés par les autorités et leurs actions de communication; et des politiques macro-

économiques saines. Il peut être nécessaire d'ajuster en temps opportun à la fois la manière dont les vulnérabilités sont évaluées et la conception et la mise en œuvre des instruments d'action des pouvoirs publics lorsqu'apparaissent des évolutions susceptibles d'influer sur le système financier.

Mesures correctives

En poursuivant dans notre analogie médicale, lorsqu'un patient n'est pas encore malade mais présente les symptômes de problèmes à venir — gain ou perte de poids, manque de souffle, tension élevée, par exemple —, une action préventive peut être indiquée. Le médecin peut prévoir des tests supplémentaires et des examens de santé plus fréquents, recommander de modifier certaines habitudes de vie, ou prescrire un remède.

Cette situation est semblable à celle où le système financier approche de la limite du couloir de stabilité. Par exemple, des déséquilibres peuvent s'être accumulés du fait d'une croissance rapide du crédit conjuguée à une inflation du prix des actifs et à une baisse de la capitalisation du système bancaire; même en l'absence de danger immédiat, les problèmes, lorsqu'ils ne sont pas traités, peuvent croître. Les variations inattendues de l'environnement intérieur ou extérieur constituent d'autres facteurs de risque.

En pratique, ce deuxième stade intermédiaire est le plus ambigu des trois. Des vulnérabilités qui ne se sont pas encore manifestées sont intrinsèquement difficiles à évaluer et, en l'absence d'instabilité financière flagrante, il n'est pas aisé d'identifier ou de mettre en œuvre les mesures curatives appropriées, ni d'inciter les participants à davantage de prudence. Mais les autorités doivent tenter d'infléchir ou de corriger les évolutions à ce stade en usant de la pression morale et en intensifiant la surveillance et le contrôle. Il peut s'avérer nécessaire de renforcer les dispositifs de sécurité pour éviter les paniques bancaires et la contagion, ou d'ajuster les politiques macroéconomiques.

Résolution

Si, malgré ces efforts, le patient tombe malade, une intervention sérieuse (suivi intensif, chirurgie) peut être nécessaire — c'est-à-dire que les politiques des autorités financières vont devoir être renfor-

cées à mesure que le système financier approche, voire franchit, les limites de la stabilité.

À ce stade, il est possible que les banques n'acceptent plus de projets rentables, ou ne puissent plus les financer, que les prix des actifs cessent de refléter leur valeur intrinsèque, que les paiements ne soient plus réglés en temps opportun, voire même ne soient plus réglés du tout. Dans les cas extrêmes, l'instabilité financière peut déclencher des retraits massifs auprès des institutions financières, ou entraîner un épisode d'hyperinflation, une crise monétaire ou un crash boursier. Des politiques plus énergiques visant à rétablir la stabilité et, le cas échéant, à résoudre la crise sont indiquées à ce stade. On intensifiera donc encore la surveillance et le contrôle, et il faudra éventuellement recourir à des politiques plus volontaristes pour rétablir les capacités du système et encourager la confiance. Des mesures discrétionnaires, dont la teneur ne peut être révélée à l'avance, seront en général nécessaires, parfois pour des raisons stratégiques. Ainsi, les autorités peuvent souhaiter maintenir une «ambiguïté constructive» — éviter, par exemple, d'émettre des assurances de soutien prématurées, d'activer les dispositifs de sécurité financiers, ou d'injecter de la liquidité dans telle ou telle institution ou dans l'ensemble du système financier — afin de ne pas encourager les participants au marché à prendre des risques inconsidérés. En outre, les communications officielles et les politiques macroéconomiques peuvent contribuer à contenir les turbulences des marchés financiers.



La stabilité financière est un bien public

On considère souvent la finance moderne comme une activité purement privée dont les bénéfices sont principalement, voire exclusivement, récoltés par des personnes et des entreprises privées. Cependant, il existe des liens d'importance vitale entre les marchés financiers d'un pays, sa monnaie fiduciaire et son économie réelle.

En réunissant des épargnants disposés à reporter leur consommation à plus tard et des investisseurs à la recherche de capital à placer dans des activités productives, la finance crée des produits substituables à la monnaie fiduciaire qui sont échangeables dans le temps. Ce faisant,

elle renforce les avantages de la monnaie fiduciaire en favorisant une allocation plus efficiente des ressources économiques réelles entre des lieux et des activités divers, et en particulier sur la durée. Par définition, la finance comporte des risques, mais permet aussi d'en fixer le prix et, de plus en plus, de les vendre séparément aux participants des marchés financiers qui sont en mesure de les assumer. Grâce à ces caractéristiques, la finance permet une activité économique bien plus importante qu'il ne serait possible avec la seule monnaie fiduciaire.

Cependant, la finance élève aussi le volume des créances potentielles sur la pure liquidité bien au-dessus du stock de monnaie fiduciaire disponible. Cet effet de levier présente le risque inhérent d'aboutir à créer une situation où trop de finance repose sur trop peu de confiance que les contrats financiers seront honorés. Il rend ainsi possibles des situations où des créances légitimes sur la monnaie fiduciaire ne seront pas honorées à l'échéance ou des transactions ne seront pas réglées. Ces défaillances peuvent causer des pertes économiques massives.

Et bien que la finance moderne soit d'abord et avant tout un réseau dynamique constitué d'un grand nombre de contrats financiers privés distincts, il est nécessaire, pour que les parties en retirent effectivement les avantages attendus, de mettre en place des dispositifs de garantie publics. Par exemple, les contrats financiers privés sont en général rédigés en unités de compte officielles et mesurés conformément à des règles comptables officielles, tandis que le règlement et le versement du paiement peuvent s'effectuer en monnaie fiduciaire. En outre, il existe une présomption de recours légal en cas de non-exécution du contrat. D'autres dispositions d'intérêt public étayaient l'efficience de la finance privée, notamment des politiques micro- et macroéconomiques judicieuses.

En outre, d'abondantes constatations empiriques montrent que la finance ne conduit pas automatiquement à des résultats efficients lorsqu'elle est entièrement abandonnée aux seules forces du marché. Il convient d'abord de considérer la finance comme un bien public, dont la production peut être insuffisante ou excessive. Le caractère incomplet ou asymétrique de l'information crée la possibilité de désalignement des prix et d'antisélection. Et réunir et analyser l'information nécessaire sur une contrepartie peut être d'un coût prohibitif

pour des agents privés, tandis que le contrôle des institutions financières par les autorités présente des économies d'échelle évidentes. Les marchés de la finance sont incomplets; certains risques de liquidité ne sont pas assurables; et la concurrence est imparfaite. La déstabilisation financière due à une mauvaise gestion de la monnaie et de la finance peut dévaster l'économie réelle, comme cela s'est produit pendant la Grande Dépression. En revanche, un système financier sain favorise l'accumulation de richesse par les ménages, les entreprises et les administrations publiques — condition indispensable à ce qu'une société puisse se développer, croître et faire face à l'adversité.

Naturellement, en élaborant les politiques publiques, il convient de tenir compte des coûts que pourraient entraîner les réactions du marché privé ou d'éventuels ajustements des mesures prises — du fait, par exemple, d'aléas moraux et d'arbitrages réglementaires. Les autorités doivent être conscientes qu'il faut éventuellement arbitrer entre deux options : intervenir pour préserver la stabilité à court terme et laisser des institutions en mauvais état faire faillite dans l'intérêt de la stabilité à long terme. Ils doivent aussi trouver le point d'équilibre où le marché allie le dynamisme et l'efficacité à la robustesse. Les politiques doivent être conçues de manière à préserver la stabilité financière sans décourager la prise de risques. Une prudence excessive pourrait inhiber le développement dynamique de la finance, freiner la croissance dans les pays industrialisés et faire dérailler le développement des économies de marché émergentes. Il appartient à chaque nation de choisir les arbitrages les plus favorables à sa prospérité.



L'avenir

La volatilité, les turbulences et les crises qui se sont produites à maintes reprises depuis 1990 représentent-elles un échantillon fidèle de ce qu'il faut attendre des marchés financiers à l'avenir, ou ne s'agissait-il que d'une phase de transition, ouvrant la voie à des jours paisibles?

Il y a motif à être optimiste. Les grandes institutions financières mondiales semblent avoir tiré des enseignements importants des crises des années 90 et les avoir intégrés dans de nouveaux systèmes de gestion des risques et de contrôle, et diversifient davantage leurs portefeuilles financiers et leurs activités commerciales. Les autorités nationales — que l'éruption des crises avait souvent totalement surprises — ont elles aussi commencé à réformer leurs réglementations bancaires et leurs cadres de contrôle, tandis que la communauté internationale lançait des initiatives pour renforcer l'architecture financière internationale.

Ces réformes publiques et privées paraissent avoir payé. Les économies industrialisées se sont montrées endurantes face à l'éclatement de la bulle des actifs *dot.com* en 1999–2000, aux niveaux records de défauts de paiement sur les obligations d'entreprises pendant la décennie écoulée et aux retombées financières des attaques terroristes du 11 septembre 2001. Cela donne à penser que les économies industrialisées ont suffisamment amélioré leur capacité à diversifier les risques privés et nationaux pour ramener les pertes financières à un niveau gérable. Néanmoins, l'activité financière a continué de devenir plus complexe et moins transparente, ce qui rend toujours plus difficile de contenir les excès financiers avant que leur ampleur ne provoque instabilité et turbulences.

De nombreux pays à marché émergent, en revanche, ne semblent pas avoir acquis le même niveau d'isolation et de robustesse. Bien qu'ils aient accès à la finance globale, ils ne sont pas encore en mesure d'en gérer les risques concomitants. Ils n'ont pas procédé aux réformes structurelles indispensables et ne se sont pas préparés au monde de la finance moderne, en particulier en mettant en place des systèmes judiciaires transparents et efficaces; en garantissant l'exécution des contrats et la saisie de la garantie en cas de défaut; en renforçant l'infrastructure financière, notamment le contrôle et la régulation, ainsi qu'en mettant en place des dispositifs de sécurité bien conçus, suivis et effectivement appliqués; ou en relevant les normes de la gouvernance d'entreprise. L'existence de lacunes dans ces domaines cruciaux est évidente même dans les pays très performants qui enregistrent une croissance soutenue. Pour de nombreuses économies émergentes, la mondialisation de la finance s'est révélée une

épée à double tranchant. En période faste, leur développement économique et financier bénéficie de robustes entrées de capitaux, mais le renversement de ces flux les laisse vulnérables, en l'absence des réformes nécessaires, à des crises financières et économiques qui peuvent être dévastatrices.



Une stratégie pour l'avenir

En somme, le passage à un système financier plus vaste, plus intégré, à fort effet de levier, complexe et fondé sur le marché va sans doute continuer de faire évoluer la nature du risque financier. Les pays industrialisés comme les économies de marché émergentes peuvent à bon droit partir du principe que, même si le système financier international est plus efficient et robuste aujourd'hui qu'il y a vingt ans, il peut aussi connaître davantage de variations brutales des prix des actifs et des flux de capitaux, de turbulences sur les marchés et de crises capables de mettre en danger l'économie mondiale même.

La prudence suggère une stratégie à trois volets : consolider les cadres nationaux réglementaires et de contrôle; renforcer la discipline de marché sur le double plan national et international; et adopter une perspective globale.

Consolider les cadres nationaux

Les turbulences qui secouent les marchés financiers depuis les années 90 montrent la nécessité pour les pouvoirs publics d'éliminer certaines lacunes du contrôle. Ils doivent surveiller plus étroitement les systèmes internes de contrôle et de gestion du risque des institutions financières, s'assurer que leurs dirigeants aient les compétences requises et remplissent leur rôle et, d'une façon générale, veiller à leur bonne gouvernance. Une autre manière de protéger la stabilité financière tout en préservant l'efficacité financière pourrait être de pénaliser les institutions imprudentes en leur imposant des coefficients de fonds propres plus élevés que ceux prévus par l'accord dit de Bâle II. Cela constituerait un premier pas vers la création

d'une structure d'incitations qui encourage les institutions financières et les investisseurs à internaliser la responsabilité de leur prise collective de risques. Inciter toutes les institutions à respecter les lignes directrices, normes et pratiques optimales reconnues internationalement renforcerait également la stabilité financière.

Renforcer la discipline de marché

Le second volet de la stratégie consiste à faire meilleur usage de la discipline de marché. Le fait de disposer d'infrastructures robustes et, si possible, à sécurité intégrée — en particulier de systèmes de règlement brut en temps réel — permet de laisser faire faillite et mettre en liquidation des institutions (y compris les plus grandes) sans compromettre pour autant la stabilité ou même le bon fonctionnement du système de paiement national.

L'avantage d'améliorer la transparence et la divulgation des informations financières découle donc de ce que les participants au marché comme les autorités de contrôle peuvent ainsi percevoir les signes de stratégies d'investissement imprudentes avant que celles-ci aient pu causer des dégâts. Une transparence et une publicité accrues permettront aussi aux autorités d'émettre des jugements mieux informés sur les conséquences pour d'autres marchés ou institutions de la faillite éventuelle d'une institution donnée. Une stratégie conjuguant la transparence, l'information du public, l'efficacité du contrôle et la discipline du marché ferait beaucoup pour préserver les systèmes financiers nationaux et, par là, l'efficacité et le bon fonctionnement du système financier international. Il peut être indiqué de rechercher le soutien du public pour d'autres initiatives privées visant à renforcer la stabilité par des moyens tels que l'autodiscipline ou l'amélioration de l'infrastructure financière. La création récente du système de paiement global Continuous Linked Settlement (CLS ou banque CLS), qui a considérablement réduit les risques liés aux transactions en devises, en est un exemple.

Adopter une perspective globale

Le troisième volet de la stratégie, pour tous les pays, consiste à agir sur la base du principe que la mondialisation de la finance a fait de la stabilité financière internationale un bien public mondial qui tran-

scende les objectifs et les intérêts nationaux. S'il est vrai que tous les pays peuvent contribuer à la stabilité financière internationale en réalisant et en maintenant leur stabilité financière nationale, la conduite de politiques financières axées exclusivement sur des objectifs nationaux peut créer des difficultés dans d'autres pays ou sur les marchés financiers internationaux.

De même que les compagnies internationales qui fournissent des services financiers privés doivent inscrire leurs activités de contrôle et de gestion des risques dans une perspective internationale, les autorités doivent adopter une démarche globale pour pouvoir régler, contrôler et surveiller efficacement l'activité financière. En fait, une des principales conséquences de la mondialisation de la finance est peut-être que les systèmes financiers conçus dans une perspective nationale ne peuvent adopter le type de démarche globale nécessaire à la stabilité internationale sans certains mécanismes de coordination internationaux contraignants et acceptés par tous. La coopération internationale joue aujourd'hui un rôle considérable dans l'établissement de normes et de codes internationaux pour le contrôle des banques et des assurances et pour les systèmes de paiement. Les normes et codes internationaux — comme les Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace développés par le Comité de Bâle — peuvent servir à égaliser les chances des participants aux marchés et à améliorer l'efficacité économique, préservant ainsi la stabilité face à l'intégration intersectorielle et internationale.

À cet égard, le cadre proposé, qui est résumé au graphique 2, peut être considéré comme un instrument souple pour interpréter les évolutions et les traduire en mesures de politique. La grande difficulté est de parvenir à mieux comprendre comment les différentes dimensions de la stabilité financière réagissent entre elles et avec l'économie réelle, et comment les politiques des autorités influent sur ces interactions. Plus précisément, il faudrait s'appliquer à élargir l'éventail des données disponibles, améliorer les outils empiriques, développer des indicateurs qui permettent aux autorités de mieux anticiper les problèmes, et de lier ces indicateurs à des instruments de politique spécifiques. Il s'agit là d'un programme chargé. L'expérience indiquera certainement la voie à suivre.

La collection des Dossiers économiques

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer*. Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits*. 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work*. C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets*. Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows*. Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zuli Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits*. Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications*. Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth*. Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring*. Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *La libéralisation des mouvements de capitaux : aspects analytiques*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferreti et Andrew Tweedie. 1999.
18. *La privatisation dans les pays en transition : leçons de la première décennie*. Oleh Havrylyshyn et Donal McGettigan. 1999.
19. *Fonds de couverture : que savons-nous vraiment d’eux?* Barry Eichengreen et Donald Mathieson. 1999.

20. *La création d'emplois : pourquoi certains pays font-ils mieux que d'autres?* Pietro Garibaldi et Paolo Mauro. 2000.
21. *Gestion des affaires publiques et lutte contre la corruption dans les États baltes et les pays de la CEI : le rôle du FMI.* Thomas Wolf et Emine Gürgen. 2000.
22. *L'art difficile de prévoir les crises économiques.* Andrew Berg et Catherine Pattillo. 2000.
23. *Promotion de la croissance en Afrique subsaharienne : les leçons de l'expérience.* Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis et Dhaneshwar Ghura. 2000.
24. *Dollarisation intégrale : avantages et inconvénients.* Andrew Berg et Eduardo Borensztein. 2000.
25. *Lutter contre la pollution : écotaxes et permis négociables.* John Norregaard et Valérie Reppelin-Hill. 2000.
26. *La pauvreté rurale dans les pays en développement : orientation pour l'action publique.* Mahmood Hasan Khan. 2001.
27. *Une politique fiscale pour les pays en développement.* Vito Tanzi et Howell Zee. 2001.
28. *Aléa moral : les financements du FMI poussent-ils emprunteurs et prêteurs à l'imprudence?* Timothy Lane et Steven Phillips. 2002.
29. *Le casse-tête des retraites : impératifs et choix des régimes de retraite.* Nicholas Barr. 2002.
30. *Sous la protection de l'ombre : la croissance de l'économie souterraine.* Friedrich Schneider avec la collaboration de Dominik Enste. 2002.
31. *La restructuration du secteur des entreprises : le rôle des pouvoirs publics en temps de crise.* Mark R. Stone. 2002.
32. *Les régulateurs financiers devraient-ils être indépendants?* Marc Quintyn et Michael W. Taylor. 2004.
33. *L'éducation des enfants dans les pays pauvres.* Arye L. Hillman et Eva Jenkner. 2004.
34. *L'allègement de la dette peut-il doper la croissance des pauvres?* Benedict Clements, Rina Bhattacharya et Toan Quoc Nguyen. 2005.
35. *Réforme financière : une construction délicate,* Abdul Abiad et Ashoka Mody. 2005.
36. *Préserver la stabilité financière.* Garry J. Schinasi. 2005.

Garry J. Schinasi

M. Schinasi, Conseiller au Département financier du FMI, a reçu son doctorat en économie de l'université Columbia en 1979. Il a fait partie des services du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis de 1979 à 1989, avant de rejoindre le FMI. De 1992 à 2001, M. Schinasi a occupé divers postes au Département des études du FMI. Il a écrit pour les *Perspectives de l'économie mondiale*, a été l'un des coordinateurs de la surveillance des marchés financiers exercée par le FMI et a coproduit la publication *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. M. Schinasi a publié des articles dans *The Review of Economic Studies*, *Journal of Economic Theory*, *Journal of International Money and Finance*, ainsi que dans d'autres revues spécialisées dans la théorie et la politique économique. La publication de son livre, *Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice*, est prévue pour décembre 2005.

