



HAL
open science

When the international lender of last resort faces a " too big to fail " sovereign borrower : the " jeu de faux semblants "

Cécile Bastidon, Philippe Gilles

► To cite this version:

Cécile Bastidon, Philippe Gilles. When the international lender of last resort faces a " too big to fail " sovereign borrower : the " jeu de faux semblants ". "Reshaping the architecture of the international financial system", C.D.C./C.E.P.I.I./C.E.F.I., May 2000, Sienna, Italy. hal-00731546

HAL Id: hal-00731546

<https://hal.science/hal-00731546>

Submitted on 13 Sep 2012

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Prêteur international en dernier ressort et statut de *too big to fail* d'un emprunteur souverain : le «*jeu de faux-semblants* »

Cadre d'analyse des relations Russie/FMI.

Objet : expliquer l'existence de transferts durablement positifs à l'égard de la Russie.

- Le FMI est prêteur international en dernier ressort.
- La logique de *too big to fail* s'applique à un emprunteur souverain.

Principe clef : l'asymétrie d'information délibérée.

- Asymétrie d'information inhérente au processus de conditionnalité exacerbée : le débiteur est *price maker* sur le cours de sa dette.
- L'objectif ultime du FMI (la stabilité du SFI) prime donc sur les règles usuelles. Il est optimal de refinancer dans tous les cas.
- La préservation de la crédibilité du FMI passe par le JFS.

Le FMI, abstrait de ses propres standards de conditionnalité : l'asymétrie d'information délibérée

Les effets déstabilisants de la crise russe de 1998 dépassent le cadre des seuls marchés émergents.

La crise est révélatrice d'un aléa moral lié au JFS :

- Confirmation du caractère *too big to fail* de la Russie, dont le seul défaut est susceptible de déterminer une crise systémique.
- Le FMI fait *comme si* les conditionnalités étaient respectées, la Russie *comme si* elle les respectait.

→ Pour le FMI, refuser son concours revient à précipiter la crise, alors même que ce concours contribue à retarder les ajustements nécessaires : la logique du JFS est une logique de fuite en avant.

Principe de l'optimum intertemporel sur horizon infini et constat d'inadéquation des modèles standard de dette et de renégociation

Intérêt de ces modèles : expliquer l'existence de transferts nets durablement positifs à l'égard de débiteurs présentant un risque de défaut systématiquement vérifié.

Nombreuses limites, liées à la vérification d'une contrainte d'incitation :

- Principe de l'optimisation intertemporelle ;
- solvabilité des emprunteurs supposée illimitée ;
- pouvoir de négociation entièrement dévolu au créancier.
- De plus, dans le cadre du JFS, les négociations avec les créanciers multilatéraux doivent être considérées à titre principal, et non secondaire.

→ Modélisation du JFS dans un cadre Principal-Agent (FMI/Russie) - le débiteur est caractérisé par une solvabilité limitée et un pouvoir de négociation strictement positif.

Formalisation du JFS : le choix d'un cadre Principal-Agent aux hypothèses non usuelles

Répartition du pouvoir de négociation et principe du continuum d'équilibres, dans le modèle de PITCHFORD [1998] :

- Modèle Principal-Agent. L'Agent est caractérisé par une solvabilité limitée et un pouvoir de négociation strictement positif, parce qu'il détient un avantage comparatif dans la réalisation de l'objectif : sa valeur d'option est donc supérieure à celle du Principal.
- Effort : réformes entreprises pour respecter la conditionnalité.
- Résultat : capacité de remboursement induite.

Conséquences de l'avantage comparatif attribué à l'Agent :

- Permet de lever la contrainte d'incitation et d'éviter la perte de généralité qui en découle ;
- Une partie du surplus net est attribuée à l'Agent : il y a donc un continuum d'équilibres, en fonction du pouvoir de négociation de celui-ci.

Cas type du JFS : logique de court terme et fonction d'utilité discontinues

La fonction d'utilité du Principal dépend de la préservation de la stabilité du SFI :

- Sur $[0,z]$ son utilité est nulle (crise déclenchée).
- Sur $[z,X]$ elle est décroissante convexe : la probabilité de crise décroît avec l'ampleur du transfert, mais la crédibilité du FMI se trouve altérée.

L'objectif de l'agent est de faire porter le coût de l'ajustement sur l'extérieur :

- Sur $[0,z]$ son utilité est nulle (crise déclenchée).
- Sur $[z,X]$ elle est strictement croissante.

Le transfert réalisé est nécessairement strictement positif, et dépend de μ , le pouvoir de négociation du FMI :

- Si μ est proche de 1, x est proche de z .
- Si μ est proche de 0, x est proche de X .

De l'immédiat après crise au moyen terme : versions «forte» et «faible» du JFS

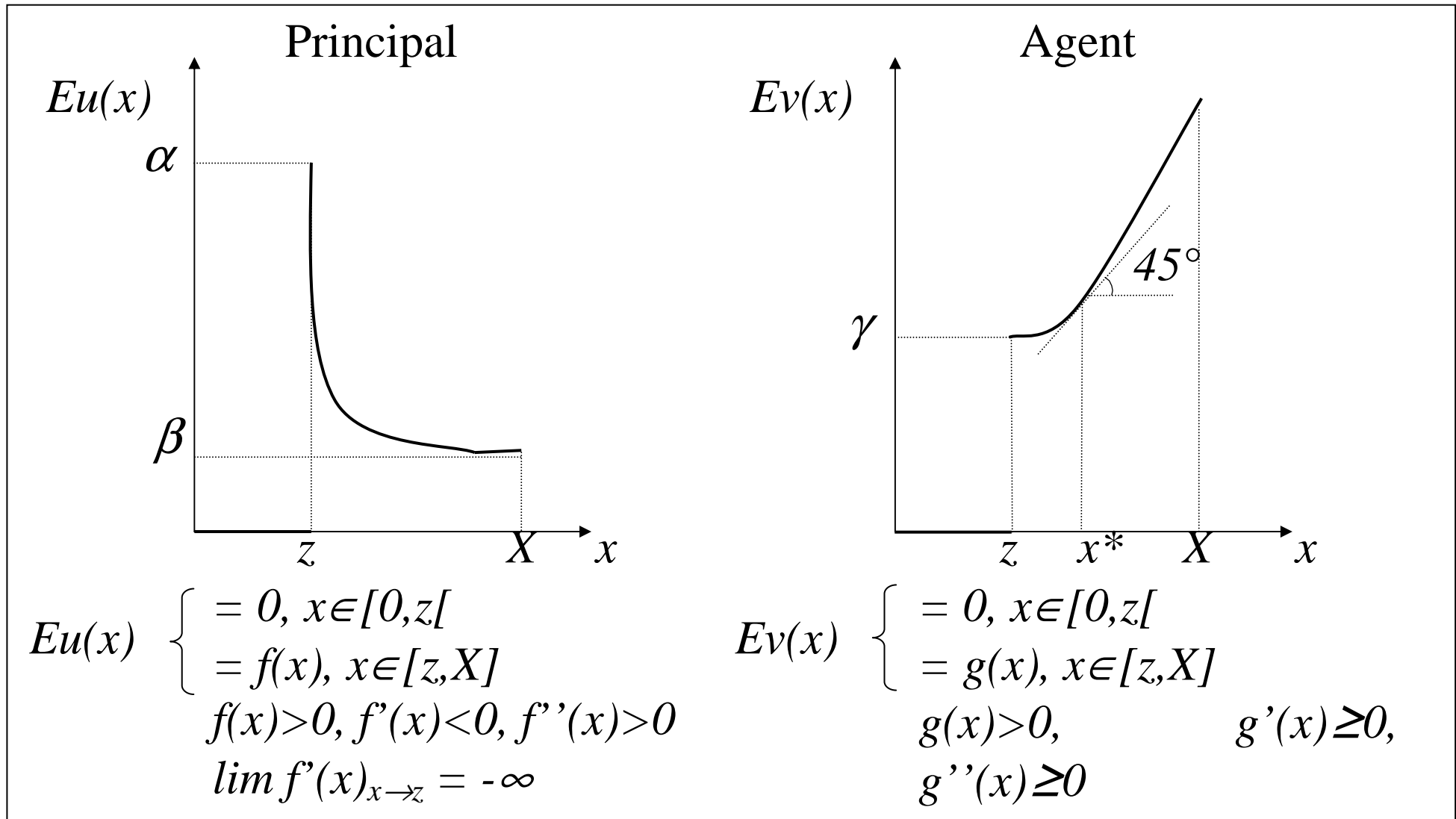
Double logique d'évolution :

- Réduction de la probabilité de crise : μ augmente.
- Modification de la fonction d'utilité de l'Agent : convexe si l'exclusion du SFI est relativisée, concave si on recherche un jeu à somme positive. Le point de rupture de la pente se situe en x^* , équilibre global des finances publiques.

Les valeurs d'options jouent à présent de deux manières :

- Leur *niveau* détermine μ .
- Leur *variation* détermine l'une ou l'autre configuration.

Le retour des investisseurs privés est possible dans le cadre du JFS : dans la configuration «faible» le caractère *too big to fail* constitue une garantie pour les investisseurs.



*Figure 1 Jeu de faux semblant de moyen terme,
version "forte" : cas $b > 1$*

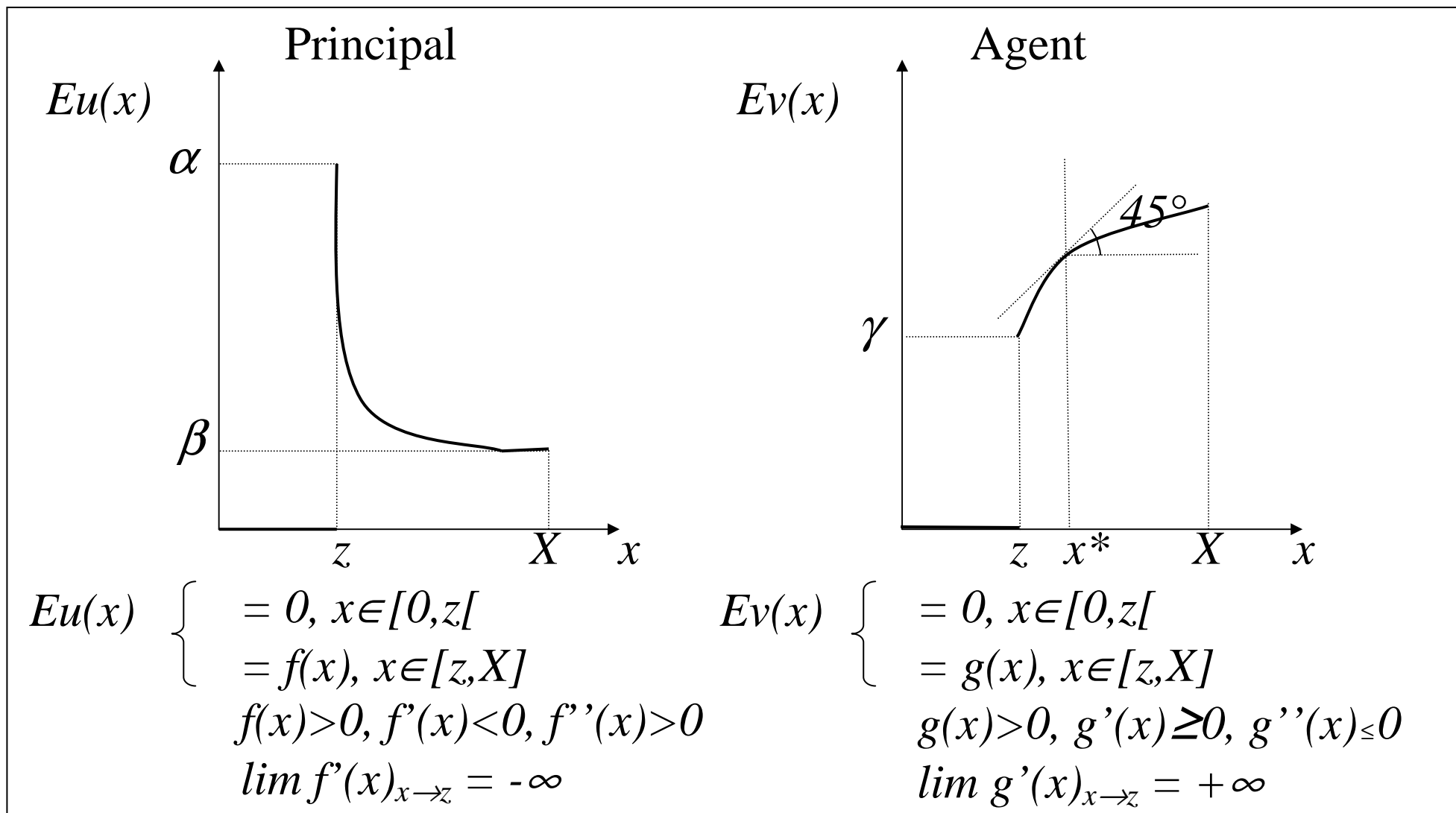


Figure 4 Jeu de faux semblants de moyen terme,

version "faible" : cas $0 < b < 1$

La nécessaire interrelation de deux régulations

Le JFS constitue un schéma d'optimalité :

- Les transferts réalisés permettent d'éviter une crise dont le coût serait supérieur (s'il existe un risque systémique) au non-remboursement.

La prévention de l'AM passe par l'interrelation de deux régulations :

- Régulation inintentionnelle : quand b , de la fonction d'utilité de l'Agent, est le plus faible possible, celui-ci est très sensible à l'exclusion du SFI.
- Régulation intentionnelle : quand l'écart entre a , de la fonction d'utilité du Principal, et b , est le plus important possible, l'incitation à refinancer au delà de z est faible.

→ Conclusion : dans ce cadre, l'extension de la globalisation financière accroît l'efficacité de la régulation d'un prêteur en dernier ressort...