

Banque du Canada



Bank of Canada

Document de travail 2001-20 / Working Paper 2001-20



**La résolution des crises financières internationales :
capitaux privés et fonds publics**

par

Andy Haldane et Mark Kruger

La présente étude est publiée conjointement avec la Banque d'Angleterre

ISSN 1192-5434

Imprimé au Canada sur papier recyclé

Document de travail 2001-20 de la Banque du Canada

Novembre 2001

La résolution des crises financières internationales : capitaux privés et fonds publics

par

Andy Haldane¹ et Mark Kruger²

¹International Finance Division
Bank of England
Andy.Haldane@bankofengland.co.uk

²Département des Relations internationales
Banque du Canada
Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9
mkruger@banqueducanada.ca

Table des matières

Remerciements	iv
Résumé / Abstract	v
Avant-propos	vii
1. Introduction	1
2. Un éventail d’approches en matière de résolution de crises	2
3. Le cadre actuel de résolution des crises	4
4. Un cadre clair	4
5. Octroi exceptionnel de crédits	13
6. Le cadre régissant l’intervention du FMI	14
7. Conclusions	15
Bibliographie	17
Graphique 1 : Processus de résolution d’une crise	18

Remerciements

Les auteurs tiennent à remercier Paul Jenkins, sous-gouverneur de la Banque du Canada, et Mervyn King, sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre, de leur précieux concours, ainsi que les nombreux membres des organismes officiels qui nous ont fait bénéficier de leurs observations et critiques au cours des 18 derniers mois.

Résumé

Au cours de la dernière année et demie, la Banque d'Angleterre et la Banque du Canada ont mis au point un cadre de résolution des crises financières internationales qui incite tant les créanciers que les débiteurs à faire face à ces crises tout en préservant l'intégrité du système financier international. Ce cadre, fondé sur des principes plutôt que sur des règles, tente de clarifier les rôles et les responsabilités qui incombent respectivement aux secteurs public et privé. Le caractère prévisible des décisions des organismes officiels influe grandement sur les anticipations du secteur privé, et la limitation des crédits octroyés par le Fonds monétaire international favorise nettement cette prévisibilité. L'imposition de telles limites confère au secteur privé un rôle crucial dans la résolution des crises, tout en incitant débiteurs et créanciers à travailler de concert à la recherche de solutions. Axé sur la limitation des crédits officiels, sur la clarté et sur une approche ordonnée, ce cadre peut contribuer à réduire l'incidence des crises financières ainsi que leurs coûts.

Classification JEL : F34, F42

Classification de la Banque : Questions internationales

Abstract

Over the past year and a half, the Bank of England and the Bank of Canada have been developing a framework for the resolution of international financial crises that aligns incentives for all parties to deal with a crisis and preserve the integrity of the international financial system. The framework is built on principles, not rules. It attempts to be clear about the respective roles and responsibilities of the public and private sectors. A central element in shaping private sector expectations is knowledge that the official sector will behave predictably. Constraints on lending by the International Monetary Fund are a key step in that direction. They ensure that private sector involvement is a crucial part of crisis resolution, and they help encourage debtors and creditors to seek co-operative solutions to a crisis. Characterized by constraints, clarity, and orderliness, the framework has the potential to reduce the incidence and cost of financial crises.

JEL classification: F34, F42

Bank classification: International topics

Avant-propos

Les crises financières internationales qui se sont succédé à partir du milieu des années 1990 — la crise du peso mexicain en 1994-1995, la crise financière asiatique en 1997, la défaillance de la Russie en 1998, la crise brésilienne en 1998-1999 et, plus récemment, la situation de la Turquie et de l'Argentine — ont été très coûteuses pour les États directement touchés et pour l'économie mondiale en général. Les secteurs public, privé et universitaire ont entrepris d'importants travaux sur les moyens de prévenir et de mieux gérer de telles crises. De grands progrès ont été accomplis à cet égard, mais on s'entend généralement pour dire que le travail n'est pas terminé. Les enjeux sont complexes. Si chaque crise est unique, toutes présentent néanmoins des caractéristiques communes dont il est possible de tirer des leçons.

Au chapitre de la prévention des crises, il existe un vaste consensus quant aux mesures que les États devraient prendre, et la communauté internationale a consacré à cette fin des ressources considérables. Par contre, la façon de résoudre les crises une fois qu'elles ont éclaté ne suscite pas la même unanimité.

Les travaux entrepris conjointement par la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre portent précisément sur le règlement des crises financières internationales. Le document de Andy Haldane et Mark Kruger intitulé *La résolution des crises financières internationales : capitaux privés et fonds publics* fait la synthèse de ce que nous avons accompli au cours de la dernière année et demie.

Par leur collaboration, les deux institutions ont voulu jeter les bases d'un cadre de résolution des crises qui encourage la participation de toutes les parties, de telle sorte qu'on puisse s'attaquer aux difficultés *sans* mettre en péril l'intégrité du système financier international. Ce cadre, fondé sur des principes plutôt que sur des règles, tente de clarifier les rôles et les responsabilités qui incombent respectivement aux secteurs public et privé.

Cela est particulièrement important à la lumière des changements profonds qui se sont opérés sur les marchés financiers internationaux, ces dernières années, et de la responsabilité à l'égard des décisions.

L'élément central de ce cadre est une solide présomption quant au niveau de l'aide « normale » que peuvent consentir les institutions officielles. Une telle présomption, croyons-nous, baliserait les négociations entre débiteurs et créanciers et influencerait sur les anticipations des marchés financiers. Dans la mesure où les crédits fournis par le FMI sont assujettis à des limites, la participation du secteur privé devient une pièce maîtresse dans la résolution des crises. La forme précise que revêtira

l'intervention du secteur privé est laissée à la discrétion du pays débiteur, qui peut choisir parmi un éventail d'options comprenant des mesures volontaires aussi bien qu'imposées. Au titre des mesures volontaires, les échanges d'obligations et la conclusion d'accords de restructuration de la dette avec les créanciers se sont avérés utiles dans le passé. Pour ce qui est des mesures imposées, les moratoires peuvent remplir une fonction efficace en situation de crise; ils occupent d'ailleurs une place importante au sein de la panoplie d'outils dont dispose la communauté internationale pour résoudre les crises.

La promotion des avantages liés à l'intégration de l'économie mondiale se bute encore à de nombreux défis, dont ceux de la prévention et de la résolution des crises financières internationales. En publiant conjointement cette étude, la Banque du Canada et la Banque d'Angleterre espèrent faire avancer les discussions et les débats sur les questions pertinentes et ainsi favoriser un rapprochement des parties quant à la façon d'améliorer le système financier international.

Paul Jenkins / Mervyn King
Ottawa / Londres novembre 2001

1. Introduction

Depuis le milieu des années 1990, de plus en plus de crises financières frappent les économies de marché émergentes. Devant ce phénomène, les gouvernements et les institutions financières internationales cherchent intensivement des moyens de réduire la fréquence et la virulence des crises. Leurs discussions portent sur ce qu'il est convenu d'appeler « l'architecture financière internationale ».

Il existe aujourd'hui un consensus assez large, au sein de la communauté des bailleurs de fonds officiels, au sujet des mesures propres à prévenir les crises. Par exemple, l'établissement de bases macroéconomiques saines et la mise en place d'un cadre de politique crédible, apte à surmonter les chocs économiques et financiers, constituent le meilleur rempart contre les crises. On s'entend également sur l'importance d'une gestion financière prudente, notamment en ce qui concerne le bilan des gouvernements et le système financier. En outre, des groupes de travail internationaux ont abattu une tâche considérable en vue d'établir des codes et des normes de pratiques exemplaires en matière de politique publique. En ce qui concerne les normes, la communauté officielle ne doit pas adopter une approche prescriptive, mais plutôt encourager la transparence pour ce qui est de la mesure dans laquelle celles-ci sont observées par les différents pays.

Malgré ces mécanismes de prévention, des crises continueront néanmoins de survenir de temps à autre, et les responsables des politiques ne sont pas aussi unanimes sur la question des mesures de *résolution* à appliquer en pareilles circonstances. Le Fonds monétaire international (FMI) a réagi à ces crises en offrant des programmes de financement, souvent d'une grande envergure, subordonnés à la mise en œuvre de réformes macroéconomiques et structurelles. Ces programmes visent à fournir un crédit de relais au débiteur. Conjugués aux réformes exigées, ils sont censés catalyser, en bout de ligne, les flux de capitaux du secteur privé.

On craint toutefois que l'octroi d'importants crédits officiels ne démotive les débiteurs et les créanciers actifs sur les marchés internationaux de capitaux; c'est ce qu'on appelle le risque d'aléa moral. Et l'absence de limites clairement définies *ex ante*, en ce qui a trait à l'ampleur de l'aide officielle disponible, constitue une source additionnelle de risque pour les opérateurs des marchés. Elle peut aussi retarder les négociations entre débiteurs et créanciers lorsque surgissent des difficultés liées au remboursement.

Dans ce contexte, la présente étude propose un nouveau cadre de résolution des crises financières internationales, qui se compose des éléments décrits ci-après. D'abord, le cadre repose sur la présomption que les crédits officiels multilatéraux sont limités. Autrement dit, il existerait

un point à partir duquel le secteur privé devrait nécessairement participer à la résolution des crises. La forme précise que prendrait l'intervention du secteur privé varierait selon les circonstances. Il existe une gamme d'options possibles, qui comprend des mesures volontaires telles que la reconduction des emprunts et les échanges d'obligations. À l'occasion, une crise peut forcer un débiteur à imposer un moratoire sur sa dette. Cette mesure peut être prise de façon ordonnée, avec le soutien du FMI, afin de bénéficier à la fois aux débiteurs et aux créanciers. Le cadre proposé permet le dépassement, dans certains cas, de la limite des crédits consentis par le FMI. Toutefois, ce genre de financement exceptionnel serait assujéti à des garanties procédurales strictes. Étant articulée autour d'éléments déjà établis, la présente proposition est, d'une certaine façon, assez modeste. Elle présente toutefois la particularité de mettre ces éléments en relation dans un cadre de résolution des crises ordonné et structuré — ordonné, parce que le processus de résolution peut être schématisé chronologiquement dans un arbre de décision, et structuré, parce que le cadre incite toutes les parties concernées à participer à la résolution de la crise. Ainsi, l'incidence et le coût des crises pourraient être réduits.

2. Un éventail d'approches en matière de résolution de crises

La question de la meilleure approche à adopter en matière de règlement des crises a suscité un vif débat parmi les universitaires et les décideurs publics. Certains ont avancé que le FMI devrait pouvoir octroyer une quantité énorme, voire illimitée, de liquidités d'urgence, et jouer ainsi le rôle de prêteur international de dernier ressort. D'autres, à l'opposé, considèrent que le financement officiel est l'une des causes du problème.

Selon Fischer (2000), non seulement le rôle d'un prêteur international de dernier ressort est-il nécessaire, mais il est assumé *de facto* par le FMI. L'institution qui joue ce rôle, assure-t-il, ne doit pas nécessairement pouvoir octroyer des liquidités pour être efficace. Ce qu'il faut, dans la plupart des cas, c'est une réaffectation des ressources entre les entités disposant de liquidités et celles qui en manquent. Comme le FMI peut s'apparenter à une caisse de crédit, les emprunteurs potentiels ont accès à un bassin de ressources que le FMI peut se procurer auprès des pays membres. Fischer précise que le FMI peut, s'il y a lieu, souscrire des emprunts en vertu des Accords généraux d'emprunts (AGE) ou des Nouveaux accords d'emprunt (NAE).

La International Financial Institutions Advisory Commission (2000), connue sous le nom de « commission Meltzer », a aussi recommandé que le FMI remplisse la fonction de prêteur international de dernier ressort. Les prêts consentis à des fins de trésorerie auraient une courte durée (120 jours, avec un seul renouvellement) et seraient assortis d'un taux d'intérêt de pénalisation; de plus, ils seraient garantis par un droit prioritaire clairement établi sur l'actif du

débiteur. En outre, les prêts ne seraient octroyés qu'aux États qui satisfont à des conditions préalables strictes, notamment en matière de solidité financière.

Schwartz (1998) soutient pour sa part que les institutions financières officielles engendrent l'aléa moral et que leur intervention est par conséquent plus nuisible qu'utile. Selon elle, le secteur privé a su efficacement affronter les situations de panique, à la fin du XIX^e siècle, en se reposant sur les titres de prêt émis par les chambres de compensation privées. Elle recommande l'abolition pure et simple du FMI, de préférence à sa réforme, et ce, pour « favoriser une économie internationale plus stable et plus libre ».

Ni l'une ni l'autre de ces approches ne semble vraiment convenir. Vouloir faire du FMI un prêteur international de dernier ressort serait illusoire, car il n'existe ni la capacité ni la volonté politique d'octroyer des crédits officiels illimités dans les délais voulus. Par ailleurs, cette éventualité est peu souhaitable en raison du risque d'aléa moral qu'elle ferait supporter aux débiteurs comme aux créanciers, minant l'efficacité du processus d'intermédiation financière entre les pays industrialisés et les pays en développement.

L'absence de toute institution officielle ne représente pas non plus la meilleure solution. Certes, elle assurerait une participation maximale du secteur privé. Mais le règlement des crises passerait par un ajustement plus vigoureux des politiques des pays débiteurs ou par un financement accru du secteur privé — ou encore une combinaison des deux —, ce qui occasionnerait des pertes de production considérables ainsi que des cessations de paiement fréquentes et désordonnées. Autrement dit, il y aurait des conséquences négatives tant pour les créanciers que pour les débiteurs, et donc une perte sèche. Cette option, en somme, nuirait aussi au bon fonctionnement du système financier international.

Il existe toutefois une position intermédiaire, qui veut que l'octroi d'une aide officielle de montant modeste contribue à empêcher les crises de s'autoréaliser, tout en fournissant un délai en vue de l'ajustement des politiques. Par exemple, le groupe de travail indépendant parrainé par le Council on Foreign Relations (1999) a soutenu que le FMI devrait recommencer à appliquer ses limites de crédit habituelles dans le cas des crises qui ne posent pas de risque systémique. Dans des circonstances exceptionnelles, le FMI devrait recourir aux NAE ou aux AGE, ou encore à un mécanisme anti-contagion. L'enclenchement des mesures de protection contre le risque systémique serait subordonné à une décision fortement majoritaire de la part des créanciers.

3. Le cadre actuel de résolution des crises

Les bailleurs de fonds officiels ont déjà réalisé certains progrès dans la promotion de cette solution intermédiaire. Par exemple, la déclaration publiée par le G7 à l'issue du Sommet de Cologne, en 1999, établissait certains principes et mécanismes en matière de règlement des crises. Mais, à eux seuls, ces principes et outils ne constituent pas un véritable cadre de résolution des crises. Si les composantes d'un tel cadre sont connues, la façon de les amalgamer reste à définir. À cet égard, deux aspects du cadre actuel méritent une attention particulière.

D'abord, le niveau du financement officiel disponible doit être clarifié. Ces derniers temps, la valeur des montages offerts par le FMI a varié considérablement d'un programme à l'autre. Et dans bien des cas récents concernant de grands pays, les limites de crédit normalement appliquées par le FMI ont été dépassées, souvent d'un montant substantiel. Des pouvoirs discrétionnaires trop étendus, aux mains des institutions officielles, suscitent de la confusion chez les débiteurs et les créanciers et causent aux autorités des problèmes de cohérence temporelle. La clarification du niveau de l'aide officielle disponible pourrait influencer sur les actions et les anticipations des débiteurs et des créanciers quant au rôle qu'ils sont censés jouer dans la résolution des crises.

Deuxièmement, certains des outils de règlement des crises définis par les instances officielles n'ont pas été pleinement utilisés jusqu'à maintenant. C'est le cas notamment des clauses d'action collective, qui peuvent être insérées dans les contrats d'emprunt obligataire afin de faciliter la restructuration de la dette, ainsi que de l'imposition de moratoires sur les paiements, qui accordent un répit au débiteur et permettent un règlement ordonné des difficultés. Trop souvent, par le passé, les conditions dans lesquelles des emprunteurs souverains ont suspendu leurs paiements étaient chaotiques, tandis que le processus de règlement était lent, inefficace et inéquitable. On gagnerait à reconnaître que la possibilité d'une cessation de paiements est une caractéristique inhérente au mécanisme du marché, et non une éventualité qu'il faut éviter à tout prix. On s'efforcerait, en revanche, de limiter les coûts des défauts de paiement lorsqu'ils surviennent.

4. Un cadre clair

Le cadre exposé dans la présente étude vise à trouver un juste équilibre entre l'aide financière consentie par les institutions officielles, les ajustements requis de la part des débiteurs et la participation du secteur privé, en partant du principe que tous ont un rôle à jouer dans la résolution des crises. Il importe toutefois que les rôles et les responsabilités de chaque partie

soient clairement définies au préalable, ce qui est précisément la fonction d'un cadre de résolution des crises.

Voici les principaux éléments du cadre proposé :

Une présomption relative aux limites du financement officiel

Lorsque des crises surviennent, les politiques macroéconomiques doivent être ajustées de manière à atténuer les effets néfastes des chocs. Mais les mesures de politique n'agissent normalement qu'au bout d'un certain temps. Si la politique n'est pas crédible, ou si les marchés financiers s'impatientent, la seule perspective d'un ajustement peut s'avérer insuffisante pour modifier les anticipations. Un pays peut alors être la proie d'une attaque spéculative qui s'autoréalise.

L'aide officielle peut jouer un rôle utile dans ces circonstances, en servant de crédit-relais pendant que les politiques intérieures sont ajustées et en catalysant les flux de capitaux privés. L'aide doit être limitée, cependant, pour éviter que les débiteurs ne soient moins enclins à prendre des mesures de redressement ou que le financement fourni par les instances officielles ne se substitue simplement aux capitaux privés. Pour cette raison, il doit être clairement établi que les limites « normales » des crédits officiels continuent de s'appliquer en période de crise financière.

La clarification des limites du financement octroyé par le FMI présenterait trois grands avantages. Premièrement, elle réduirait l'incertitude, tant chez les débiteurs que chez les créanciers, à propos du niveau de la contribution du secteur public. En compensation de cette incertitude, les créanciers privés exigent une prime de risque qui accroît le coût des emprunts pour les pays à marché émergent. La mise en place d'un cadre plus clair de règlement des crises aurait pour effet de réduire cette prime de risque, ce qui serait avantageux pour toutes les parties.

Deuxièmement, si les limites sont claires, le secteur privé sera moins tenté d'exercer des pressions sur les institutions officielles pour qu'elles octroient, *ex post*, des fonds excédant le niveau jugé optimal *ex ante*. Les bailleurs de fonds officiels doivent trouver un compromis entre la nécessité de résoudre la crise financière en cours et celle de prévenir les crises futures. Ils sont aux prises, en somme, avec un problème de cohérence dans le temps (Kydland et Prescott, 1977).

L'équilibre entre efficacité *ex ante* et *ex post* est une notion courante dans le domaine des faillites d'entreprise (Eichengreen et Portes, 1995). Le FMI fait face à un dilemme du même ordre (Miller et Zhang, 1999). Selon Rogoff (1999), les plans de sauvetage proposés par le FMI encouragent les

banques des pays industrialisés à courir plus de risques, tout comme les mécanismes de soutien en place dans leurs pays peuvent les inciter à s'exposer à des risques.

Les décideurs publics sont évidemment bien au fait du problème de la cohérence dans le temps, qui touche tous les aspects des politiques qu'ils appliquent (budgétaire, monétaire, réglementaire, etc.). Cette difficulté les a amenés, dans bien des cas, à adopter des cadres stratégiques plus clairs. Par exemple, dans le domaine de la politique monétaire, la poursuite de cibles d'inflation allie des objectifs clairs — les cibles mêmes — avec une marge de manœuvre quant à la façon de les réaliser. Ce régime de « pouvoir discrétionnaire balisé », qui définit clairement les rôles et les responsabilités des différentes parties, contribue à réduire les problèmes de cohérence dans le temps liés à la conduite de la politique monétaire.

L'instauration d'un cadre clair de résolution des crises pourrait procurer des avantages similaires à la communauté financière internationale. Un tel cadre donnerait une idée des limites du financement pouvant être obtenu auprès des institutions officielles, laissant aux débiteurs et aux créanciers la possibilité d'agir dans leur meilleur intérêt à l'intérieur de ces balises.

Certains ont avancé que les bailleurs de fonds officiels devraient poursuivre une politique d'« ambiguïté constructive » dans la résolution des crises. On évoque parfois, par analogie, le fait que les instances d'un pays chargées du rôle de prêteur de dernier ressort tablent sur l'ambiguïté pour atténuer les risques d'aléa moral. Il est toutefois possible de restreindre l'aléa moral à l'échelle internationale sans pour autant entacher le cadre de résolution des crises d'une incertitude coûteuse, par exemple en limitant le montant du financement disponible.

Troisièmement, la limitation du financement aurait pour avantage de prévenir le risque moral. Ce dernier influence aussi bien les débiteurs (motivation moindre à procéder à des ajustements et à des réformes) que les créanciers (motivation moindre à pratiquer une gestion efficace des risques). Le risque moral est, de toute évidence, une question de degré. Tout contrat d'assurance comporte, à un certain degré, un risque moral. Les observations empiriques concernant les effets que le financement officiel peut avoir sur ce risque ne sont pas concluantes, mais elles donnent généralement à penser que celui-ci est étendu. Plus longtemps sera maintenu l'actuel régime de limites de crédit non exécutoires, plus grand sera le risque moral dans l'avenir.

La nature de la participation du secteur privé

Si l'on s'accorde généralement pour dire que le secteur privé a un rôle à jouer dans la résolution des crises, une incertitude subsiste quant à la nature précise de son intervention et la meilleure façon de la susciter.

Les crédits octroyés par les bailleurs de fonds officiels en période de crise et la participation du secteur privé sont les deux côtés d'une même médaille. Dans l'hypothèse d'une limitation des crédits du FMI, le secteur privé finirait par faire partie intégrante du processus de résolution de toutes les crises.

Mais il incombe avant tout au pays débiteur de choisir parmi l'éventail d'options possibles, de concert avec ses créanciers, la forme précise que revêtira l'intervention du secteur privé. En principe, tant les mesures volontaires (comme les échanges d'obligations et la reconduction des emprunts) que les mesures imposées (tels les moratoires) sont jugées acceptables par les institutions officielles. Le rôle de ces dernières est de déterminer clairement les conditions auxquelles les crédits officiels seront octroyés ainsi que les limites d'un tel financement. Le pays débiteur doit quant à lui décider quelle option est la plus appropriée, compte tenu des caractéristiques de la crise en cours.

Dans la majorité des cas, le débiteur devrait pouvoir compter sur une participation volontaire du secteur privé, qui lui permette soit de mobiliser de nouveaux capitaux sur les marchés, soit de rééchelonner ses emprunts existants en consultation avec ses créanciers. Cette approche s'est déjà avérée efficace pour le règlement de certaines crises, notamment en Corée en 1997 et au Brésil en 1999. Pour les pays aux prises avec des dettes insoutenables, les échanges d'obligations fondés sur les marchés, qui ont pour effet d'abaisser la valeur nominale de l'encours de la dette — comme ce fut le cas par exemple au Pakistan en 1999 ainsi qu'en Ukraine et en Équateur en 2000 — constituent une autre mesure volontaire de résolution des crises.

Il arrive cependant que l'octroi de crédits limités de la part du FMI, conjugué à l'ajustement des politiques, ne permette pas de mobiliser suffisamment de capitaux privés à la faveur de mesures volontaires, par exemple si l'exode de capitaux est endémique. En pareils cas, il serait néfaste que les bailleurs de fonds officiels continuent de financer la fuite de capitaux privés. Il conviendrait alors de recourir à une quelconque mesure de dernier recours — un moratoire par exemple — qui accorde aux débiteurs et aux créanciers le temps nécessaire pour s'entendre sur une solution.

Le rôle des moratoires

Les moratoires ne doivent pas être perçus comme un moyen d'exempter les débiteurs de leur obligation de rembourser leurs dettes intégralement et dans les délais prévus. Au contraire, ils doivent accroître l'efficacité du processus de gestion des crises. Les moratoires offrent trois grands avantages.

Premièrement, ils favorisent une action concertée de la part des créanciers. Un moratoire ordonné peut briser le cercle de la déstabilisation et, en fin de compte, de l'autoréalisation des attentes des créanciers. En réduisant le poids des facteurs externes auxquels sont soumis ces derniers, les moratoires peuvent s'avérer somme toute positifs pour les débiteurs comme pour les prêteurs. L'étude de Diamond et Dybvig (1983) montre que, dans un contexte national, le fait de permettre aux banques de suspendre les retraits peut s'avérer un moyen très efficace d'éliminer les problèmes d'action collective parmi les créanciers.

Deuxièmement, les moratoires peuvent fournir des motivations communes aux débiteurs et aux créanciers. Ces derniers seront plus enclins à conclure rapidement et volontairement des accords si la menace plausible d'un moratoire pèse sur eux. Les débiteurs, pour leur part, seront davantage disposés à négocier sachant que les crédits officiels sont limités. En tant que mesure palliative, les moratoires pourraient empêcher que les négociations entourant la dette ne s'éternisent, comme ce fut le cas récemment dans le cadre de certains programmes du FMI. En Corée par exemple, à la fin de 1997, un imposant programme d'aide n'était pas arrivé à freiner l'exode de capitaux et à stabiliser la balance des paiements. Il avait fallu que la Banque fédérale de réserve de New York convoque une réunion et convainque les banques américaines concernées qu'il était dans leur intérêt de reconduire les prêts interbancaires arrivant à échéance — puisque toutes ne pouvaient retirer leurs billes en même temps — pour que les créanciers et les débiteurs en arrivent finalement à une solution (FMI, 2000).

Troisièmement, les moratoires peuvent contribuer à ce que la suspension des paiements soit méthodique. Ils permettent aux débiteurs de se mettre à l'abri pendant la mise en œuvre de mesures correctrices (ajustement des politiques macroéconomiques, restructuration de la dette, etc.). L'imposition d'un moratoire peut donc s'avérer utile lorsqu'un pays est aux prises avec un problème de liquidité à court terme qui rend nécessaire le rééchelonnement de sa dette, ou encore dans les cas où un fardeau excessif exige une réduction de la dette.

La décision d'imposer un moratoire appartient au débiteur, mais la communauté des bailleurs de fonds officiels peut apporter son concours à cet égard. L'aide du FMI peut notamment prendre la forme d'un octroi de crédits aux pays en situation d'arriérés, c'est-à-dire d'un crédit-relais. Ce soutien serait toutefois assujéti à des conditions strictes, dont la volonté du débiteur de négocier de bonne foi avec ses créanciers, le traitement de tous les prêteurs sur un pied d'égalité et l'établissement d'un délai ferme pour la conclusion du processus. On s'assurerait ainsi que les débiteurs jouent franc jeu pendant un moratoire, qu'ils ne recourent pas à cette mesure trop souvent ni ne la maintiennent en place trop longtemps. Ces directives contribueraient au bon déroulement et au succès des moratoires.

Directives en matière de moratoires

Les directives régissant les moratoires fournissent un cadre de travail pour la résolution des problèmes en matière de prêts souverains. Elles s'apparentent à certains égards aux procédures de faillite. Pour cette raison, certains se demandent si la suspension des paiements décrétée par les États souverains, au titre de leur dette, doit avoir un fondement juridique. Le cas échéant, il faudrait modifier les lois pertinentes dans toutes les entités administratives où un contrat d'emprunt est susceptible d'être exécuté. Cela aurait l'avantage de fournir une protection juridique au débiteur qui impose un moratoire sur sa dette.

Toutefois, modifier les lois de nombreuses entités représente une tâche colossale. En outre, les États ayant des droits souverains, leur situation diffère à maints égards de celle des sociétés. Les emprunteurs souverains n'ont pas besoin de l'autorisation d'un tribunal pour décréter un moratoire. De plus, les créanciers ne peuvent facilement saisir les actifs intérieurs d'un pays souverain, ni exiger le remplacement de l'administration en place. Compte tenu de ces différences, beaucoup des avantages liés à un moratoire peuvent être réalisés en l'absence d'un cadre réglementaire, sur l'assise d'un ensemble de directives (Schwarcz, 2000). Ces directives formeraient les conditions applicables à l'octroi de crédits par le FMI aux pays en situation d'arriérés. Voici, à titre d'exemple, à quoi pourraient ressembler ces directives :

1. **Transparence.** Le débiteur doit entretenir des communications efficaces avec l'ensemble des créanciers et leur livrer en temps opportun tous les renseignements pertinents.
2. Pour que le débiteur puisse négocier de bonne foi, les offres doivent être raisonnables. Le débiteur à court de liquidités doit présenter des conditions de rééchelonnement de sa dette qui n'amointrissent pas la valeur actuelle nette de ses obligations. Si un allègement de la dette s'avère nécessaire, le montant de la réduction ne doit pas dépasser le niveau jugé nécessaire pour assurer un fardeau d'endettement soutenable à moyen terme.
3. Les créanciers doivent, dans la mesure du possible, être traités de façon identique. Il faut non seulement traiter sur un même pied les différents créanciers (étrangers ou nationaux) détenant une même catégorie d'instrument, mais également les porteurs d'autres types d'instruments selon le rang de leur créance. Aucune présomption ne peut être faite quant au rang de la créance si le contrat d'emprunt ne précise rien à ce sujet.
4. Les apports nets en argent frais auront préséance sur les créances existantes, conformément aux règles de priorité similaires qui ont cours dans les cas d'insolvabilité d'une société. Afin d'aider à soutenir la production, le moratoire ne s'appliquera pas au crédit commercial.

5. Le processus doit être soumis à un délai ferme, pour empêcher les débiteurs de maintenir les moratoires en place indéfiniment. Si le délai expire sans que le débiteur ait soumis d'offre raisonnable à ses créanciers, il y aura manquement aux directives. Si toutefois le délai expire sans que l'ensemble ou certains des créanciers aient accepté une offre raisonnable de la part du débiteur, ce dernier ne sera pas considéré comme ayant enfreint les directives.

Pour autant que les directives soient respectées, le FMI devrait être disposé à consentir des crédits aux pays en situation d'arriérés. Une fois que le cadre exposé ici serait en place, tant les débiteurs que les créanciers auraient intérêt à conclure rapidement un accord sur la restructuration de la dette. Il serait raisonnable de croire, par ailleurs, qu'un débiteur qui respecterait les directives verrait diminuer les risques de litiges avec ses créanciers. Ces derniers sauraient en effet que le débiteur se conforme aux règles et les traite tous sur un même pied, et donc qu'il serait plus facile de convaincre les tribunaux de se ranger du côté du débiteur plutôt que d'autoriser un créancier minoritaire à saisir les actifs d'un pays. L'expérience passée montre que les tribunaux tiennent bel et bien compte du comportement des débiteurs. Si la cause de Elliot Associates contre le Pérou a montré dernièrement que des créanciers peuvent empêcher la mise en œuvre d'une entente négociée, les exemples récents de la restructuration de la dette de la Russie, du Pakistan, de l'Ukraine et de l'Équateur sont encourageants. Quoi qu'il en soit, l'adoption de directives dont les tribunaux pourront se servir, pour interpréter le comportement des débiteurs et des créanciers, présente des avantages certains.

Évidemment, il serait nécessaire d'ajuster ces directives en fonction des résultats obtenus, pour veiller à ce qu'elles assurent un juste équilibre entre l'aléa moral lié au créancier (prêts du FMI ayant pour effet de financer l'exode des capitaux) et l'aléa moral lié au débiteur (imposition trop fréquente de moratoires ou maintien de ceux-ci en place trop longtemps). Il importe néanmoins que toute réglementation soit dynamique et puisse s'adapter à l'évolution du comportement des opérateurs du marché.

Les coûts possibles des moratoires

Un certain nombre de séquelles peuvent être associées aux moratoires. Mais bien que les risques de telles séquelles ne doivent pas être pris à la légère, ils s'avèrent dans bien des cas moins tangibles qu'il n'y paraît.

On reproche notamment aux moratoires de compromettre la primauté des contrats. Or, cet argument ne résiste pas à une analyse minutieuse. Il faut invariablement présumer que les débiteurs s'acquitteront intégralement de leurs obligations dans les délais prescrits. Mais dans l'éventualité légitime d'un manque de liquidités ou d'un fardeau d'endettement insoutenable, le

respect des conditions d'un contrat peut devenir impossible. Le débiteur doit alors pouvoir se mettre à l'abri. Les lois en matière de faillite procurent aux sociétés ce genre de protection, qui est généralement reconnu comme un mécanisme important du marché des capitaux; son objet est de soutenir les forces du marché, non de s'y substituer. Il en va de même dans un contexte international, où des directives sur l'imposition de moratoires peuvent tenir lieu de législation sur la faillite.

Deuxièmement, certains avancent que les moratoires encouragent les débiteurs à faire défaut. Les économies de marché émergentes étant tributaires des capitaux internationaux, il est peu probable qu'elles cherchent délibérément à se soustraire à leurs obligations. En outre, le FMI peut jouer un rôle utile en matière de prévention des défauts de paiement stratégiques, en refusant ses crédits aux pays en situation d'arriérés. Les conditions liées à l'octroi de ces crédits inciteraient également le débiteur à jouer franc jeu pendant la durée du moratoire.

D'autres ont fait valoir que l'inclusion des moratoires dans la liste des mesures de résolution prévues par le cadre risque de susciter une ruée vers la sortie de la part des investisseurs au moindre signe de troubles, ce qui déclencherait une crise. Les investisseurs ayant des visées à court terme voudront toujours retirer leurs billes rapidement, quel que soit le cadre institutionnel en place. La situation de ceux qui visent un rendement à moyen terme est par contre fort différente. Un moratoire crédible et bien géré doit procurer des avantages aux investisseurs à long terme, en réduisant les coûts d'un échec de la coordination. Ainsi, ces derniers seraient moins enclins à chercher des portes de sortie. Cette approche pourrait également atténuer, voire éliminer complètement, les répercussions négatives du comportement des investisseurs inconséquents.

D'autres encore estiment que les moratoires, pour être applicables, exigent des contrôles de mouvements de capitaux qu'il est impossible sur le plan administratif, ou extrêmement coûteux, de mettre en place. Or, dans l'immense majorité des cas, de tels contrôles ne sont pas nécessaires à l'imposition d'un moratoire, puisqu'il s'agit simplement de la suspension des paiements décrétée par un emprunteur souverain. Parfois, le moratoire peut devoir être étendu au système bancaire. Dans de rares occasions, lorsque l'exode des capitaux est important et persistant, ces contrôles peuvent être nécessaires afin d'accorder un répit au débiteur. Il s'agit néanmoins de cas d'exception. En outre, ces contrôles étant temporaires, leur coût n'est pas prohibitif.

L'effet de contagion présumé des moratoires constitue une autre source de préoccupation. Dans un monde où les mouvements de capitaux transnationaux sont aussi importants, les débordements sont inévitables. Les moratoires constitueraient-ils un facteur d'aggravation? En tant qu'éléments d'un cadre cohérent de résolution des crises, des moratoires ordonnés doivent

permettre d'atténuer l'incertitude entourant les processus de règlement et de préserver la valeur des actifs en jeu. Ainsi, par opposition à des moratoires chaotiques, ils peuvent sûrement contribuer à réduire les risques de contagion.

Un argument apparemment puissant contre les moratoires est l'hypothèse voulant qu'ils gonflent le coût des emprunts et endiguent le flux des capitaux vers les pays à marché émergent, du fait, par exemple, que les marchés financiers considèrent comme plus probable une défaillance de l'emprunteur souverain. Vu le coût élevé des emprunts que contractent ces pays, cet argument semble très valable de prime abord. Il importe toutefois de considérer le problème dans son ensemble.

Premièrement, une diminution du volume des mouvements de capitaux ne se traduit pas nécessairement pas une diminution du niveau de vie pour le pays visé. Avant la crise asiatique, les capitaux qui entraient dans les pays émergents dépassaient ce que ces derniers pouvaient absorber à court terme. L'effondrement qui suivit cette effervescence causa un tort considérable aux pays touchés, qui auraient davantage bénéficié d'un flux moindre, mais plus stable, de capitaux.

Deuxièmement, si le volume global des mouvements de capitaux est moindre lorsque des moratoires sont possibles, la structure du crédit, en revanche, est susceptible de s'améliorer — davantage de prêts à long terme plutôt qu'à court terme. En réduisant les risques d'un renversement des flux, cette amélioration de la composition du capital rendrait les pays moins vulnérables à des crises futures.

Troisièmement, il existe de bonnes raisons de croire que l'instauration d'un cadre pour l'imposition ordonnée de moratoires ne ferait pas augmenter le coût du capital pour les marchés émergents. Les marchés évaluent le risque-pays en fonction de trois critères : la probabilité d'une défaillance de l'État débiteur, les montants susceptibles d'être recouvrés en cas de défaut de paiement et la compensation du risque (prime de risque). On pourrait présumer que le fait de faire jouer un rôle accru aux moratoires sur les remboursements risquerait d'augmenter la probabilité des cas de défaut (bien que, à l'inverse, il soit possible aussi que les anticipations d'un moratoire *réduisent* plutôt l'incidence des défauts de paiement). Toutefois, un cadre prévisible de résolution des crises aura pour effet d'accroître les montants recouvrables en cas de défaillance de l'emprunteur et de réduire l'incertitude entourant le plan de règlement. En ce sens, la mise en place d'un cadre clair de résolution des crises pourrait bel et bien abaisser le coût du crédit pour les emprunteurs souverains.

5. Octroi exceptionnel de crédits

Bien que le cadre repose sur le principe d'une aide officielle limitée, des événements exceptionnels se produisent parfois. Aucune règle ni aucune limite ne sont absolues. Il est donc nécessaire d'autoriser une certaine souplesse pour faire face aux situations réellement exceptionnelles, sans pour autant sacrifier l'effet incitatif et la crédibilité que procure la limitation des crédits officiels.

Le FMI a depuis longtemps la possibilité d'octroyer des prêts au-delà des limites normales en invoquant une clause de circonstances exceptionnelles; aujourd'hui, il peut en outre recourir à la facilité de réserve supplémentaire (FRS), un mécanisme à court terme introduit en 1997 dans la foulée de la crise asiatique. Toutefois, les mesures de protection applicables aux procédures pertinentes sont restreintes, et la définition de « circonstances exceptionnelles » reste vague. Ces mesures doivent donc être renforcées.

Les mesures de protection qui encadreraient l'octroi exceptionnel de crédits pourraient s'inspirer notamment de la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) Improvement Act* adoptée aux États-Unis en 1991. Cette loi autorise la FDIC à exempter une banque des clauses relatives au « règlement au moindre coût » si elle juge que la sécurité financière des États-Unis est menacée et que son aide serait propre à atténuer les répercussions négatives. Cette décision est prise par le secrétaire au Trésor, sur la recommandation des deux tiers des membres de la FDIC et du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, après consultation du Président. Le General Accounting Office est tenu d'examiner après coup les motifs de cette décision pour s'assurer que les organes de contrôle veillent au respect de l'esprit de la loi (Bentson et Kaufman, 1998).

Des pratiques de saine gestion semblables pourraient régir l'octroi de crédits par le FMI dans le contexte des crises financières internationales. Premièrement, il y a lieu de définir plus clairement les circonstances qui justifieraient un dépassement des limites de crédit habituelles. Il pourrait s'agir, par exemple, des situations où la stabilité du système monétaire international est mise en péril. C'est d'ailleurs ce genre d'argument que le FMI invoque lorsqu'il sollicite des fonds supplémentaires auprès des pays participant aux Nouveaux accords d'emprunt (NAE).

Deuxièmement, le mécanisme menant à la prise d'une telle décision doit être mieux défini. Le personnel du FMI pourrait préparer un rapport spécial démontrant que des circonstances exceptionnelles existent. En outre, les conclusions de ce rapport devraient être validées par un vote fortement majoritaire du Conseil d'administration de l'institution. Dans le cas où des crédits exceptionnels seraient octroyés, le rapport en question devrait être rendu public sous la forme d'une lettre ouverte du directeur général du Fonds.

Troisièmement, il faudrait veiller à ce que les crédits officiels ne servent pas à financer un exode continu de capitaux. Afin d'endiguer pareille sortie de fonds, un niveau plancher pourrait être fixé à l'égard des réserves. En cas de non-respect de ce niveau, l'octroi de crédits additionnels serait suspendu.

Enfin, ceux qui prendraient la décision de consentir une aide exceptionnelle seraient responsables de leurs actions *ex post* et soumis à une évaluation indépendante. Le nouveau Bureau d'évaluation indépendant du FMI pourrait s'acquitter de cette fonction.

6. Le cadre régissant l'intervention du FMI

Le Graphique 1 donne un aperçu du cadre de résolution des crises. Il illustre, sous forme d'arbre décisionnel, la chronologie d'une crise dans l'optique des options qui s'offrent au débiteur en vue de la mise en œuvre d'une solution viable.

Prenons un exemple simplifié. Le premier point à considérer est le niveau d'endettement de l'État débiteur. Si ce niveau est insoutenable, l'octroi de crédits officiels risque alors d'aggraver la situation financière de cet État (ce dernier a intérêt à alléger sa dette, non à l'alourdir). En outre, comme les bailleurs de fonds officiels ont normalement préséance, l'aide additionnelle qu'ils consentent réduit la valeur des créances privées existantes.

Dans l'évaluation de la dette qu'un pays peut soutenir à moyen terme, une trop grande importance a été accordée, par le passé, au ratio de la dette au PIB ou au ratio du service de la dette aux exportations. L'endettement était soutenable, jugeait-on, si ces ratios diminuaient au fil du temps. Les analyses de ce genre ne disent rien du niveau soutenable de ces ratios (Cohen, 2000). Les analyses du caractère soutenable d'une dette doivent s'attacher aussi à l'évaluation des seuils pertinents.

Si le fardeau de la dette est insoutenable, les créanciers devront réduire la valeur actuelle nette de leurs engagements. Le cas échéant, il est important de pouvoir recourir à un moyen efficace d'organisation des négociations entre les créanciers et le débiteur durant le processus de règlement. Il convient, également, que les pertes soient réparties équitablement entre les créanciers. Des directives en matière de moratoires constituent un moyen de faire en sorte que le processus de règlement soit efficace, équitable et rapide. Si le niveau d'endettement est soutenable, on présumerait que les limites de crédit normales du FMI s'appliquent. Certains pays peuvent être admissibles à la ligne de crédit préventive (LCP) du FMI, s'ils ont satisfait aux conditions requises *ex ante*. D'autres pourraient se prévaloir d'un accord de confirmation, auquel

cas ils devraient se conformer aux conditions requises *ex post*. Dans la plupart des cas, une aide officielle de ce type accorderait au pays visé un délai suffisant pour surmonter la crise.

Dans les situations plus graves, toutefois, l'octroi de crédits officiels pourrait, à lui seul, s'avérer insuffisant. L'État débiteur pourrait devoir solliciter de nouveaux capitaux auprès des créanciers, ou encore négocier un rééchelonnement de sa dette. Dans ce dernier cas, les créanciers ne subiraient pas de pertes au titre de la valeur actuelle nette de leurs actifs, vu le niveau soutenable de l'endettement du pays débiteur. Ces conditions rendraient possible l'injection de fonds additionnels nets par le biais de mécanismes volontaires fondés sur le marché, tels que les reconductions d'emprunts, les swaps et les échanges.

Toutefois, si un accord volontaire ne peut être conclu, ou si l'exode de capitaux est persistant, le pays peut recourir à un moratoire afin de freiner l'épuisement des réserves de liquidités. Le FMI peut soutenir cette mesure en octroyant des crédits au pays en situation d'arriérés, si ce dernier se conforme aux directives de l'institution en matière de moratoires. Le financement officiel disponible par l'entremise de ce mécanisme ne pourrait dépasser le montant n'ayant pas encore été utilisé dans le cadre de l'accord de confirmation, ce qui fixe une limite globale à l'égard des ressources accessibles auprès du FMI.

La présomption liée au respect des limites normales de crédit s'applique aussi bien à l'accord de confirmation qu'à la ligne de crédit préventive. Des crédits additionnels seraient disponibles, mais seulement dans des circonstances exceptionnelles devant être justifiées. Les fonds additionnels consentis en vertu de la facilité de réserve supplémentaire seraient assortis d'une échéance plus courte et d'un coût plus élevé que les crédits obtenus par un accord de confirmation.

7. Conclusions

Il existe à la fois un désir et un besoin de clarifier le cadre de résolution des crises. Aussi est-il essentiel d'avoir une idée juste des responsabilités respectives des secteurs privé et officiel. La prévisibilité des actions des instances officielles exercera une influence déterminante sur les anticipations du secteur privé. À cet égard, la limitation des crédits octroyés par le FMI constitue un pas dans la bonne direction. Non seulement fait-elle de la participation du secteur privé une composante fondamentale de la résolution des crises, mais elle encourage débiteurs et créanciers à collaborer à la recherche de solutions.

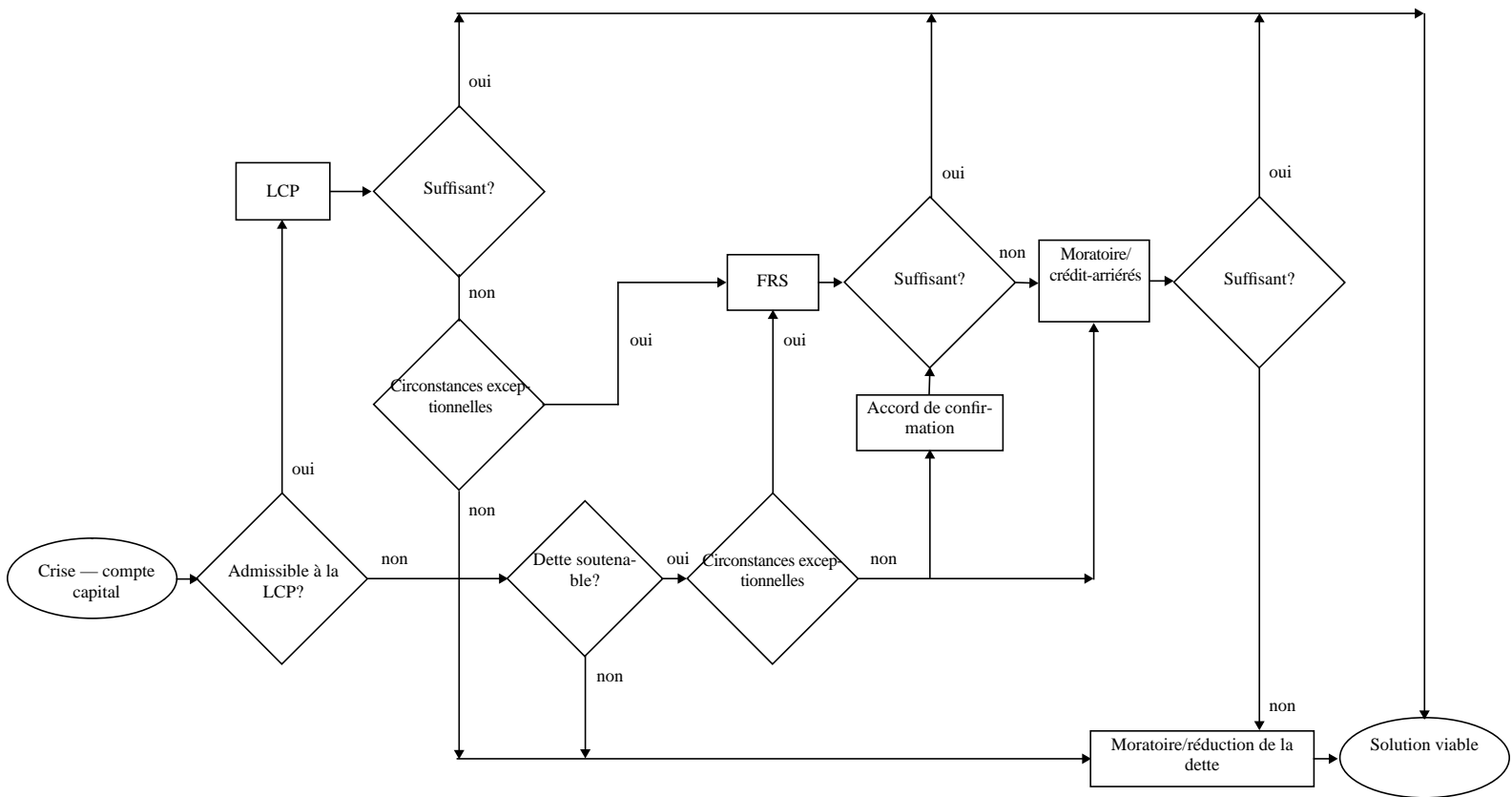
Devant la double nécessité de régler les crises et de susciter la participation du secteur privé, les bailleurs de fonds officiels doivent déterminer quels montants seront disponibles et à quelles

conditions. Les pays débiteurs, pour leur part, doivent décider de la solution qui leur convient. Les moratoires constituent une option parmi d'autres, et les institutions officielles doivent être disposées à les appuyer dans la mesure où leur imposition est ordonnée. Dans des circonstances exceptionnelles, le dépassement des limites normales de crédit peut s'avérer nécessaire. Cependant, l'octroi de ce genre de crédits serait assujéti à des conditions strictes. En adoptant un cadre qui formaliserait ces conditions — limites, clarté et caractère méthodique de la démarche —, il serait possible de réduire l'incidence et le coût des crises.

Bibliographie

- Bentson, G. et G. Kaufman (1998). « Deposit Insurance Reform in the FDIC Improvement Act: The Experience to Date », *Economic Perspectives*, vol. 22 (2), Banque fédérale de réserve de Chicago, p. 2-20.
- Cohen, D. (2000). « The HIPC Initiative: True and False Promises », document technique n° 166, Centre de développement de l'OCDE (septembre).
- Council on Foreign Relations, Inc. (1999). *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture*. Rapport d'un groupe de travail indépendant, Washington, Institute for International Economics (octobre). Document accessible à l'adresse < <http://www.cfr.org/public/pubs/IFATaskForce.html> >.
- Diamond, D. et P. Dybvig (1983). « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *The Journal of Political Economy*, vol. 91, p. 401-419.
- Eichengreen, B. et R. Portes (1995). *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Fischer, S. (2000). « On the Need for an International Lender of Last Resort ». *Essays in International Economics* n° 220, Princeton, New Jersey, Université de Princeton, département d'économie.
- Fonds monétaire international (2000). *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*.
- International Financial Institutions Advisory Commission (2000). *Report of the International Financial Institutions Advisory Commission*, Washington, D.C. Document accessible à l'adresse < <http://www.house.gov/jec/imf/ifiac.htm> >.
- Kydland, F. et E. Prescott (1977). « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *The Journal of Political Economy*, vol. 85, p. 473-492.
- Miller, M. et L. Zhang (1999). *Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payments Standstill*, document de travail n° 35/99, Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation.
- Ministres des Finances du G7 (1999). *Rapport des ministres des Finances du G7 au Sommet économique de Cologne*, Cologne, Allemagne, du 18 au 20 juin 1999. Document accessible à l'adresse < http://www.g7.utoronto.ca/g7/francais/finances_f/finance_0799_f.html >.
- Rogoff, K. (1999). « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, p. 21-42.
- Schwarcz, S. (2000). « Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach », *Cornell Law Review*, vol. 85, p. 956-1034.
- Schwartz, A. (1998). « Time to Terminate the ESF and the IMF », *Cato Institute Foreign Policy Briefing* n° 48.

Graphique 1
Processus de résolution d'une crise



Documents de travail de la Banque du Canada **Bank of Canada Working Papers**

Les documents de travail sont publiés généralement dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. Working papers are generally published in the language of the author, with an abstract in both official languages.

2001

2001-19	Employment Effects of Restructuring in the Public Sector in North America	P. Fenton, I. Ip, and G. Wright
2001-18	Evaluating Factor Models: An Application to Forecasting Inflation in Canada	M.-A. Gosselin and G. Tkacz
2001-17	Why Do Central Banks Smooth Interest Rates?	G. Srouf
2001-16	Implications of Uncertainty about Long-Run Inflation and the Price Level	G. Stuber
2001-15	Affine Term-Structure Models: Theory and Implementation	D.J. Bolder
2001-14	L'effet de la richesse sur la consommation aux États-Unis	Y. Desnoyers
2001-13	Predetermined Prices and the Persistent Effects of Money on Output	M.B. Devereux and J. Yetman
2001-12	Evaluating Linear and Non-Linear Time-Varying Forecast-Combination Methods	F. Li and G. Tkacz
2001-11	Gaining Credibility for Inflation Targets	J. Yetman
2001-10	The Future Prospects for National Financial Markets and Trading Centres	C. Gaa, S. Lumpkin, R. Ogrodnik, and P. Thurlow
2001-9	Testing for a Structural Break in the Volatility of Real GDP Growth in Canada	A. Debs
2001-8	How Rigid Are Nominal-Wage Rates?	A. Crawford
2001-7	Downward Nominal-Wage Rigidity: Micro Evidence from Tobit Models	A. Crawford and G. Wright
2001-6	The Zero Bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It?	D. Amirault and B. O'Reilly
2001-5	Reactions of Canadian Interest Rates to Macroeconomic Announcements: Implications for Monetary Policy Transparency	T. Gravelle and R. Moessner
2001-4	On the Nature and the Stability of the Canadian Phillips Curve	M. Kichian
2001-3	On Commodity-Sensitive Currencies and Inflation Targeting	K. Clinton

Pour obtenir des exemplaires et une liste complète des documents de travail, prière de s'adresser à :
Copies and a complete list of working papers are available from:

Diffusion des publications, Banque du Canada
234, rue Wellington, Ottawa (Ontario) K1A 0G9
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Publications Distribution, Bank of Canada
234 Wellington Street, Ottawa, Ontario K1A 0G9
E-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: <http://www.bankofcanada.ca>