



## **POUR DES FINANCES MONDIALES MIEUX REGULÉES**

Mémoire de géopolitique  
du Commandant François MOUSSEZ  
dans le cadre du séminaire  
“ La mondialisation : dimensions politique, économique et sociale ”

Directeur :  
Professeur Jean-Louis SCARINGELLA

Avril 2001

## FICHE DOCUMENTAIRE

1. Pour des finances mondiales mieux régulées
2. CDT MOUSSEZ, (air) France
3. 6 avril 2001
4. Division A, groupe A4.
5. Mémoire de géopolitique.
6. Le début des années quatre-vingts a été marqué par un processus de déréglementation du secteur financier, conformément aux idées libérales selon lesquelles le marché est au centre de l'activité économique et que les interventions de l'Etat peuvent être néfastes. Les pays d'Asie du Sud-Est ont pu bénéficier de cette libéralisation en attirant les capitaux étrangers dont certains étaient à but spéculatif.  

Les crises financières mexicaines et asiatique survenues se sont traduites par un regain d'intérêt pour les propositions de réglementation. Le rôle joué par les institutions internationales est donc de plus en plus important, afin de prévenir les crises et d'assurer la stabilité des marchés. Il apparaît nécessaire de trouver un juste équilibre entre libéralisation et réglementation pour éviter les crises.
7. Crises, déréglementation, réglementation, mondialisation

# POUR DES FINANCES MONDIALES MIEUX REGULEES

## SOMMAIRE

### Partie I :

La victoire des théories libérales et l'instauration d'un marché  
financier devenu mondial

Les fondements théoriques de la déréglementation

La mondialisation accentue la déréglementation

Les faiblesses du système

### Partie II :

Des crises financières à répétition

La crise mexicaine

La crise asiatique de 1997

### Partie III :

De nouvelles régulations nécessaires

Les limites des dispositifs actuels

Les limites de la supervision financière et bancaire

Les propositions pour améliorer la régulation monétaire et financière mondiale

# INTRODUCTION

Dans les années 30, l'impact du Krach de 1929, qui frappe aussi bien le banquier de Wall street que l'ouvrier européen ou le coolie des plantations d'hévéas, confirme que le système économique mondial est bien constitué. En ce début de XXI siècle, les flux explosent, la mondialisation, source de progrès économiques, draine aussi des risques considérables pour la stabilité du système financier mondial et s'accompagne de dysfonctionnements majeurs dont les effets sont dévastateurs.

Le processus de mondialisation qui a entraîné une interdépendance des marchés financiers internationaux, ainsi que la libéralisation de ces derniers au début des années quatre-vingts en Asie, a provoqué un apport massif de capitaux étrangers dans les pays d'Asie du Sud-Est notamment, lesquels passèrent en moins de quinze ans du statut de pays pauvres à celui de pays émergents, voire de nouveaux pays industrialisés très dynamiques, c'est le cas par exemple pour les quatre dragons asiatiques (Hong Kong, Singapour, Taiwan et la Corée du Sud).

La libéralisation des marchés financiers s'est également caractérisée par un accroissement très important des flux de capitaux spéculatifs, profitant de taux de rendements élevés dans ces différents pays, lesquels souhaitaient attirer massivement les investisseurs étrangers. Néanmoins, la libéralisation s'est produite, alors que les pays d'Asie du Sud-Est n'avaient pas encore mis en place une structure de marché suffisamment stable pour accueillir ces nombreux capitaux étrangers. Ceci peut expliquer les multiples défaillances qui sont apparues sur ces marchés, notamment l'instabilité constatée sur le marché des changes, avec de nombreux allers et retours de capitaux spéculatifs.

La crise financière mexicaine survenue en fin d'année 1994, a ébranlé la confiance des investisseurs étrangers et a fragilisé beaucoup d'autres pays émergents comme ceux de la région asiatique avec les crises de paiement des années 1997 et 1998. Ces crises furent préoccupantes pour les pays concernés, et aussi par leurs répercussions sur les pays industriels.

Surtout, elles témoignaient de l'extrême précarité de la prospérité économique, et de l'incapacité des grands Etats industriels à prémunir la planète contre de tels bouleversements. Ces crises ont naturellement suscité la question d'éventuelles réformes de l'architecture financière internationale, tant dans les institutions qui la composent (le fonds monétaire international, la banque mondiale, la banque des règlements internationaux, les banques régionales de développement, les groupes informels de pays, les " G 7, G 10, G 22... ") que dans leurs moyens d'action.

Force est de constater que la déréglementation totale, chère aux libéraux, a amené les finances mondiales au bord du gouffre et qu'un retour à la régulation financière et monétaire internationale s'impose pour prévenir une situation analogue. La régulation peut se définir comme la présence, au sein d'un système comme le système financier mondial, de mécanismes de stabilisation qui assurent son bon fonctionnement. Par exemple, lorsque les taux de change des grandes monnaies ont tendance à diverger de façon excessive, les banques centrales interviennent, notamment par les taux d'intérêt, pour stabiliser les taux de change. Cette action est dite " régulatrice ", par opposition à une action de contrainte, comme l'interdiction de la conversion des monnaies, ou l'inaction totale, laissant faire le marché. Le but de la régulation est d'assurer le développement

harmonieux de ce dernier. Ceci suppose l'existence de règles du jeu admises dans l'intérêt commun et celles d'institutions capables de les faire respecter.

Après avoir évoqué les différentes théories économiques et précisé les conséquences de la mondialisation, notamment la déréglementation et l'émergence de nouveaux acteurs, nous aborderont les crises financières marquantes des années 90 pour dégager les faiblesses majeures du système financier actuel et proposer quelques solutions pour remédier à la situation.

## PARTIE I : LA VICTOIRE DES THEORIES LIBERALES ET L'INSTAURATION D'UN MARCHE FINANCIER DEVENU MONDIAL

Le mouvement de déréglementation (en Anglais deregulation) se traduit par le fait de laisser jouer les mécanismes du marché en supprimant ou réduisant les règles, les limitations et les interventions publiques. Cette volonté de libéralisation a pour origine la théorie économique notamment à travers les écrits des libéraux et des néo-libéraux, même si à l'intérieur de ces courants des auteurs préconisent différents degrés de libéralisation.

Après avoir passé en revue les différents courants de pensée en faveur, d'un côté du libéralisme, et de l'autre de la mise en place d'une régulation encadrant l'économie, nous évoqueront l'importance de la mondialisation dans la déréglementation et la fragilisation du système financier mondial.

La globalisation, néologisme d'origine américaine désignant la mondialisation financière, est l'élément principal qui a engendré une fragilisation des différents systèmes réglementaires élaborés durant les années soixante et soixante dix. De même, la création de conglomerats financiers multi-pays et multi-secteurs, l'émergence de nouveaux marchés et de nouveaux produits financiers privés de toute base réglementaire, ou encore l'intensification de certains mécanismes comme celui de la bulle financière ont rendu inopérants les anciens systèmes réglementaires qui n'ont pas su s'adapter à cette évolution financière, dont le développement ne se fait pas sans soulever de nombreuses critiques.

# A. LES FONDEMENTS THEORIQUES DE LA DEREGLEMENTATION

## 1. LES THEORIES LIBERALES

Plusieurs courants de pensée ont prôné très tôt la suppression ou l'allègement d'une réglementation régissant l'économie.

### a. Adam Smith.

Adam Smith au XVIII<sup>ème</sup> siècle publie "Recherche sur la nature et les causes de la richesse des Nations", véritable hymne au marché et au capitalisme autorégulé par la concurrence. L'idée présentée est que la recherche par chacun de son intérêt individuel permettra, en situation de concurrence, d'atteindre l'optimum général, "la main invisible" du marché permettant de concilier intérêt individuel et intérêt général. Pour Smith, le marché a également une fonction de régulation, car grâce aux prix, il ajuste les quantités offertes et celles demandées. Il considère que l'épargne est source de croissance et d'accumulation du capital. L'idée est que le capital est rare et que l'épargne ne suffit pas à obtenir la croissance. La croyance dans le marché conduit au refus de l'interventionnisme.

### b. David Ricardo.

Dans la même dynamique, David Ricardo va s'intéresser aux échanges internationaux. Au début du XIX<sup>ème</sup> siècle celui-ci milite en faveur du libre échange, pour lui le concept clé de l'analyse libérale est que chacun recherchant son intérêt, va se spécialiser de telle façon que la production et la consommation de l'ensemble soient maximales. Le plus performant se spécialise là où il est relativement le mieux placé. Cet auteur met en place la théorie des coûts comparatifs où l'efficacité relative détermine la spécialisation. Il met en évidence les vertus du libre échange pour un pays qui dispose d'une compétitivité importante dans l'industrie ; la protection devient inutile.

### c. L'école classique.

En France JB Say et les libéraux du XIX<sup>ème</sup> siècle défendent le point de vue d'un Etat qui assure les fonctions régaliennes d'armée, de justice et de police, mais qui s'abstienne de toute intervention. Ils condamnent les entreprises publiques, d'une part parce qu'elles rendent la concurrence injuste et inégale et d'autre part, parce que le privé fait mieux et davantage pour produire et vendre au meilleur prix. La pensée libérale indique qu'il faut "diminuer les pouvoirs du prince, réduire le rôle de l'Etat et permettre à la liberté d'opinion de s'exprimer". Les classiques pensent l'économie comme une interaction d'individus, permettant d'atteindre une situation optimale car les échanges, réglés par l'intérêt, sélectionnent les meilleurs. Ils ont avancé l'idée de déréglementation comme étant une obligation de supprimer les règlements et protections, le libre échange améliorant la situation des nations.

#### d. Les néoclassiques.

La pensée néoclassique vient renforcer cet appel à la déréglementation. Une de ses caractéristiques majeures est la croyance en une tendance profonde à l'équilibre de l'économie en situation de concurrence pure et parfaite. Cette théorie repose sur une régulation spontanée par le marché, qui assure un retour automatique à l'équilibre. Les crises sont alors perçues comme n'étant que provisoires (voire nécessaires pour éliminer " les canards boiteux ") car elles disparaissent dès que le marché joue son rôle de régulateur. La pensée néoclassique a pour fondement de laisser jouer le marché pour résoudre les crises. Mais ces dernières peuvent avoir des origines diverses :

-L'existence de " poids morts " dans l'économie, c'est à dire des entreprises non rentables, dont l'élimination est nécessaire à une nouvelle croissance. Dans ce cas les néoclassiques préconisent de laisser jouer les mécanismes de régulation spontanés.

-Un ou plusieurs éléments perturbateurs exogènes, souvent conjoncturels, sont à l'origine des difficultés.

-La crise peut également être due au non-respect des règles de la concurrence, ce qui a notamment été le cas lors des chocs pétroliers où la présence d'un oligopole comme l'OPEP a contribué à des fluctuations perturbatrices de prix du pétrole.

-Une intervention trop importante et inadéquate de l'Etat, car les néoclassiques, bien que ne rejetant pas toute intervention, considèrent que la mise en place d'une politique monétaire laxiste est cause d'inflation, ce qui est un obstacle à la croissance économique à long terme.

Les néoclassiques jugent que l'intervention de l'Etat est inadaptée et qu'en matière de prélèvements, jugés excessifs, l'Etat décourage l'initiative, ce qui diminue ou évince le rôle moteur de l'intérêt individuel qui est essentiel à la croissance. Certains auteurs estiment d'ailleurs que l'excès d'imposition entraîne une fuite vers l'économie souterraine.

#### e. Le renouveau de l'école classique : les théories de Milton Friedman.

Le libéralisme fut attaqué, notamment par Keynes, puis par de nombreux autres auteurs. Cependant, même avec la prédominance de la pensée keynésienne, le courant du libéralisme classique s'est développé dans l'ombre. Quelques partisans de ce libéralisme ont joué un rôle important dans le développement du libéralisme classique comme Maurice Allais, James Buchanan, Milton Friedman et Stigler, unis dans la croyance de la théorie néoclassique des prix, la conviction que le marché libre est le mécanisme le plus efficace pour allouer les ressources, et une réticence profonde face à l'intervention de l'Etat dans l'économie.

La vision globale du monétarisme théorisée par Friedman est évidemment la croyance dans la stabilité inhérente aux économies de marché et donc une méfiance vis à vis de l'interventionnisme. Le noyau théorique repose sur la théorie quantitative de la monnaie. Selon cette dernière, toute modification de la masse monétaire se traduit à long terme par une modification dans le même sens et dans la même proportion du niveau général des prix. Pour les monétaristes, les économies modernes sont stables, et le fonctionnement libre du marché permet une allocation optimale des ressources. Friedman propose de soustraire les demandes de la masse monétaire à la décision arbitraire des autorités politiques, dans le but d'assurer la stabilité des prix. Il explique dans son œuvre " La liberté des choix ", que lorsque qu'on laisse fonctionner la concurrence du marché, elle

protège le consommateur mieux que tous les mécanismes gouvernementaux venus successivement se superposer au marché. Il est favorable à la libre concurrence à l'intérieur et au libre échange partout dans le monde.

Le rôle de l'Etat peut alors devenir positif si sa politique monétaire vise à fournir à l'économie un environnement propice, caractérisé par un niveau de prix stable, ou au moins croissant à un rythme faible et connu d'avance.

## 2. LES THEORIES INTERVENTIONNISTES

### a. La remise en cause des concepts libéraux.

Alors que les classiques défendent l'analyse d'un monde où règne le marché supposé naturel et éternel, se développe un courant critique de l'ordre économique et social du capitalisme concurrentiel. Parmi les mouvements de pensée les plus critiques, le courant réformiste avec, notamment Sismondi, est le plus virulent. Pour ce dernier, la rupture avec les classiques libéraux repose sur deux concepts principaux :

- Tout d'abord, la contestation de la loi des débouchés de J.B. Say et du concept d'équilibre général obtenu par la libre concurrence. En effet, une hausse préalable de la demande solvable est nécessaire comme encouragement à l'augmentation de la production que celle-ci ne saurait donc induire. En épargnant trop, les capitalistes et les propriétaires risquent de diminuer la demande effective pour les produits, et d'entraîner ainsi une surabondance de capital et de chômage. Il rejoint en cela la pensée de Malthus dans sa critique de la loi de Say.

- L'affirmation des crises qui en découlent. Sismondi refuse le mythe de l'harmonie spontanée. Pour lui, les crises résultent soit d'une épargne stérile trop importante, soit d'une consommation insuffisante. Cependant, Sismondi croit au marché, mais il veut seulement que des institutions en tempèrent la brutalité. C'est ce qui le différencie des planificateurs.

### b. A mi-chemin entre déréglementation et réglementation : La révolution Keynésienne.

Keynes a également critiqué la loi de Say que les néoclassiques reprendront : pour lui il n'est en effet pas vrai que les débouchés aux produits sont assurés par la production. Un des arguments avancés par Keynes est que l'on ne peut assurer un ajustement automatique entre production et revenu, revenu et demande. Une partie de l'épargne pouvant effectivement être retirée du circuit économique, si elle est thésaurisée. De plus, des décisions d'épargne et d'investissement sont largement autonomes l'une vis-à-vis de l'autre, et n'ont donc aucune raison de s'ajuster spontanément. Cette critique de la loi de Say met en cause l'un des fondements de l'analyse néoclassique. En effet, le déséquilibre entre offre et demande devient non seulement possible mais très fortement probable à un moment ou à un autre de l'évolution économique.

Pour Keynes, on ne peut déduire l'intérêt général des intérêts personnels des individus et il critique l'idée d'agent représentatif représentant la fonction d'utilité de tous les autres agents. Il ne croit pas non plus en "la main invisible" de Smith, considérée comme illusoire car elle implique l'inaction politique, pouvant ainsi provoquer un risque d'écroulement du système. C'est pourquoi Keynes

distingue deux sortes d'économistes : ceux qui croient à l'ajustement automatique des marchés qu'il qualifie de vision orthodoxe et ceux refusant cette hypothèse dits hétérodoxes.

Keynes critiquera également la théorie quantitative de la monnaie de Friedman car elle n'est qu'une limitation statistique et conduit à l'inaction. Selon lui, la théorie économique doit décrire la réalité, or les lois des néoclassiques décrivent une norme et non la réalité. Sa critique des concepts classiques se traduisant par ces mots : " Les économistes classiques sont des candides qui ont abandonné le monde pour leur jardin et qui enseignent que tout est pour le mieux dans le meilleur des mondes pourvu qu'on le laisse tout seul ". Il refuse aussi les hypothèses d'optimisation, d'individu rationnel et d'information parfaite. En effet, dans le modèle de l'équilibre général l'individu est parfaitement informé par le système de prix d'où l'ajustement automatique vers l'équilibre. La théorie néoclassique nie l'existence du temps, faisant dire à J. Robinson : " Keynes a ramené le temps dans la théorie économique, il a réveillé la belle au bois dormant du long oubli auquel l'avaient condamné l'équilibre et la prévision parfaite ".

Mais Keynes critique également l'hypothèse selon laquelle l'économie de marché a une tendance à l'équilibre stable assuré par l'ajustement des prix et qu'ainsi, l'Etat doit s'abstenir de perturber l'équilibre spontané. Keynes pense que l'insuffisance de la demande réelle par rapport à la demande effective crée des crises de surproduction, que l'équilibre n'est pas spontané et que seul l'Etat peut réguler une économie instable. C'est un partisan de l'Etat providence et il défend les idées favorables à un impôt sur le capital et à un accroissement de l'impôt direct avec une forte progressivité, afin de stimuler la redistribution des richesses. Il suggère des accords généraux sur le change entre le pays et un fonds qui collecterait des ressources financières communes, dans le but d'éviter les difficultés de financement international. Keynes est un institutionnaliste pragmatique.

Keynes se veut réformiste et choisit une organisation compatible avec la liberté. Dans son œuvre principale " Théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie " en 1936, il déclare : " L'élargissement des fonctions de l'Etat [...] nous apparaît [...] comme le seul moyen d'éviter une complète destruction des institutions économiques actuelles et comme la condition d'un heureux exercice de l'initiative individuelle ". Mais il se refuse à un étatismes généralisé : " Un large domaine n'en subsistera pas moins où l'initiative et la responsabilité privées pourront encore s'exercer. Dans ce domaine, les avantages traditionnels de l'individualisme garderont toute leur valeur ". Le néolibéralisme de Keynes ne refuse pas l'idée de plan en général, il s'oppose seulement à l'absence de liberté et de consensus dans les sociétés bureaucratiques et dominées par un parti unique. Keynes est pour un plan dans une société d'abondance et de consensus démocratique. La théorie qu'il propose de la demande effective est sans nul doute le concept fondamental de Keynes. Pour ce dernier, les entrepreneurs anticipent à la fois ce que les consommateurs vont décider de consacrer à leur consommation et ce que les entreprises et l'Etat vont décider d'investir. Ces deux composantes de la demande (biens de consommation et de production) constituent la demande effective, c'est à dire la demande anticipée par les entrepreneurs. Par conséquent, parce que cette dernière est au centre des décisions de production et du niveau de l'emploi et qu'il n'existe pas de mécanismes autorégulateurs comme le pensent les néoclassiques, l'Etat doit intervenir pour soutenir et régulariser l'activité économique.

L'Etat doit stimuler la demande, et il a pour cela de nombreux moyens à sa disposition, comme la création d'emplois publics, ou encore la baisse des taux d'intérêt, stimulant à la fois les investissements privés, la demande de biens de consommation et les investissements publics. Si

L'Etat peut avoir une action efficace, c'est aussi parce qu'il existe des mécanismes multiplicateurs qui amplifient l'effet de ses interventions. Le rôle de la monnaie n'est pas neutre pour Keynes, car l'accroissement des quantités de monnaie n'influence pas seulement le niveau des prix mais également celui de la production. Son objectif principal est d'éviter la déflation, source de tous les maux.

L'apport de Keynes constitue une " révolution " dans la théorie économique, parce qu'il remet en cause des concepts très largement admis jusqu'ici, et de plus il remet l'action de l'Etat au centre de l'activité économique.

c. Quelques préceptes théoriques de la réglementation financière.

L'idée de la " planification réglementée " est apparue, dans laquelle l'Etat donne les grandes orientations au secteur financier afin d'en préserver la rigueur. De telles initiatives réglementaires se sont traduites par des contrôles des taux d'intérêt, des mouvements de capitaux et des opérations de change... On peut ainsi définir des objectifs récurrents de la réglementation des services financiers comme :

- Préserver la sûreté et la santé du système financier
- Corriger les défaillances du marché et renforcer la concurrence
- Instaurer des conditions d'application effective des mesures financières des autorités
- Atteindre des objectifs redistributifs ou sociaux.

La réglementation, destinée à préserver la solidarité peut prendre par exemple la forme de ratios de fonds propres, de systèmes de gestion de liquidité ou des risques, d'interdictions des opérations pour compte propre ou donnant lieu à des conflits d'intérêt. Les régulationnistes insistent sur le rôle prépondérant des formes institutionnelles car elles conditionnent l'interaction des agents économiques, orientent les comportements et permettent une codification du système d'incitations dans lequel les marchés peuvent manifester leur efficacité.

Les marchés ne sont pas auto-institués, mais sont politiquement et socialement construits. La volonté d'exercer un contrôle sur l'intermédiation financière pour le bien public semble être justifiée si l'on prend en compte le fait que nous nous situons à un stade précoce du processus de développement.

La théorie dite du " moindre mal " a pour règle que l'intervention de l'Etat peut se révéler bénéfique dans l'éventualité où nous aurions affaire à de multiples distorsions. De plus, même si cette intervention n'apparaît pas optimale, cette théorie met en avant qu'une intervention s'avérera presque toujours préférable au laissez faire si cher aux néoclassiques.

Sur le plan doctrinal, il n'existe pas de théorie bien établie et complète, en ce qui concerne la structure réglementaire optimale pour le secteur financier. Au plan pratique, on peut s'interroger lorsque l'on voit le nombre de pays qui ont connu récemment de sérieux problèmes au cours de leur phase de transition vers des structures bancaires et financières moins réglementées. La théorie de la régulation insiste sur le fait que les marchés ne sont pas auto institués, parce que leur fonctionnement quotidien dépend d'un réseau complet de règles garantissant l'honnêteté des transactions. Le marché est perçu comme étant une institution semblable aux autres. L'opposition

qui existait auparavant entre Etat et concurrence de marché apparaît dépassée, puisque aucune de ces formes pures ne peut exister de manière indépendante. La théorie de la régulation aboutit donc à préconiser un dosage entre ces deux principes d'action économique. C'est sur ce dernier point que l'apport de Keynes semble être le plus intéressant.

## B. LA MONDIALISATION ACCENTUE LA DEREGLEMENTATION

### 1. LA LIBERALISATION FINANCIERE

Du point de vue théorique, ce concept de libéralisation financière apparaît au début des années 70 dans les écrits de Mac Kinnon et Shaw (1973). Pour ces derniers, la libéralisation du secteur financier est un moyen simple et efficace pour accélérer la croissance économique des pays en voie de développement. Le principe de la libéralisation financière repose sur le besoin d'accroître l'épargne longue. Il faut pour cela la rémunérer, ce qui passe par la suppression des privilèges exorbitants dont profite actuellement l'Etat dans sa collecte. Il faut donc mettre en place les conditions d'une concurrence ouverte entre tous les emprunteurs, publics ou privés. Des mesures ont d'ailleurs été prises dans ce sens, avec le plan Rueff-Pinay de 1958, la réforme de Debré en 1966-67, mais elles peuvent apparaître comme insuffisantes. C'est pourquoi un ensemble de mesures coordonnées est indispensable si l'on veut réussir la libéralisation financière. Cette dernière a pour objectif d'abolir les privilèges particuliers ainsi que les cloisonnements qui fragmentent les marchés financiers et en entravent le bon fonctionnement. Il faut libérer complètement tous les taux d'intérêt créditeurs afin que la rémunération de l'épargne soit libre et soumise à une concurrence. De plus il faut supprimer les privilèges fiscaux ou réglementaires qui maintiennent le cloisonnement et empêchent les institutions de se concurrencer équitablement.

La dynamique de libéralisation financière est encore accentuée si l'on encourage l'afflux de l'épargne étrangère, en établissant un climat de confiance et d'ouverture, et en garantissant la liberté complète de mouvement de capitaux. Dès la fin des années 70, un certain nombre de pays d'Amérique latine (Argentine, Chili, Uruguay) ont mis en place des politiques de libéralisation financière. D'autres pays, notamment ceux d'Asie du sud est (Corée du Sud, Taiwan) en feront de même au début des années quatre vingts. Le processus de libéralisation financière entrepris dès le début des années quatre vingts se caractérise essentiellement par une déréglementation du secteur bancaire. Ces pays ont choisi une libéralisation financière intérieure et une interdiction des entrées de capitaux étrangers qui auraient pu annuler les effets positifs de la levée d'une partie des contraintes qui pesaient sur le secteur financier.

Mais de façon générale, la libéralisation financière qui s'est opérée dans les différents pays de l'OCDE est en partie intervenue sous l'effet de la concurrence entre les centres financiers et du fait que les autorités de tutelle étaient en permanence en retard face aux mutations structurelles et fonctionnelles dans le secteur des services financiers.

La véritable libéralisation financière s'est produite lorsque les pays et leurs secteurs financiers se sont retrouvés en position défavorable par rapport à la concurrence, avec le développement de la

mondialisation. C'est alors que la plupart des autorités nationales de la zone de l'OCDE se sont engagées dans le processus de libéralisation, parce que la survie de leurs économies en dépendait. Ce mouvement de déréglementation a entraîné de nombreux avantages pour les services financiers, par l'accroissement de leur productivité et de leur qualité, tout en faisant baisser leurs prix. L'efficacité économique générale a ainsi été accrue par la suppression des distorsions de la distribution et du coût du crédit que la réglementation avait provoqué. Cette levée des restrictions réglementaires a permis aux firmes du secteur financier d'acquiescer une plus grande liberté, notamment dans leur choix des techniques les plus efficaces et d'améliorer la gamme des produits mis à la disposition de la clientèle.

L'intensification de la concurrence à l'intérieur de ce secteur s'est également traduite par la sortie du marché des firmes les moins efficaces. On a observé des améliorations dans la capacité des marchés de capitaux à orienter les fonds vers les emplois les plus efficaces, dues à l'accroissement spectaculaire de la mobilité des flux internationaux de capitaux au cours des trente dernières années. Cet accroissement a été occasionné par la réduction des obstacles officiels aux mouvements de capitaux et à la diminution considérable des coûts de transaction sur les marchés boursiers, monétaires et financiers. La plus grande mobilité des capitaux a donc eu pour conséquence principale d'améliorer l'allocation des ressources à l'échelle mondiale.

Ces changements observés sur les marchés de capitaux à la suite de la libéralisation ont eu des répercussions importantes sur les politiques monétaires et budgétaires. En effet, au Japon et dans certains pays européens, l'élargissement des marchés des valeurs mobilières, dû aux effets combinés de la déréglementation, de l'innovation et du creusement du déficit des finances publiques, a été utile à la gestion de la dette publique en permettant de mieux commercialiser les titres d'Etat et en diversifiant les instruments pouvant être émis.

La suppression des contraintes qui limitaient l'offre de services financiers dans le cadre de la déréglementation a permis d'élargir considérablement le secteur financier, tout en augmentant les ressources qu'il englobe. On a notamment vu s'accroître le nombre des organismes de placement collectif comme les fonds communs de placement et les SICAV.

## 2. GLOBALISATION ET DEREGLEMENTATION FINANCIERE

La globalisation financière traduit le fait que les capitaux sont davantage mobiles entre nations, mais aussi que les actifs financiers sont davantage substituables entre eux. L'accentuation de ces deux caractéristiques, mobilité et substituabilité, conduit d'une part à une intensification des mouvements internationaux de capitaux et d'autre part à l'apparition de nouveaux acteurs et comportements.

### a. Notion de globalisation financière.

L'idée de globalisation financière repose sur l'expansion des marchés qui est un phénomène devenu incontournable. C'est le résultat de phénomènes complexes, extrêmement puissants et

irréversibles, liés à la libéralisation des échanges, à la globalisation des économies, celle des marchés financiers en particulier. Le phénomène repose également sur des avancées techniques extraordinaires intervenues dans les systèmes d'information et dans les systèmes de règlement financier qui permettent des flux de capitaux extrêmement rapides et efficaces. Il s'agit donc d'un phénomène d'innovation, mais aussi de concurrence exacerbée à l'intérieur des places financières et entre places financières.

La notion de globalisation financière recouvre donc trois types de phénomènes. D'une part on assiste à l'élargissement des grandes fonctions financières et des métiers des diverses institutions dont les exemples ne manquent pas, tant en Europe qu'aux Etats Unis. D'autre part, on remarque l'élargissement considérable de la gamme des instruments de financement et de gestion des risques, ce qui a pour effet de déclencher l'intervention de nouveaux opérateurs. Enfin on constate un élargissement géographique lié à l'abolition des frontières nationales, caractérisé par la suppression des contrôles de change.

#### b. Les opportunités de la globalisation financière.

Le processus de la globalisation débouche sur le principe fondamental de liberté quasi totale des mouvements de capitaux internationaux dans une dynamique engendrée par les innovations financières de produits, par les vagues de déréglementations et par l'élimination des frontières géographiques dans l'activité financière. L'ensemble de ces éléments se traduit par un accroissement significatif des flux bruts et nets de capitaux entre pays mais aussi par un élargissement de la concurrence, notamment par le phénomène de déréglementation, ce qui pousse les institutions financières à une meilleure efficacité du processus de production des actifs et des services financiers. La déréglementation et l'introduction de la concurrence ont de plus entraîné l'obligation de pratiquer plus de transparence, notamment en ce qui concerne les prix, ce qui suppose l'élimination des prix irréalistes pratiqués sur certains actifs (subventions). Des effets bénéfiques plus évidents sont à rattacher à la globalisation financière et à la déréglementation. Tout d'abord la globalisation permet de remédier à la faiblesse de l'épargne de certains pays et ainsi de parvenir à financer une croissance qui, sans les mouvements internationaux, n'aurait pas vu le jour. Ceci est particulièrement vrai pour les économies émergentes. Par ailleurs, la libéralisation des flux de capitaux permet aux investisseurs d'investir hors de leur région d'origine dans des actifs financiers à rendements plus élevés, donc plus rares ; ce qui correspond de fait à une meilleure allocation des ressources en capital, telle qu'elle est définie par la théorie économique.

### C. LES FAIBLESSES DU SYSTEME

Si la globalisation et la déréglementation ont des effets bénéfiques, ils ont introduit des maillons faibles dans la chaîne du système financier international notamment par de nouvelles pratiques audacieuses et en favorisant l'émergence d'acteurs téméraires et fragiles.

## 1. GLOBALISATION ET INSTABILITE FINANCIERE

Les phénomènes de globalisation et de déréglementation sont susceptibles de déclencher des difficultés d'une part par le développement d'une concurrence féroce entre banques mais aussi entre banques et intermédiaires financiers. Cette concurrence accrue peut pousser certaines banques à se diriger vers des clientèles nouvelles à haut risque. On assiste donc à une escalade dans la recherche du rendement qui conduit à négliger le risque ou du moins à le minimiser. Ainsi des opérateurs et des opérations autrefois exclues du marché y sont désormais intégrées, d'où une explosion du volume des opérations, mais aussi des créances douteuses, des pertes et donc des faillites. Ce mécanisme de sous estimation du risque est identique dans le processus de formation de bulles spéculatives dans les pays émergents. En effet, par le choc et l'accroissement des perspectives de profit qu'il provoque, un mouvement de déréglementation peut engendrer des comportements moutonniers de grande ampleur. Ceux-ci peuvent alors conduire à une divergence entre le prix des actifs donné par le marché et leur valeur fondamentale.

On assiste à un phénomène de sur évaluation des actifs. Ce comportement est très significatif dans la spéculation immobilière où l'effet de contagion est très puissant ; ce qui permet de penser qu'un gonflement de la bulle financière aboutit à un éclatement lorsque les investisseurs prennent peur face au caractère irréaliste du niveau des prix des actifs et se retirent du marché. Ceci a de graves conséquences sur l'économie nationale, mais dans un cadre globalisé, place également la finance mondiale dans un contexte de crise.

Pour certains auteurs, le mouvement de globalisation apparaît donc comme générateur de crise financière dans le sens où les retournements d'anticipation, l'ampleur des capitaux en jeu et les phénomènes de contagion rendent les marchés financiers vulnérables. Il conviendrait donc d'agir sur certaines activités particulièrement déstabilisatrices des marchés financiers.

Il semble toutefois que la libéralisation et la globalisation ne peuvent être remises en cause. D'une part parce qu'elles permettent la meilleure allocation internationale des ressources et une plus grande efficacité des intermédiaires et des marchés financiers. D'autre part parce qu'un retour en arrière semble inconcevable d'un point de vue technique, et qu'un tel retour serait certainement très préjudiciable pour l'économie mondiale. Enfin, le mouvement de globalisation apparaît comme un phénomène incontrôlable qui dépasse le niveau de compétence des institutions internationales.

## 2. LES CONGLOMERATS FINANCIERS.

L'important mouvement de déréglementation des années quatre vingts a eu pour premier effet d'accroître fortement la pression concurrentielle dans le secteur financier, provoquant une baisse de la rentabilité et de la profitabilité des établissements. Cette évolution a suscité des volontés de restructuration et des stratégies diverses orientées vers une diversification, une concentration, un arbitrage spatial en fonction des réglementations, et la formation de conglomerats financiers.

#### a. Définition.

Le terme conglomérat financier se réfère en fait à tout groupe de sociétés ayant un actionnariat commun et dont les activités exclusives ou prédominantes consistent à fournir des services significatifs dans au moins deux secteurs financiers différents (banques, titres, assurances). On peut souligner que la formation de conglomérats financiers s'inscrit dans le mouvement de déspecialisation des activités, notamment dans le secteur bancaire, ce qui constitue une réponse à la déréglementation et aux pressions concurrentielles qui en résultent.

On assiste donc à un processus de recherche d'économie d'échelle qui fonctionne par fusions-acquisitions et par diversification d'activité de manière à tirer parti d'économie d'envergure ou de synergies. L'une des raisons de ce type de stratégie tient au fait que les activités bancaires, d'assurance ou d'investissement ont pour cible une même clientèle, ainsi la gestion de relation clientèle, les services d'informations, les capacités d'expertise, les infrastructures de distribution et les réseaux de guichets peuvent être partagés par un large éventail de services financiers.

#### b. Des géants aux pieds d'argile.

Les conglomérats financiers apparaissent comme des entités puissantes et invulnérables. Cependant, si leur taille peut être considérée comme une force, elle peut également constituer un facteur multiplicateur de risque.

La structure des groupes financiers sous formes de conglomérats permet un contournement du cadre réglementaire basé sur des systèmes financiers segmentés et largement insularisés du reste du monde. Le décalage entre le cadre de supervision et l'évolution financière repose sur le fait que les conglomérats financiers sont des groupes se composant d'entités dépendant d'autorité de tutelle et de surveillance différentes. A cela s'ajoute que les sociétés impliquées peuvent exercer leurs activités dans différents pays, et que la réglementation concernant ces activités est parfois inexistante selon le pays. Le conglomérat financier peut donc développer un comportement d'arbitrage de supervision et de réglementation, ceci en raison des niveaux différenciés de contrainte réglementaire entre intermédiaires financiers ou entre pays.

Les conglomérats financiers posent donc un réel problème prudentiel spécifique qui tient notamment au fait que les risques dont ils sont porteurs sont supérieurs à la somme des risques propres de chacune de leurs composantes. La possibilité d'une comptabilisation multiple des fonds propres, le risque d'exposition excessif et les risques de contagion intra-groupes expliquent cette assertion. Ainsi des problèmes peuvent surgir lorsque les mêmes fonds propres sont mobilisés plus d'une fois, un même capital pouvant couvrir simultanément les exigences de capitalisation de la maison mère et d'une de ses filiales et éventuellement de la filiale, le risque de sous capitalisation est alors évident. Ce risque est encore accru par le fait que chaque entité du groupe peut respecter les règles prudentielles la concernant quant à son exposition par rapport à un groupe de client présentant un même risque économique, alors même que la combinaison de fortes expositions par rapport à une même contrepartie dans différentes sociétés du groupe peut être dangereuse pour le conglomérat dans son ensemble.

Il existe par ailleurs des possibilités de contagion à l'intérieur des conglomérats financiers : les contagions d'ordre psychologique lorsque les difficultés financières rencontrées par une entité affectent différentes parties du conglomérat. Ceci se produit pour les institutions financières dont le financement est directement conditionné par la confiance du marché. On trouve également des

phénomènes de contagion générés par des positions intra-groupes qui découlent de créances internes, de participations croisées, de garanties ou d'engagements entre société mère et filiale ou de filiale à filiale. Ces positions intra-groupes souffrent également d'un manque de transparence susceptible d'aggraver le processus de contagion.

Les réglementations de structure qui imposaient une séparation fonctionnelle entre les institutions financières et notamment entre les banques et les autres intermédiaires financiers constituaient un facteur de solidité des systèmes financiers.

L'inadéquation des systèmes de supervision face à la taille et à la puissance des conglomérats est très nette et l'élaboration d'un contrôle prudentiel rencontre de nombreuses difficultés, d'une part parce qu'il faut choisir entre réglementer les entités séparées ou réglementer le conglomérat en tant qu'entité unique. D'autre part parce que les possibilités de contournement des réglementations sont multipliées pour un conglomérat du fait du manque de transparence qui permet de jouer sur les carences des instances de supervision et du fait de la dimension d'arbitrage géographique liée aux disparités réglementaires entre pays ; ce dernier phénomène ayant pour origine l'adoption de politiques de supervision volontairement laxistes pour attirer les capitaux et l'implantation des conglomérats.

### 3. LES MARCHES DE CAPITAUX EMERGENTS

Depuis le début des années quatre vingt dix, le niveau sans précédent des afflux de capitaux privés montre l'intégration de plus en plus poussée de nombreux marchés de capitaux émergents dans le système financier mondial. Ce niveau est le résultat d'une meilleure diversification internationale des portefeuilles des investisseurs institutionnels et de l'aptitude croissante de ceux-ci à rechercher des rendements élevés, en particulier dans les pays dont la croissance est forte et disposant de barrières réglementaires particulièrement réduites.

Cet afflux de capitaux, évidemment très bénéfique pour le développement de ces pays, souffrirait probablement de la mise en place de normes de contrôle qui auraient pour conséquence de détourner les investisseurs étrangers vers d'autres pays. Toutefois, l'importance des masses de capitaux en jeu, des prises de risques des investisseurs et le caractère particulièrement volatil de ces investissements laisse entrevoir une grande fragilité financière de ces pays qui pourraient rapidement être plongés dans un contexte de crise dont l'ampleur et la probabilité d'extension semblent considérables du fait du nombre conséquent d'investisseurs étrangers concernés.

#### a. L'évolution des marchés de capitaux émergents.

Le terme de marché émergent désigne un processus en cours, et se réfère dans un sens large à toute économie en développement, avec en corollaire l'idée que le marché dispose d'un fort potentiel de croissance.

Le développement des marchés de capitaux émergents repose d'abord sur une forte progression, depuis le début des années quatre vingt dix, des flux internationaux de capitaux à destination des pays en transition et en voie de développement. Ainsi, les capitaux privés ont désormais largement

supplanté les fonds publics dans le processus du financement international des pays émergents. Alors que ces derniers représentaient près des deux tiers des capitaux à long terme reçus par ces pays au milieu des années 80, ils ne comptent plus aujourd'hui que pour un quart de ce total.

Un examen détaillé des flux de capitaux privés suggère néanmoins d'importantes disparités régionales. En effet, plus de la moitié des financements s'orientent vers la zone asiatique, loin devant l'Amérique latine.

De même, la part croissante des flux non créateurs de dette, c'est à dire les investissements directs et les investissements de portefeuille en actions, constitue une autre différence majeure de la structure actuelle des financements extérieurs des pays émergents, par rapport à la situation qui prévalait dans les années quatre vingts.

Par rapport à cette évolution, il faut cependant noter la dimension spéculative des motivations des investisseurs sur les marchés émergents, qui engendre une très forte concentration des flux de capitaux sur quelques pays (Chine, Corée du Sud, Thaïlande, Indonésie, Malaisie).

#### b. Les marchés émergents et la crise.

Pour chercher à expliquer ce développement des marchés émergents, il est nécessaire de se replacer au début des années 90. A cette époque les rendements immobiliers et boursiers étaient au plus bas et la récession avait fait grimper les taux d'intérêt, rendant le marché obligataire moins attractif. Il existait donc une très forte incitation à libéraliser les mouvements de capitaux vers les pays émergents qui avaient arrimé leurs monnaies au dollar. Cela s'est traduit par un empressement certain à ouvrir au monde des systèmes financiers qui pourtant pour la plupart n'y étaient pas préparés, notamment en terme de concurrence et de règles de transparence.

Un tel comportement a conduit les investisseurs à minimiser les risques encourus sur les marchés émergents en négligeant le peu d'information dont ils disposaient. Cela conduit au développement de comportements moutonniers qui constituent l'explication du formidable essor des investissements dans la zone asiatique et des phénomènes de surréaction des investisseurs dans leur comportement d'arbitrage qui peuvent déboucher sur une crise généralisée.

## 4. LES HEDGE FUNDS

Le processus d'innovation financière fondé sur la dynamique de la déréglementation a provoqué l'apparition de nouveaux marchés et de nouveaux acteurs, ce qui a multiplié les opportunités d'arbitrage des investisseurs en leur permettant de choisir à tout moment les formes les plus avantageuses de placement et de spéculation.

Parmi ces nouveaux marchés, c'est sans nul doute celui des produits dérivés qui connaît l'accroissement le plus rapide et significatif. Si leur vocation première est de permettre une couverture optimale des acteurs économiques engagés dans les transactions internationales, ils offrent également des opportunités de spéculation très séduisantes. Les nouveaux acteurs de ces marchés particulièrement sensibles sont au cœur de nombreuses polémiques, notamment les Hedge funds, souvent qualifiés de fonds spéculatifs.

Cette évolution permet d'abord une limitation probable à la réglementation et au contrôle prudentiel, puisque ces mesures s'appliquent aux entreprises bancaires et aux compagnies d'assurance et ne s'imposent pas dans l'état actuel des choses à ces autres acteurs importants de la spéculation financière internationale que sont les Hedge Funds.

a. Définition d'un Hedge Fund.

On en distingue deux sortes : ceux qui se revendiquent comme tels en essayant de tirer partie des incohérences du marché, les macro fonds, et ceux qui font la même chose mais pour assurer la liquidité des marchés et servir au mieux les intérêts de leurs clients.

D'un point de vue technique, l'action du Hedge Fund consiste à intervenir massivement sur une place et y prendre des positions contraires à celle du marché afin de réaliser la meilleure performance possible. Pour améliorer cette performance, les Hedge Funds empruntent auprès des banques pour accroître leur perspective de profit par effet de levier. Il existe donc un lien étroit entre les banques et les Hedge Funds.

Ces fonds, sont exemptés de la plupart des obligations de déclaration et de publicité imposées aux banques et aux fonds communs de placement. Il devient alors difficile de distinguer les fonds spéculatifs parmi tous les investisseurs institutionnels et de donner une définition générale de leurs opérations car leurs gérants poursuivent des stratégies diverses.

b. Un générateur de risques.

A l'origine du développement des Hedge Funds se trouvent les exigences de l'intensification de la concurrence liée aux différents processus de déréglementation, de décloisonnement et de désintermédiation de l'activité financière. Cette intensification de la concurrence est particulièrement nette dans le secteur des fonds de pension sur le marché financier américain. Ainsi, les banques d'investissement et les gestionnaires de fonds de pension sont amenés à faire des promesses de rendements élevés qu'ils ne peuvent tenir que par une attitude spéculative sur des investissements à fort effet de levier. Cependant la prise de risque est alors telle qu'il devient difficile de couvrir les engagements en cas de perte. Par conséquent les risques de faillite et de contagion deviennent alors très élevés.

## 5. LES BULLES FINANCIERES

L'étude de la globalisation, des conglomérats, des marchés émergents et des nouveaux instruments sur les marchés financiers permet de dégager un lien étroit entre ces grands concepts et celui des bulles financières. En effet, les mouvements de déréglementation développent les nouvelles opportunités d'investissement et les perspectives de profit des investisseurs. Ainsi, lorsque les marchés financiers transmettent l'information rapidement et de manière trop amplifiée, la recherche de profit des investisseurs peut déboucher sur des effets de contagion ou de mimétisme, si bien qu'il peut y avoir des divergences entre le prix des actifs donnés par le marché et leur valeur fondamentale. Il s'agit en fait d'un phénomène de surévaluation de prix des actifs pouvant

déboucher sur l'éclatement de la bulle financière ainsi créée, suite à un retrait massif des investisseurs face au caractère irréaliste des prix sur le marché.

Le problème met donc en avant les caractéristiques du mécanisme de la bulle, entre phénomène logique issu du fonctionnement du marché et élément générateur de crise. Dans cette dualité, la déréglementation est souvent accusée d'aggraver le processus d'évaluation des actifs financiers à des prix détachés des fondamentaux, avec de ce fait des éclatements de bulle financière d'autant plus violents.

#### a. Définition d'une bulle financière.

Tout commencerait par un choc initial qui accroît les perspectives de profit. La nature du choc peut être une phase de déréglementation mais aussi l'ouverture de nouveaux marchés, l'introduction de nouvelles technologies ou l'innovation financière.

Au début du processus d'endettement, les acteurs interviennent avec modération. Prudemment montées, les premières opérations donnent de meilleurs résultats que ceux escomptés, et les premiers succès donnant confiance, ils stimulent les nouveaux arrivants. La tranquillité constatée jusque là sème donc les germes d'une instabilité future.

Au fur et à mesure que la bulle se gonfle, les fonds propres s'effacent derrière la dette, l'augmentation de la quantité du crédit s'accompagne d'une détérioration de sa qualité et les modalités de financement deviennent de plus en plus spéculatives et instables. Au début de l'ascension, le service de la dette (intérêts et principal) est couvert par les revenus d'exploitation, puis ceux-ci ne couvrent plus que le paiement des intérêts, le remboursement du capital reposant soit sur la vente d'un actif, soit sur le renouvellement du prêt initial. Le stade ultime est celui des mécanismes pyramidaux, où le remboursement des créanciers n'est possible que grâce aux apports de nouveaux souscripteurs.

#### b. L'éclatement de la bulle financière.

Comme la hausse appelle la hausse, la baisse appelle la baisse ; mais en situation de crise, le reflux tend à être plus rapide et plus ample que le flux.

Le blocage du mécanisme a lieu lorsque prêteurs et emprunteurs décident d'abandonner la partie. Le dégonflement des encours de crédit est donc habituellement plus rapide que son accroissement, surtout si bon nombre d'opérateurs se voient contraints de liquider à tout prix leurs positions afin de faire face à leurs engagements.

Les modalités de formation des prix à terme introduisent un deuxième élément d'asymétrie entre hausse et baisse des prix. Autant il est facile pour les arbitres de profiter d'un prix à terme excessivement élevé, autant il leur est difficile de faire de même dans le cas où celui-ci est trop déprécié. Les spéculateurs professionnels utilisent des techniques d'intervention qui accentuent encore cette asymétrie entre hausse et baisse des prix ; cette asymétrie est d'ailleurs d'autant plus forte que les positions prises sont financées par endettement, l'effet de levier amplifiant les pertes comme les gains.

Le résultat de ces asymétries est l'effondrement des cours et l'éclosion d'un contexte de crise financière. L'explosion des bulles est bien une crise des marchés financiers.

## PARTIE II : DES CRISES FINANCIERES A REPETITION

Une crise financière peut être définie comme une oscillation de grande ampleur affectant tout ou partie d'un ensemble de variables financières ; c'est lorsque s'effondre la valeur de ces variables que l'on parle de crise financière. Pourtant, la crise commence déjà dans la phase de hausse qui précède généralement la phase de baisse ample et rapide des quantités et des prix, qui mesure les activités financières caractérisées par un comportement de fuite en dehors des actifs jusque là détenus.

Depuis l'explosion du système monétaire international tel que défini par la conférence de Bretton Woods, au début des années 70, plusieurs crises financières dont les causes sont différentes ont affecté l'économie mondiale, et, en particulier, les pays émergents : crise de la dette au Mexique et dans les pays d'Amérique latine en 1982, puis en 1994, et enfin, la crise asiatique en 1997-1998. Le nombre des pays en défaillance et en défaut de paiement dans le monde a ainsi considérablement augmenté depuis le début des années quatre-vingts. On peut y voir une conséquence de la fragilisation des marchés financiers par la globalisation et la déréglementation évoquées précédemment.

### A. LA CRISE MEXICAINE

Le Mexique a connu deux crises financières majeures en 1982 et 1994 de nature différente car en une douzaine d'années, des modifications de nature qualitative sont intervenues dans le système financier mondial : la nature des capitaux transférés, l'identité des opérateurs et la forme de relations entre les circuits monétaires et financiers, internes et internationaux, affectant le Mexique ont changé radicalement.

#### 1. LA CRISE DE 1982

En 1982, l'Etat mexicain était endetté à l'égard des banques internationales dont il avait reçu des prêts "syndiqués" de moyen terme. Son incapacité à faire face à l'échéance des paiements des intérêts et du remboursement d'une fraction du principal aurait entraîné, pour les groupes bancaires impliqués, une augmentation significative - imprévue dans son ampleur, mais non dans son principe - de la catégorie "créances douteuses", et l'obligation d'alimenter, dans leurs bilans, la ligne correspondante, ce qui pouvait entraîner, pour certaines, la chute du cours de leurs actions et la nécessité de s'expliquer sur leur gestion.

Pour le Mexique, le non-respect de ses engagements allait ouvrir la voie à une subordination toujours plus étroite de son économie à celle des États-Unis, dont l'aboutissement fut la signature du traité de libre-échange de l'Alena. Mais à aucun moment il ne fut question d'un retrait des sommes prêtées par les banques, et encore moins d'une fuite brusque et massive de capitaux volatils. L'intervention de la Réserve fédérale et du Fonds Monétaire International, pour un

montant de 3 milliards de dollars, somme bien modique au regard des 50 milliards de 1995, permit au gouvernement mexicain d'assurer l'échéance de l'été 1982, avant l'ouverture avec ses créanciers de négociations sur l'échelonnement des échéances suivantes. Chaque établissement bancaire disposa ainsi du temps nécessaire pour gérer, avec ses actionnaires ou ses autorités de tutelle, et en fonction de sa propre vulnérabilité boursière - d'ailleurs inexistante pour beaucoup de banques non américaines -, le problème des créances douteuses. Elle permit aussi aux banquiers concernés de s'organiser en comités de créanciers, afin d'engager, avec l'appui du FMI et de Washington, des négociations en vue de la conversion de la dette.

## 2. LA CRISE DE L'HIVER 1994-1995

La crise mexicaine de 1994 a souligné les risques du financement d'un déficit extérieur élevé par une épargne instable. Malgré une situation économique en voie d'amélioration (accélération de la croissance, ralentissement de l'inflation, réduction des déficits publics), le Mexique a vu le déficit de sa balance des paiements courant se creuser. Or, ce déficit était financé essentiellement par des flux de capitaux privés à court terme et facilement réversibles. En 1994, les investisseurs ont considéré que le taux de change de la devise mexicaine était largement surévalué, et ont brutalement retiré leurs capitaux. La crise de financement qui a résulté de ce retrait des capitaux a été surmontée grâce au flottement de la devise mexicaine et aux interventions financières massives des Etats-Unis et du Fonds Monétaire International.

En décembre 1994, le contexte est radicalement changé par la libéralisation totale des mouvements de capitaux et l'élimination de tout moyen de contrôle des autorités sur les flux monétaires, figurant parmi les conditions imposées au Mexique pour la signature du traité de l'Alena. Il se caractérise également par le placement des titres de la dette publique à court terme sur le nouveau marché financier de Mexico, au moyen de la vente de bons du Trésor par l'État, tout comme le Trésor américain le fait depuis quinze ans et le ministère des finances français depuis huit ans. C'est le procédé dit de la "titrisation" de la dette. Mais, cette fois, il est mis en œuvre sur un marché financier "émergent", par nature plus fragile, et totalement ouvert sur l'extérieur, ce qui explique la brutalité de la crise marquée par trois phénomènes :

- La fuite massive des capitaux nationaux liquides, et d'abord de ceux du secteur bancaire "national" qui n'attendra pas une seconde pour convertir ses avoirs en dollars dès l'annonce du premier "réajustement" du cours du peso, accentuant ainsi sa chute ;
- Le désengagement très rapide des capitaux étrangers placés sur le marché des obligations, sous forme d'achat des bons du Trésor ;
- Le retrait des investissements de portefeuille placés à la Bourse de Mexico.

L'effondrement des cours de la Bourse, la chute libre du peso et la fuite des capitaux à court terme se sont ainsi produits dans un seul et même mouvement.

Si les crises de 1982 et 1994 ne se ressemblent pas, il existe cependant entre elles certains éléments de continuité. Celle de l'hiver 1994-1995 combine des traits résultant de la globalisation financière et des séquelles directes et indirectes de 1982.

Les ventes d'obligations d'État effectuées en décembre 1994 à Mexico n'ont pas toutes été le résultat d'une panique : il s'agissait d'un redéploiement normal, après une venue à échéance qui avait permis d'enregistrer de très beaux bénéfices. On touche là l'ampleur des responsabilités de ceux, loin de tous être mexicains, qui ont poussé le pays à financer le déficit énorme de son commerce et de ses transactions courantes par des flux massifs de capitaux privés à court terme.

Les séquelles de la crise de 1982 ont conduit Mexico, plus loin et plus vite que beaucoup d'autres capitales, dans la voie périlleuse de la "titrisation" de sa dette à court terme. Si l'on ajoute à tout cela le passage, presque en bloc, de la classe dirigeante dans le camp du néolibéralisme anglo-saxon après 1982 (de sorte que les États-Unis ont obtenu sans peine l'adoption des mesures nécessaires à la libéralisation et à la déréglementation du système financier et monétaire local), on dispose des éléments permettant de comprendre comment le Mexique est devenu l'un des marchés émergents les plus lucratifs offerts aux puissants fonds d'investissement.

Les deuxième et troisième trimestres de 1994 avaient vu, sous l'effet conjugué du relèvement des taux d'intérêt américains, de la révolte du Chiapas et de l'assassinat du candidat officiel à la présidence de la République, une première vague de retraits de certains capitaux spéculatifs et une baisse de la Bourse de Mexico. Le gouvernement avait réagi par un très fort relèvement du taux d'escompte, de 13 % à 22 %, immédiatement répercuté par les instituts de crédit. Attirés par le niveau exceptionnel des rendements et le résultat "positif" des élections, les capitaux volatils étaient revenus au dernier trimestre et s'étaient placés plus fermement que jamais dans les Tesobonos, émissions publiques libellées en dollars. Le fait que leur valeur était à l'abri du changement du cours du peso oblige à poser la question de la nature exacte de la crise, et peut-être de son caractère hautement politique.

Pour certains gros opérateurs, il s'agissait sans doute de signifier au gouvernement de M. Zedillo (quels qu'aient été, par ailleurs, les risques réels d'un "effet de dominos" vers les autres marchés vulnérables) leur volonté de voir mis en place un sévère plan d'austérité. Une chose est certaine : après la perte, pour certains capitaux (mais en aucune façon pour tous), de quelques bénéfices, les investisseurs sont revenus et ont profité de l'effondrement des cours des actions à la Bourse de Mexico, ainsi que de la privatisation des quelques activités encore sous contrôle public, pour mettre la main sur les pans restants de l'industrie nationale : le moment était arrivé d'"acheter le Mexique".

La crise mexicaine n'a pas modifié de manière substantielle l'attitude des investisseurs vis-à-vis des pays émergents, les besoins structurels de financement de ces pays étant généralement largement couverts par des entrées de capitaux privés de toute nature (investissements de portefeuille, prêts bancaires à court terme, placements en monnaie locale de non-résidents notamment). L'environnement financier particulièrement favorable et l'abondance de la liquidité internationale ont en effet incité les pays émergents à financer leur déficit structurel de financement à l'aide d'émissions obligataires plutôt que de prendre les mesures économiques nécessaires pour parvenir à rééquilibrer leur balance des paiements. Ces pays ont ainsi, après avoir libéralisé leur taux de change et ouvert leur marché financier, titrisé une part croissante de

leur dette, mais également de leurs déficits publics, notamment en Amérique latine, qui constituait la zone la plus endettée.

## B. LA CRISE ASIATIQUE DE 1997

La crise financière asiatique est à la fois classique dans ses mécanismes initiaux, mais aussi spécifique en raison de son ampleur et de sa durée. Elle révèle une difficulté à faire émerger une nouvelle cohérence dans le système financier parallèlement au processus de déréglementation. C'est l'échec d'une réforme financière qui aurait dû engendrer une mutation des comportements sans provoquer de ruptures, or la libéralisation des marchés financiers par étapes opérée en Asie n'est pas parvenue à effacer les comportements passés et a mené à une crise financière générale.

Ainsi, la déréglementation financière, tout d'abord justifiée par la théorie économique, puis inscrite dans la logique de l'évolution de l'économie, et enfin mise en œuvre par de nombreux pays et notamment dans des pays fragiles comme les pays asiatiques émergents, a déclenché un processus de crise, tout d'abord centralisé sur la zone asiatique émergente. Il s'est ensuite étendu au Japon du fait de son implication importante dans cette zone, puis à l'ensemble du globe très violemment en ce qui concerne l'Amérique Latine et la Russie, et de manière plus latente mais non moins préoccupante pour les Etats Unis et l'Europe.

Le déroulement de la crise financière se décompose en trois étapes. La première étape traite de la propagation régionale de la crise dans l'Asie émergente, c'est à dire la façon dont un choc frappant la Thaïlande a pu engendrer de nouveaux chocs sur la Malaisie, les Philippines, l'Indonésie, Hong Kong, Singapour ou la Corée du Sud.

La deuxième étape décrit la contagion de cette crise sur l'économie japonaise, du fait notamment de la forte implication du Japon dans cette zone. Enfin, la troisième étape montre comment d'une crise régionale ; on est passé à une crise mondiale et ceci en raison notamment du poids du Japon sur l'économie mondiale dont la crise a affecté les économies russe, brésilienne et américaine.

### 1. L'ECLATEMENT DE LA CRISE DANS L'ASIE EMERGENTE

Après une phase de plusieurs mois marquée par une sous évaluation manifeste du risque par certains investisseurs internationaux, caractérisée notamment par des écarts anormalement faibles entre la rémunération des titres obligataires en dollars de certains pays émergents et les titres du trésor américain de même nature, la crise a débuté en Asie durant l'été 1997 pour des raisons aujourd'hui bien identifiées :

- Ancrages de change dont les modalités étaient inadaptées, et qui ont fini par conduire à des niveaux de taux de change réels insoutenables au regard des déficits des transactions courantes accumulés.

- Difficulté à absorber des afflux de capitaux considérables, attirés par des perspectives de rendement élevé en comparaison du faible coût de l'endettement dans certains pays de la zone (japon en particulier), mais finançant des investissements à rentabilité de plus en plus précaire.
- Insuffisante maîtrise des risques bancaires dans un contexte de garanties implicites (ou ressenties comme telles) de la part des autorités de surveillance.

Cette première phase est marquée par la brutale dépréciation des taux de change de plusieurs monnaies de pays asiatiques émergents et l'ajustement non moins brutal des actifs financiers. La crise débute donc dans l'Asie émergente et en particulier en Thaïlande où les prédispositions à la crise étaient fortement ressenties. La Thaïlande avait fixé le cours de sa monnaie par rapport à un panier où le dollar représentait environ 90%, ce qui lui a très bien réussi ces dix dernières années. Avec un taux de croissance annuel moyen de 10%, la Thaïlande a pu combler une partie de l'écart de niveau de vie qui la sépare des pays développés. Cela s'explique par les entrées massives de capitaux attirés par des possibilités de placement lucratives. Les importations nettes de capitaux ont permis à ce pays d'investir au-delà de ses moyens, en dépit d'une tradition d'épargne et de finances publiques saines, ce qui a dopé la croissance.

Il en a résulté un déficit courant typique des pays émergents et cet accroissement du déficit courant devient un indicateur de crise lorsqu'il va de paire avec une baisse du taux d'épargne (privée ou publique), ce qui signifie que le financement de la consommation est assuré par des importations de capitaux. Un autre signal est la dépendance croissante de crédits à court terme et l'accumulation d'investissements peu productifs.

Ces deux derniers indicateurs de crise étaient déjà perceptibles en 1995 et n'ont fait que s'accroître depuis. En 1993, le gouvernement avait donné aux banques la possibilité d'octroyer des crédits à court terme en dollars aux entreprises, ce qui avait constitué un nouveau pas vers la libéralisation du système financier. Compte tenu du lien fixe existant entre le Baht et le Dollar, lien qui semblait exclure tout risque de change, les débiteurs ont profité des taux d'intérêt relativement bas du billet vert. L'abondance des liquidités au niveau mondial, le Japon et l'Europe ayant assoupli leur politique monétaire, a maintenu l'afflux de capitaux étrangers à un niveau élevé, d'autant que l'Asie du Sud Est était considérée comme un élève modèle par rapport à l'Amérique latine et que le bas niveau des taux mondiaux rendait les investisseurs de plus en plus enclins à prendre des risques. Le boom des investissements encouragé par les objectifs de croissance très ambitieux du gouvernement thaïlandais a concerné de manière croissante le secteur immobilier, ce dont ont témoigné non seulement les chantiers mais surtout les nombreux bâtiments de prestige. Mais comme les capitaux se sont de plus en plus dirigés vers des secteurs improductifs, les revenus marginaux provenant de nouveaux projets d'investissement se sont fortement contractés.

Le fléchissement des exportations de 1996 a renforcé la méfiance à l'égard du baht. L'élément déclencheur a surtout été la réévaluation en termes réels du Baht ces dernières années, consécutive aux interventions sur les marchés des changes et qui s'est manifesté avec le raffermissement du Dollar en 1996. Comme l'importation nette de capitaux a été supérieure au déficit courant, la relation fixe existant par rapport à la devise américaine a contraint la banque centrale à créer de la monnaie en contrepartie de Dollars. Les conséquences inflationnistes ont débouché sur une réévaluation en termes réels. Mesuré en baht, le revenu des exportations était certes stable, mais la hausse des produits nationaux et également des salaires laminait les marges bénéficiaires. S'il ne

parvenait pas à compenser l'écart d'inflation par rapport à l'étranger grâce à des gains de productivité, le royaume risquait de voir sa compétitivité se détériorer.

Lorsque le baht fit l'objet d'une crise de confiance, la banque centrale aurait pu s'y opposer en effectuant une ponction sur la masse monétaire. La remontée des taux courts qui se serait produite aurait alors contribué à freiner le boom immobilier, ce qui aurait permis de ramener l'économie vers un rythme de croissance plus durable. Le fait que les banques centrales des pays émergents répugnent souvent à prendre une telle mesure tient à leur volonté de ménager le système bancaire. C'est là qu'est le cœur de la crise monétaire. Un boom économique accompagné d'une déréglementation dépourvue du cadre stabilisateur d'une surveillance effective de la part du secteur financier, constitue la meilleure recette pour déclencher une crise bancaire. Une croissance échevelée engendre une euphorie à tout crin qui fait perdre conscience du risque. Une déréglementation telle que celle qui a été mise en place en Thaïlande offre de nouvelles marges de manœuvre qui dépassent souvent les capacités des directions des banques. Dans le même temps, dans les pays émergents, la surveillance des banques n'en est souvent qu'à des balbutiements. Contrairement aux économies dotées de marchés financiers hautement développés, l'allocation de capitaux se fait presque exclusivement par le biais de crédits commerciaux classiques, et alors que les marchés d'actions sont devenus adultes, les marchés obligataires se trouvent encore à un stade embryonnaire. Comme dans ces pays, une crise bancaire a des effets bien plus marqués que dans les pays industrialisés ; un secteur bancaire affaibli serait donc le talon d'Achille d'un pays émergent.

Consciente de la situation de ses banques et de ses enjeux politiques sous-jacents, la banque centrale de Thaïlande espérait éviter un relèvement de ses taux en intervenant sur le marché des changes ; or celui-ci ne s'est pas remis de sa faiblesse fondamentale.

Ainsi, dès mars 1997, on assiste à une vague de spéculation contre le baht thaïlandais liée notamment à l'effondrement de l'une des premières sociétés financières du pays, Finance One. Les attaques spéculatives s'intensifient et la bourse de Bangkok chute de 8% suite à des rumeurs d'élargissement des bandes de fluctuation du baht, mais la Banque centrale de Thaïlande aidée de Hong Kong et Singapour, parvient à éviter un effondrement du taux de change. La démission du ministre des Finances thaïlandais et l'instauration de contrôles de changes provoquent le 2 juillet de nouvelles attaques spéculatives contre le Baht. La Thaïlande abandonne la fixité de sa monnaie qui perdra 20% de sa valeur en quelques jours, puis demande officiellement l'aide du FMI fin juillet.

Ce premier choc marque le début de la crise financière asiatique puisqu'il va automatiquement engendrer de nouveaux chocs sur les autres places émergentes de la zone, du fait notamment de la profonde interdépendance qui existe entre les économies dynamiques d'Asie.

Ainsi, après la dépréciation du baht thaïlandais, la pression s'est étendue à d'autres pays asiatiques présentant aux yeux des investisseurs des traits similaires, notamment une monnaie surévaluée et un système bancaire fragilisé par des prêts improductifs. Un cercle vicieux s'est alors enclenché. Les spéculateurs, persuadés que certains pays ne pourraient pas maintenir des taux d'intérêt élevés à cause de la faiblesse de leur système financier, ont attaqué leurs monnaies, dont la chute a précipité celle des sociétés non financières et des banques, la multiplication des prêts improductifs faisant craindre pour la santé du système bancaire, sapait la confiance des investisseurs. De même, les pays de la zone avaient adopté un système de stabilité des monnaies dans le but de lutter contre

l'inflation et dans certains cas de faciliter l'importation de biens d'équipement. Ces dispositifs sont inadaptés avec l'appréciation de la monnaie américaine et l'apparition de surcapacités.

Les premiers à craquer sont la Banque centrale de Malaisie qui abandonne la défense du Renggit le 4 juillet, puis suite aux attaques renouvelées contre le peso philippin qui avaient poussé la Banque centrale à relever les taux d'intérêt de 25%, le 11 juillet, la fixité du peso jusque là arrimé au dollar, est abandonnée et une aide d'urgence est demandée au FMI.

Ensuite, c'est le dollar de Hong Kong qui est attaqué, ce qui provoque une hausse des taux d'intérêt le 15 juillet. Par contre le 17 juillet, l'autorité monétaire de Singapour refuse de défendre le dollar de Singapour...

Le processus de contagion frappe alors l'Indonésie qui est sans doute l'un des pays d'Asie du Sud Est les plus durement frappés par la crise. Les liens étroits qui lient Hong Kong et l'Indonésie ne permettent pas de maintenir dans le contexte de crise la fixité de la roupie. Elle est abandonnée le 14 août par la Banque centrale indonésienne, suivra ensuite un appel à l'aide du FMI courant octobre qui sera concrétisé par un plan de sauvetage de 40 milliards de dollars.

Le dernier pays à être frappé par la crise est la Corée du Sud ; les événements se déroulant dans les autres pays affectent la confiance des investisseurs étrangers et ceci est observé par un fort revirement des entrées de capitaux relatives notamment à l'absence d'information fiable sur les prêts, sur les réserves officielles de devises et sur la dette extérieure. Mais le véritable catalyseur de la perte de confiance résulte de la panique qui s'est emparée du marché financier de Hong Kong. Ce choc a eu de si graves répercussions sur la confiance des investisseurs qu'à compter de cette date, les autorités ont été confrontées à une fuite des capitaux.

En réalité, les attaques sur le won sud coréen débutent le 25 août, au même moment que celles conduites sur le dollar de Singapour. Ces événements provoquent même une remise en cause de la part des marchés financiers du rattachement du dollar de Hong Kong au dollar américain. Ensuite, c'est le dollar de Taiwan, qui passe pourtant pour la monnaie asiatique émergente la plus fiable, qui est attaqué le 17 octobre, la Banque centrale décide de laisser flotter sa monnaie qui perd 10% de sa valeur. Nouvelle attaque sur le dollar de Hong Kong le 23 octobre, les autorités monétaires ripostent en faisant monter le taux d'intérêt au jour le jour de 7% à 300%, ce qui calme le marché, mais la bourse s'effondre, entraînant à la baisse l'ensemble des bourses asiatiques mais aussi les bourses européennes ; c'est le début du phénomène de propagation de la crise asiatique.

Le plus étonnant dans cette première phase, c'est qu'après la dévaluation du baht, les autres membres de l'ASEAN, l'Indonésie, la Malaisie et les Philippines en particulier, qui ont fait l'objet aussitôt de vives attaques spéculatives, n'aient pas prévu de mécanismes d'intervention. Le ralentissement des exportations, le creusement des déficits extérieurs courants et la fragilité des systèmes bancaires associée à la forte interdépendance régionale des pays, n'ont pas échappé aux investisseurs, et les marchés ont anticipé que pour des raisons de compétitivité, les monnaies de ces pays (en concurrence sur les mêmes marchés) évolueraient de concert. Or les investisseurs régionaux avaient pris des risques de change considérables sous forme principalement d'emprunts en devises non couvertes, et la décision de la part des Banques centrales asiatiques de ne pas défendre leurs monnaies a développé une grande incertitude qui a alimenté la spéculation et sapé la confiance des investisseurs.

On ne s'étonnera pas, compte tenu de la propagation de l'onde de choc à travers des économies étroitement imbriquées et de l'absence de réponse énergique des principaux membres de L'ASEAN, que la déstabilisation des pays asiatiques ait eu un impact sur le marché financier et l'économie au Japon, et une fois touchée par la crise, les efforts de stabilisation sont devenus beaucoup plus complexes. Même la promesse de financements extérieurs massifs, d'une ampleur sans précédent pour ce qui est de l'action du FMI n'a pas suffi à endiguer la fragilisation du marché.

## 2. LA CONTAGION A L'ECONOMIE JAPONAISE

La deuxième phase de la crise correspond à l'extension de la crise financière au Japon. L'économie japonaise est entrée en récession à la fin de l'année 1997 en raison notamment d'un resserrement budgétaire de grande ampleur dont les effets sur l'activité ont été initialement sous estimés et des répercussions financières et réelles de la crise des pays émergents d'Asie.

La crise asiatique a accentué la dégradation des perspectives de croissance. La monnaie japonaise est entrée dans une phase de recul face au dollar et aux monnaies européennes. Toutefois, en termes effectifs réels, le Yen a cessé de se déprécier en raison de l'effondrement des monnaies asiatiques. La dégradation du climat des affaires, qui ne touchait dans un premier temps que les entrepreneurs dont l'activité est tournée vers le marché domestique, a gagné les secteurs exportateurs. En effet, les perspectives de chute de la demande dans les économies émergentes d'Asie et les pertes de compétitivité du yen ont conduit à un net ralentissement des exportations japonaises vers cette région.

La crise régionale a en outre aggravé la crise du système financier nippon. Elle a notamment suscité des inquiétudes quant à l'augmentation du stock des créances douteuses détenues par les banques, les liens financiers et réels du Japon avec l'Asie étant très développés. Ces craintes ont relancé la contraction du prix des actifs, ce qui a conduit les banques à durcir leur offre de crédit. La faillite de plusieurs établissements financiers réputés a provoqué une crise de confiance des agents et un début de panique se traduisant par des retraits importants des dépôts bancaires.

Enfin, reflétant le recul rapide de l'activité et des perspectives de croissance, les prix se sont orientés à la baisse au cours des trois derniers mois de l'année 1997.

Tout commence pour le Japon en novembre 1997 avec la mise en liquidation de Yamachi Securities qui n'est autre que la quatrième maison de titres du Japon. Ceci représente la plus importante faillite japonaise depuis 1945. Début décembre, la crise s'intensifie en Thaïlande puisque le baht atteint son plancher record le 2 décembre et la bourse de Bangkok est à son plus bas niveau depuis neuf ans. Ceci a des conséquences désastreuses dans les jours qui suivent puisque 56 sociétés financières thaïlandaises mettent la clef sous la porte sur les 91 que compte le pays.

Le gouvernement japonais décide alors de prendre des mesures radicales. Il injecte 10000 milliards de yens dans un fond public destiné à soutenir les établissements financiers en difficulté.

Malheureusement, le 15 décembre, le Yen chute à son niveau le plus bas depuis mai 1992. Cette baisse affectera la bourse de Séoul qui, quelques jours plus tard, accuse le plus important recul de son histoire, suivie à son tour par un effondrement de la roupie indonésienne qui provoque une panique généralisée dans le pays, la population effectuant des achats massifs de denrées alimentaires.

Dès lors, la circulation devient très préoccupante au Japon et dans l'ensemble des pays émergents asiatiques. D'ailleurs, le 12 janvier 1998, la faillite de Peregrine, la plus importante banque d'investissement de Hong Kong, entraîne des baisses spectaculaires sur les places financières internationales. De nombreuses mesures sont alors employées pour tenter de stopper l'hémorragie, l'Association des Nations d'Asie du Sud-Est lance alors un appel à la communauté internationale, appel qui sera renouvelé par les différents gouverneurs des Banques centrales asiatiques à l'attention du G7. De son côté, le Japon annonce un grand plan de relance de 100 milliards de dollars pour 1998, plan qui incorpore une réforme du système financier en vigueur, un allègement de la fiscalité et l'élaboration d'un programme d'action économique global.

Cet arsenal de réformes est justifié par la très nette contraction de l'activité au cours de ce premier trimestre 1998 qui a été accentuée par le comportement des banques tenues de respecter les ratios de solvabilité à la fin de l'année fiscale, les banques veillant à limiter l'expansion de leurs actifs. La crise asiatique pèse également sur les exportations japonaises, qui en dépit de leur dynamisme vers les Etats-Unis et l'Europe, favorisé par la faiblesse du yen ont fortement diminué. Il semble en être de même pour l'investissement et la consommation ; qu'ils soient privés ou publics, ils ont été marqués par un net ralentissement. Cette dégradation de l'activité japonaise intervient alors que l'économie connaît une situation de trappe à liquidité dans laquelle la politique monétaire n'est plus en mesure de soutenir la demande. Les taux nominaux sont tellement faibles que les agents considèrent qu'ils ne pourront baisser davantage. Ainsi, anticipant des pertes en capital sur les titres ils n'ont aucun intérêt à s'en porter acquéreur. Dans ces conditions ils absorbent toute augmentation de liquidité mise en œuvre par la banque centrale. Cette situation est particulièrement révélatrice de l'impuissance des autorités monétaires face au mécanisme de la crise.

Ces anticipations sur les taux d'intérêt contribuent à peser fortement sur le yen et aggravent la crise de confiance en Asie, et les fortes révisions à la baisse des perspectives de la zone tout en alimentant le phénomène de fuite vers la qualité (Flight to quality) au point d'accentuer les valorisations très optimistes de certains marchés boursiers occidentaux, ont par ailleurs renforcé les pressions baissières sur les prix des matières premières.

On assiste alors à de nouveaux chocs sur le yen au cours du mois de juin 1998. Le 10, le yen enregistre sa plus forte baisse en sept ans. Cette dégringolade du yen fait plonger l'ensemble des bourses et des monnaies d'Asie et se répercute sur la quasi-totalité des marchés boursiers, Wall Street enregistre sa plus forte baisse de l'année. L'intervention de la Banque centrale américaine en faveur du yen permet de stopper l'effondrement de la monnaie japonaise, mais les prévisions annoncent déjà une croissance négative pour 1998, ce qui oblige Tokyo à annoncer un plan de sauvetage de l'économie japonaise.

Au cours du mois d'août 1998, les devises de plusieurs économies largement dépendantes au niveau des exportations des pays de la zone asiatique ont subi des manifestations de défiances. La pression a été plus forte sur la Russie (dépendance vis à vis des matières premières, contexte

politique, incertitudes persistantes sur la réalité de l'ajustement budgétaire), alors qu'elle n'avait été que marginalement affectée par les premiers développements de la crise asiatique.

### 3. LA GENERALISATION DE LA CRISE

La troisième phase de la crise qui marque sa généralisation au marché mondial des capitaux, commence avec la crise russe. Face à une amplification des pressions à la baisse sur le rouble, les autorités russes ont pris la décision de procéder à une dévaluation sensible de leur monnaie, dont la dépréciation a semblé un temps incontrôlée, assortie de mesures unilatérales de suspension (temporaire) des paiements d'une partie de leur dette.

En effet, le 17 août 1998 le gouvernement russe dévalue de facto le rouble et suspend le remboursement de sa dette extérieure.

Cette contagion de la crise asiatique à la crise russe repose sur des faits historiques. En effet, au jour de la dislocation de l'URSS, la Russie ouverte à l'économie mondiale a recherché des débouchés pour ses matières premières, en particulier les métaux où elle occupe les premiers rangs mondiaux. Or les marchés américains et européens étant très protégés, l'Asie s'est imposée comme un débouché de substitution (Aluminium en Corée et au Japon, Palladium en Thaïlande...). Mais à cause de la crise en Asie qui a considérablement réduit les flux vers la Russie, les cours des métaux de base sur le marché mondial ont chuté, engendrant à son tour une perte de confiance des investisseurs occidentaux sur le marché russe. On assiste au développement d'une triple crise, monétaire, bancaire et économique.

Du point de vue monétaire, l'abandon de ce qui constituait jusque là le pilier de la stabilisation et de la réforme macro-économique en Russie (c'est à dire l'ancrage glissant sur le dollar), mais plus encore le recours à la suspension des paiements (en particulier celui des bons du trésor russes), ont joué un rôle catalytique dans l'extension de la crise. La concomitance de cet écart vis à vis de pratiques internationales fondées sur la négociation et la recherche de solutions coopératives, et de la perception de certains acteurs de marché du risque que le FMI ne soit plus en mesure de rassembler les fonds nécessaires ont provoqué une nouvelle crise de confiance sur les marchés émergents.

A leur tour, le 21 août, les bourses latino-américaines plongent, le processus de contagion se développe, Buenos Aires termine en baisse de 7,8%, Sao Paulo chute de 3% après avoir perdu jusqu'à 10% en séance. Ce plongeon se reproduit quelques jours plus tard devant les difficultés du Brésil. En effet le Brésil dont l'économie compte pour 45% du PIB sud-américain subit une énorme pression internationale afin qu'il parvienne à éviter la dévaluation et ainsi à endiguer la crise financière.

Le Brésil est confronté à un risque de défaut qui s'ajoute au risque de perte classique. Ce risque repose sur une intransférabilité des créances qui implique que les marges sur les titres en dollars des pays émergents, en particulier pour les pays d'Amérique latine, jusque là relativement épargnés par la crise, ont temporairement atteint des niveaux leur fermant l'accès au marché mondial.

La contagion de la crise sur le Brésil repose d'une part sur la désormais traditionnelle crise de confiance des opérateurs des places de Buenos Aires ou de Sao Paulo mais aussi de la très forte étendue des intérêts étrangers au Brésil. Ainsi, les secousses asiatiques et russes ont profondément affecté le Brésil sans toutefois le contraindre à une dévaluation brutale du réal qui aurait entraîné des dévaluations compétitives dans l'ensemble de l'Amérique latine.

Paradoxalement, l'ouverture du Brésil aux investisseurs étrangers peut être considérée comme une chance, car la crainte d'une crise redoutable a obligé la communauté internationale à une rapide mobilisation, étant donné qu'elle avait beaucoup à perdre en cas d'accident grave. Avec un tiers du stock total d'investissement, les États Unis sont omniprésents et ceci explique la rapidité d'action à diminuer les taux d'intérêt dès que le Brésil s'est trouvé en difficulté. En dépit de cette action sur les taux, doublée d'une aide massive du FMI, les investisseurs ont longtemps craint l'éventualité d'une crise brésilienne et n'excluaient pas totalement un effet de dominos.

L'exposition particulièrement importante des systèmes bancaires américains et européens à des risques internationaux accrus a suscité de nouvelles inquiétudes, qui se sont manifestées notamment par des corrections brutales sur les marchés d'actions. Ainsi Wall Street ; malmené depuis le début de l'été par les turbulences financières internationales, chute de 6,36% le 31 août 1998. C'est la deuxième plus forte baisse de son histoire, effaçant ainsi tous ses gains depuis le début de l'année. Une grande nervosité commence à gagner Wall Street, qui se traduit par le " trou d'air " qui a secoué les opérateurs le 4 août avec une baisse de 299 points soit 3,4% en une seule séance. Un choc boursier en provenance d'Asie ou d'Amérique latine ne peut pas être exclu. Mais dans l'immédiat Washington se préoccupe d'abord des conséquences tant sur le taux de change que sur ses propres marchés boursiers fortement surévalués, d'une dégradation de la balance des paiements.

Un recul de 26 milliards de dollars des exportations américaines vers l'Asie enregistré en mai 1998 a fortement contribué au déficit mensuel record de la balance commerciale (presque 16 milliards de dollars). Le statut de devise refuge du dollar permet de penser que les investisseurs étrangers y ont regardé à deux fois avant de spéculer sur une baisse du billet vert. Les États Unis se sont souciés aussi de la conjoncture américaine proprement dite, où les effets réels de propagation de la crise asiatique se seraient combinés avec l'épuisement de la croissance interne.

L'action éventuelle sur les taux d'intérêt aurait certes permis de réduire les disponibilités en liquidités des spéculateurs et de donner un coup de frein à Wall Street, mais une hausse des taux aurait pu occasionner une panique sur les marchés boursiers dépendants et vulnérables comme celui de Sao Paulo, voire ceux de Singapour et Hong Kong. Plus la réserve fédérale tardait à utiliser cette arme, plus les risques étaient grands que sa passivité constitue le facteur déclenchant d'une correction que personne n'était sûr de pouvoir contrôler.

Dans ce contexte, au cours des mois de septembre et octobre, s'est engagée une ré appréciation globale du risque par les acteurs de marché. La fuite vers la sécurité (Flight to safety) a succédé à la fuite vers la qualité. D'amples mouvements de portefeuille ont privilégié les titres publics les plus liquides et bénéficiant des meilleures signatures (Flight to safe liquidity), et délaissé les actions (temporairement) et les titres obligataires privés ou publics bénéficiant de moins bonnes signatures. Ce phénomène particulièrement visible aux États Unis, mais aussi dans une moindre mesure en Europe, a pris de revers certains acteurs s'appuyant sur de forts effets de leviers, et a nourri le phénomène de "repli sur ses bases". Ce type de comportement traduit le 25 septembre

1998 la faillite du fond spéculatif LTCM (Long Term Capital Management) sauvé par une perfusion de 3,5 milliards de dollars des banques internationales.

La remontée du yen à partir de septembre 1998 est d'abord liée à l'élévation du risque sur d'autres marchés, après l'effondrement du rouble et de Wall Street. Ensuite le déficit courant record des États Unis et la baisse de leurs perspectives de croissance ont conforté cette tendance. La violence de l'ajustement observé peut s'expliquer par plusieurs facteurs de nature financière. Tout d'abord, le défaut du fonds américain LTCM a fait prendre conscience du risque systémique porté par ces institutions, provoquant de fortes tensions sur la liquidité des marchés obligataires américains et accentuant la baisse du dollar. De plus, certains de ces fonds dégageant de très forts effets de levier par l'utilisation d'emprunts en yens à taux flottants et à échéance courte (yen carry trade), le retournement du yen a déclenché des dénouements de positions en chaîne fortement déstabilisateurs. Enfin, la violence de l'ajustement s'explique par l'aléa moral qui affecte le comportement des banques. Alors que celles-ci sont globalement illiquides et insolvables, elles ont tenté de redresser leur situation en gonflant leur portefeuille international principalement en dollars ; et lors du retournement du yen, elles ont massivement inversé leurs positions en vendant des dollars à terme.

### PARTIE III : DE NOUVELLES REGULATIONS NECESSAIRES

La traversée sereine des crises de 1997 et 1998 par certains pays en développement ou émergents relativement fermés aux capitaux extérieurs comme la Chine, l'Inde ou la Malaisie laisse parfois penser que l'accès à l'OCDE et à la mondialisation des échanges est en soi facteur de difficultés économiques pour le monde en développement, et qu'il pourrait être bénéfique de revenir sur cette évolution.

Mais, outre que cela serait renoncer aux aspects bénéfiques de l'internationalisation des échanges, il est hautement improbable qu'une telle action à rebours de l'économie mondiale soit possible. Car les pays qui décident de refermer leur économie sont contraints de renoncer aux biens et services qu'ils ne produisent pas et ne sauraient pas nécessairement fabriquer à un coût acceptable pour leur population, ainsi qu'aux capitaux extérieurs dont ils peuvent avoir besoin pour financer leur développement. Tout concourt au contraire à une intensification des flux d'échanges économiques et financiers à travers le monde, avec, au premier chef, le développement des techniques de transport et de communication.

Toutefois, si la mondialisation est inéluctable et profitable, il ne relève pas de la nécessité qu'elle soit anarchique. Elle peut être contrôlée, elle peut être régulée : il appartient à la communauté internationale qu'il en soit ainsi. Il lui appartient de mettre en place des garde-fous, des régulateurs, c'est-à-dire des outils qui permettent d'en éviter les effets excessifs ou pervers

illustrés dans la partie précédente.

## A. LES LIMITES DES DISPOSITIFS ACTUELS

Le système financier et monétaire international s'est construit autour de deux polices complémentaires : les organisations internationales, principalement celles de Bretton Woods, et un corpus de normes propres à unifier les pratiques de supervision financière et bancaire. Or ces deux garants de l'équilibre font aujourd'hui la preuve de leurs limites, montrant la nécessité d'une nouvelle régulation.

### 1. LE FMI : UNE ACTION CONTRAINTE ET CONTRASTÉE

a. Un rôle limité à la résorption des déséquilibres de la balance des paiements.

Le Fonds monétaire international est une institution centrale du système monétaire international défini par la conférence de Bretton Woods. Ses missions ont cependant considérablement évolué au cours des trente dernières années. Le FMI a en effet été créé dans le but de réguler le système monétaire international de changes fixes, et de mettre fin aux fréquentes dévaluations compétitives utilisées au cours des années trente. Or, le démantèlement du système monétaire international fondé sur la fixité des taux de change au début des années soixante-dix a modifié de manière fondamentale son rôle, qui demeure cependant essentiel à la stabilité du système monétaire international.

Le FMI est devenu un instrument de régulation financière et d'aide aux pays en développement, chargé de permettre à ces pays de surmonter des crises temporaires de financement de leur déficit de la balance des paiements. L'action du FMI consiste ainsi à prêter de l'argent aux pays connaissant ce type de difficultés, à condition que ceux-ci mettent en œuvre des politiques appropriées pour parvenir à l'équilibre de leur balance des paiements. La limitation du capital du FMI implique que les prêts aient une durée réduite, afin de disposer constamment des financements nécessaires pour venir en aide aux pays en crise.

b. L'action du FMI est contrainte par une obligation de prudence.

L'action du FMI est contrainte par une obligation de prudence dans l'appréciation des situations financières des pays et par rapport aux signaux qu'il est susceptible de délivrer aux marchés financiers. Lorsque le FMI considère qu'une crise va survenir, celle-ci ne se produit pas nécessairement. Cependant, il doit veiller, en émettant ses avertissements, à ne pas aggraver la situation qu'il dénonce, en confirmant les doutes et les réserves des marchés financiers. Ce risque d'" anticipation auto réalisatrice " constitue une limite constante à l'action du FMI, qui risque de jouer le rôle d'un " pompier pyromane ", qui allumerait le feu en tentant d'éteindre les braises des déséquilibres en formation. Le rôle du FMI dans la surveillance des économies et la prévention des crises est rendu particulièrement délicat par l'influence de ses appréciations sur les anticipations des marchés financiers. Les critiques portent donc aussi bien sur l'absence de

signaux d'alarme délivrés par l'institution, que sur l'effet dévastateur que peuvent avoir ceux-ci sur les pays en situation de fragilité.

c. La mise en œuvre des politiques d'ajustement par les gouvernements nationaux est une contrainte.

Les limites de l'action du FMI dans la prévention des crises sont liées notamment à l'action des gouvernements, compte tenu du respect du principe de souveraineté des Etats. Les crises financières peuvent avoir une origine politique, qu'il n'est pas facile de prévoir. Le FMI n'est pas toujours écouté par les gouvernements lorsqu'il émet des avertissements quant à la possibilité ou à l'imminence d'une crise.

L'action du FMI est fortement dépendante de la volonté politique des gouvernements des pays qui subissent une situation de crise, et ce, à toutes les étapes de son intervention. Le FMI ne peut agir que quand les gouvernements en font la demande. Or, ceux-ci ne font souvent appel au FMI que lorsque la situation apparaît impossible à maîtriser sans un soutien financier important. A propos de la crise en Asie, Michel Camdessus rappelait ainsi en 1998 que " la surprise n'a pas été moindre pour les pays eux-mêmes que pour les opérateurs sur les marchés. Quelque peu grisés par de longues années de succès, ils en ont ignoré les prémisses autant que les avertissements qui leur venaient de l'extérieur. Ce syndrome du déni est pour beaucoup dans l'ampleur des sinistres auxquels il leur a fallu faire face quand ils se sont enfin décidé - trop tard ! - chacun à leur tour, à appeler à l'aide le FMI et la communauté internationale. "Or, le FMI ne dispose pas de la même vitesse de réaction que les marchés financiers, du fait de son statut d'institution internationale.

L'action du FMI est également limitée par la mise en œuvre par les Etats des réformes nécessaires à la résorption de leurs déséquilibres financiers. En effet, il ne peut se substituer à l'action de l'administration, notamment dans le domaine fiscal, et ne peut contrôler sur le terrain les engagements pris par les gouvernements. Enfin, il reste tributaire, à l'ensemble des stades de son intervention, de l'information qui lui est communiquée par les autorités nationales.

Une des clés de la résolution des crises financières est l'implication du secteur privé. Or, le FMI ne dispose d'aucun pouvoir de contrainte à l'égard du secteur privé, et ne peut que s'en remettre aux gouvernements des Etats pour mettre en œuvre les conditions de sortie de crise. Il ne peut contraindre, par exemple, les banques et établissements de crédit à maintenir leurs fonds dans un pays. De plus, ses interventions peuvent emporter des effets pervers et renforcer les déséquilibres : dès lors que les interventions du FMI sont anticipées par les marchés financiers, ceux-ci sont incités à sous-évaluer le risque des placements, et à renforcer ainsi les facteurs même qui justifient son intervention. Les modalités d'action du FMI ont été critiquées après la crise asiatique, les soutiens financiers aux pays en difficulté servant essentiellement à rembourser les capitaux privés, et incitant ceux-ci à des prises de risque excessives dans les pays émergents.

Enfin, l'analyse des situations économiques et les interventions financières du FMI ne prennent pas nécessairement en compte la dimension systémique des problèmes, car elle s'effectue pays par pays.

d. Le coût social des mesures d'ajustement prônées par le FMI constitue un dilemme majeur pour cette institution.

Les politiques d'ajustement prônées par le FMI impliquent une forte réduction des dépenses budgétaires et ont un effet récessif inévitable sur les économies des pays émergents confrontées à un problème de financement de leur balance des paiements.

Les préconisations de rigueur du FMI en matière de politique budgétaire et monétaire ont conduit en Asie notamment à une forte élévation du niveau des taux d'intérêt, qui a provoqué la faillite de nombreuses entreprises fortement endettées, et sont sans doute partiellement responsables des troubles politiques et sociaux en Indonésie. Selon Joseph Stiglitz, principal économiste de la Banque mondiale, le FMI aurait imposé une politique budgétaire et fiscale trop rigide et contraignante à l'ensemble des pays d'Asie en crise, alors que les politiques menées en la matière ne peuvent être tenues pour responsables de l'émergence de cette crise.

De nombreux hommes politiques et économistes ont souligné les effets désastreux des politiques macro-économiques imposées par le FMI sur les niveaux de vie des pays en voie de développement. La prise en compte de ces critiques a conduit le FMI à mener des politiques d'ajustement " à visage humain ", en élargissant la gamme des prêts accordés aux pays en voie de développement. Cet infléchissement de la politique du FMI a conduit celui-ci à s'intéresser davantage aux réformes structurelles et aux conséquences sociales des politiques d'ajustement mises en œuvre dans ces pays.

L'élargissement du champ d'action du FMI l'a amené à interférer avec les compétences de la Banque mondiale, et à faire apparaître ces deux institutions comme concurrentes davantage que comme complémentaires. La Banque mondiale a en effet considéré que la FMI tendait à mettre en œuvre des conditions qui entraient dans son champ de compétence, sans l'associer à leur définition.

## 2. LA BANQUE MONDIALE : UNE COORDINATION INSUFFISANTE AVEC LES AUTRES INSTITUTIONS

Le système de Bretton Woods était conçu de manière complémentaire. Alors que le Fonds monétaire international devait traiter les questions de balance des paiements et assurer leur équilibre, la Banque mondiale se voyait confier la responsabilité de la reconstruction et du développement. D'une certaine manière, elle aidait les pays à se développer, réduisait la pauvreté dans le monde et accordait des crédits aux pays membres du FMI. Parallèlement, des banques régionales spécialisées ont vu le jour, en Amérique (la Banque interaméricaine du développement - BID), en Asie (la Banque asiatique de développement) et en Afrique (la Banque africaine de développement). Celles-ci ont le même objectif de développement économique, dans leur zone.

En réalité, le FMI et la Banque mondiale se sont longtemps développés selon des logiques indépendantes. Le premier a mis en place ses propres instruments financiers tandis que la seconde développait ses modèles économiques sur des hypothèses différentes de celles utilisées par le Fonds. Des dysfonctionnements forts ont existé et peuvent demeurer. Le premier réside dans le maintien, à un niveau très important, d'aides sous forme de prêts d'ajustement structurel de la

Banque mondiale dont on ne voit pas toujours ce qui les distingue des actions du FMI. Ceci est d'autant plus source d'inefficacité quand ils interviennent dans le secteur financier, domaine de compétences partagées. Le second renvoie à la possibilité de divergences de diagnostic ou de conditionnalité. Par ailleurs, ces institutions ont pu apparaître parfois comme bien trop cloisonnées, la Banque mondiale ne s'ouvrant pas aux questions de surveillance bancaire et le FMI restant réticent à sortir des concepts de stabilisation macro-économique pour entrer dans une logique de développement. Souvent, la Banque mondiale a pu considérer que le FMI proposait des solutions qui l'impliquaient sans pour autant l'associer à leur élaboration.

La crise asiatique a permis de mettre en place des mécanismes de coordination et de répartition des rôles entre les deux institutions. Elles se sont accordées sur un partage des compétences en matière financière, avec la création d'un comité de liaison assurant une information régulière des activités de chacune. Outre le développement des missions conjointes (les fameuses reviews), les institutions se sont accordées sur la possibilité pour le dirigeant de chacune de participer pleinement aux réunions du comité intérimaire (FMI) et du comité de développement (Banque mondiale). Progressivement, une meilleure coordination se met donc en place.

Le FMI, la Banque mondiale et les banques régionales de développement ont ainsi des missions différentes mais sont contraints d'agir de concert. Le Fonds délivre une aide budgétaire globale à un Etat ; la Banque finance des programmes d'amélioration des conditions de vie, de développement des systèmes de santé et d'éducation ; les banques régionales s'inscrivent dans une logique de projets, la plupart du temps structurants pour l'espace régional. Cependant ces trois formes d'aide interviennent dans un contexte commun et devraient donc découler d'un diagnostic commun ; de même, elles supposent la réunion de conditions dont les plus importantes (réformes structurelles, cadre législatif, privatisations, blocage des salaires, abandon du soutien des prix, réduction du nombre de fonctionnaires, etc.) font partie des compétences communes aux trois institutions.

### 3. LES LIMITES RENCONTRÉES PAR L'INTERVENTION DES AUTRES INSTITUTIONS INTERNATIONALES

#### a. Les limites de l'action et de la légitimité de la Banque des règlements internationaux.

La Banque des règlements internationaux est compétente en matière de supervision bancaire. L'action de cette institution est cependant limitée par ses statuts, notamment l'absence de moyens de contrainte appropriés. En effet, le FMI dispose de la conditionnalité des aides pour obliger un pays à modifier les conditions macro-économiques des pays, tandis que la BRI ne dispose pas des moyens de contraindre les pays à mettre en œuvre ses recommandations en matière de gestion bancaire. De plus, la BRI souffre de l'absence en son sein de nombreux pays, même si des pays émergents rejoignent désormais cette institution (neuf banques centrales de pays émergents y ont adhéré en 1996). Sa légitimité repose cependant sur une plus grande ouverture aux pays émergents, afin que les recommandations et les réglementations émanant de la BRI prennent une dimension universelle, et dépassent le cadre des pays de l'OCDE. Enfin, le consensus nécessaire à

son fonctionnement constitue un obstacle sérieux au développement de son rôle dans la régulation financière internationale.

b. Les instances de supervision et de concertation : un rôle limité par leur objet.

Plusieurs organisations internationales sectorielles sont en charge d'édicter des règlements et d'émettre des recommandations afin d'assurer le bon fonctionnement des institutions financières dont elles exercent la supervision. Il s'agit notamment du Comité de Bâle pour les banques, de l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (IAIS en anglais), pour le secteur des assurances, et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), dont le siège est à Montréal. L'action de ces organisations est essentielle pour la définition des réglementations et l'établissement de codes de bonne conduite, qui sont mis en œuvre dans les pays membres par les autorités nationales. Cependant, leur rôle est limité par leur objet, et la compartimentation des compétences selon le type d'institution financière, ainsi que par leur influence limitée sur les pratiques des pays émergents. Les standards fixés par ces institutions sont en effet applicables aux pays développés qui disposent d'un secteur financier structuré et déréglementé, et ne répondent généralement pas aux besoins des pays émergents.

L'augmentation de la fréquence et de la taille des sinistres financiers a suscité l'inquiétude des organismes de réglementation, qui se sont interrogés sur l'opportunité d'une réglementation accrue. De nombreuses instances de supervision et de concertation regroupent des autorités des pays industrialisés, notamment le Groupe des Trente (G 30), le Comité de Bâle, et l'IAIS. L'IAIS et l'OICV ont fondé en 1996 un forum commun sur les conglomérats financiers, sous l'égide du Comité de supervision bancaire, situé à Bâle. Ce forum a étudié les modalités d'une plus grande coordination afin d'aboutir à la définition de principes communs de supervision des institutions financières.

## B. LES LIMITES DE LA SUPERVISION FINANCIÈRE ET BANCAIRE

Le développement, dans un contexte économique et financier fragile, de pratiques individuelles risquées de la part des intermédiaires financiers mais surtout bancaires a constitué un facteur puissant des dernières crises financières. De façon plus générale, la plupart des crises de cette nature révèlent a posteriori des comportements individuels inadaptés. Mais, dans ce domaine, comme dans bien d'autres, les leçons de l'histoire tardent à produire les adaptations dont celle-ci révèle pourtant la nécessité. Il reste donc indispensable de mettre en place des instruments permettant de prévenir les comportements susceptibles d'apporter des désordres majeurs.

Les différentes crises financières récentes ont démontré la faiblesse des contrôles internes mis en œuvre par les intermédiaires financiers et les établissements de crédit. Même s'il ne peut être généralisé, ce constat ne saurait être sérieusement contesté. Il ne manque pas d'être préoccupant au vu des nombreuses recommandations et dispositions réglementaires adoptées pour promouvoir un meilleur contrôle interne.

Ces déficiences appellent un renforcement de la supervision émanant d'organismes extérieurs, en bref du contrôle externe.

## 1. LES DÉFAILLANCES DANS LA MAÎTRISE DES RISQUES

a. Les crises financières récentes révèlent une exposition excessive aux risques de la part de certains acteurs.

La plupart des crises financières récentes ont été engendrées par les défaillances, le plus souvent constatées ex-post, dans la maîtrise des risques par les acteurs de marché. Elles se distinguent en cela des crises financières et monétaires internationales précédentes qui étaient suscitées par des déséquilibres macroéconomiques ou des chocs monétaires. C'est une caractéristique naturelle des métiers financiers que cette exposition à des risques. Elle est d'ailleurs heureuse et souhaitable puisqu'elle alimente des progrès économiques. Elle s'est sans doute accentuée ces dernières années sous le double effet de l'intensification des exigences de retour sur fonds propres et de l'atténuation des marges sur les taux d'intérêt encaissées par les banques. Cependant, un défaut de maîtrise de leurs risques de la part des acteurs de marché constitue une grave source d'instabilité. On peut classer les risques en deux types principaux :

- Le risque systémique

Par risque systémique, on entend les menaces potentielles que les risques pris par les différents acteurs financiers peuvent faire peser sur la stabilité du système financier dans son ensemble. Parmi les facteurs potentiels de risque systémique figurent :

-L'instabilité du volume des dépôts dans les établissements bancaires non réglementés, du fait de la vulnérabilité des banques à des ruées sur dépôts et à un manque de liquidité.

- Les risques liés au système de paiement qui peuvent se manifester lorsqu'un opérateur important ne satisfait pas à ses obligations de compensation.

- Des stratégies d'arbitrage déstabilisatrices, les marchés des actifs risquent d'être déstabilisés si un nombre suffisant d'opérateurs adoptent des stratégies d'arbitrage programmées sur ordinateur ou des opérations de couverture dynamique.

- L'asymétrie d'information

La théorie de l'asymétrie d'information indique que sur les marchés financiers, les emprunteurs ont de leur situation une connaissance toujours meilleure que celle dont peuvent disposer leurs prêteurs, surtout si ceux-ci sont nombreux.

Faute de pouvoir distinguer entre bons et mauvais emprunteurs, les prêteurs exigent des primes de risque qui reflètent la qualité moyenne des risques. La crainte de sélectionner les mauvais risques peut les conduire à rationner les quantités. Cette propension au rationnement sera exacerbée si les taux d'intérêts diminuent, si l'incertitude augmente, ou encore si les emprunteurs ont de faibles fonds propres. En effet, moins les emprunteurs disposent de fonds propres, plus ils sont enclins à

prendre des risques élevés, puisqu'ils ne supportent qu'une toute petite partie des pertes éventuelles.

En fait, sous le terme générique de l'asymétrie d'information sont regroupés souvent divers problèmes comme ceux du manque de transparence, des mécanismes d'anticipations auto-réalisatrices, ou du développement d'emballlements mimétiques et de comportements moutonniers.

Il paraît donc indispensable de créer des institutions chargées de la surveillance des informations, le problème de l'asymétrie d'information pouvant être résolu par la publication réglementée de l'information.

## 2. LES INSUFFISANCES DU CONTRÔLE INTERNE

Le contrôle des opérations bancaires et financières est au cœur de la régulation financière internationale. Dans ces conditions, il n'est pas surprenant que le contrôle interne apparaisse comme le dispositif fondamental d'un monde financier plus stable. Les différentes crises monétaires et financières témoignent systématiquement de défaillances graves de cette catégorie de contrôles de gestion, ce qui justifie pleinement le raffinement de la réflexion et de la législation sur le contrôle interne au sein des intermédiaires bancaires et financiers. Mais, le passage des intentions ou des réglementations à un contrôle interne systématique et effectif est susceptible de rencontrer de graves résistances et se heurte à un dilemme systémique, le risque d'irresponsabilité.

### a. Le développement des règles concernant le contrôle interne.

La volonté de développer les contrôles internes a connu dernièrement un regain de vitalité dont témoigne de façon très illustrative les travaux menés par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, comité qui, au sein de la BRI, constitue, autour des hauts représentants des autorités de contrôle et des banques centrales du groupe des Dix, l'enceinte d'élaboration de la réglementation bancaire. D'emblée, le Comité place ses recommandations au cœur des efforts engagés pour améliorer le contrôle des banques et les présente comme susceptibles d'être utilisées par les superviseurs extérieurs pour évaluer les contrôles internes des établissements financiers.

Selon le Comité, les contrôles internes doivent permettre de s'assurer de la qualité de la gestion bancaire dans une perspective de long terme mais aussi du respect par les banques des réglementations d'intérêt général. Cela recouvre les champs suivants :

-Répartition des responsabilités et diffusion de la culture de contrôle

-Les activités de contrôle :

Celles-ci doivent faire intégralement partie des opérations quotidiennes de la banque et doivent inclure : des examens à haut niveau, un contrôle approprié de chaque département ou division, des contrôles physiques, un système précis d'approbation et de délégation, un système rigoureux de vérification.

-L'information et la communication :

Les directions des services doivent s'assurer de la disponibilité des données opérationnelles et financières internes et de leur exhaustivité. Une même solution s'impose s'agissant des données pertinentes concernant l'environnement extérieur. L'information doit être digne de confiance, à jour et accessible.

-L'évaluation des systèmes de contrôle interne par les autorités de supervision :

Les superviseurs doivent exiger des banques, quelle que soit leur taille, qu'elles disposent d'un système efficace de contrôle interne adapté à leur situation de risques et à la nature et à la complexité de leur activité. En cas de défaillance des banques sur ce point, les superviseurs doivent entreprendre des actions afin d'obtenir une amélioration immédiate de la situation

### 3. LES INSUFFISANCES DU CONTRÔLE EXTÉRIEUR

La communauté financière internationale a largement reconnu les insuffisances du cadre des contrôles externes portant sur les agents financiers

a. Des dispositifs prudentiels incomplets ou inadaptés.

- Les insuffisances du ratio Cooke

La première d'entre elle est relative à la couverture des engagements des banques par leurs fonds propres. Il existe en la matière une norme internationale depuis l'accord de Bâle de 1988 dénommée " ratio Cooke " du nom du président du Comité de Bâle sur la supervision bancaire de l'époque.

Initialement destiné à limiter l'exposition aux risques de crédit, puis amendé pour tenir compte des risques de marché, l'accord consiste à exiger que les engagements des banques ayant une activité internationale significative soient couverts par un minimum de fonds propres. Le ratio de couverture des risques est calculé en rapportant les éléments constitutifs des capitaux propres des intermédiaires à un encours d'engagements, lui-même calculé à partir de pondérations diverses des risques en fonction de leur nature.

Il faut aussi mettre en évidence les problèmes posés par l'adaptation de la norme de couverture à la sophistication des opérations financières des banques. Les innovations financières ont, par exemple, engendré une diversification des sources de financement des établissements bancaires assimilées parfois à tort comme des fonds propres. Il en est allé ainsi par exemple pour des titres libellés le plus souvent en monnaie étrangère comportant de la part de leurs souscripteurs des engagements financiers conditionnels. Ces innovations ont conduit le Comité de Bâle à préciser les conditions à retenir pour déterminer les fonds propres des banques.

Les innovations financières se sont également considérablement développées du côté des engagements. Elles offrent une large gamme d'opportunités pour échapper aux contraintes du ratio Cooke. Une pratique courante consiste par exemple à regrouper un ensemble de prêts

pour les transformer en titres de créances cessibles à des investisseurs actifs sur le marché. La titrisation permet en effet aux banques de " formater " leurs engagements de telle sorte que leurs obligations d'immobilisation de capitaux propres soient minimisées au regard du ratio Cooke.

Cette véritable course entre les innovations financières et les garants de la règle de fonds propres témoigne peut être d'une certaine réticence des promoteurs des premières à se plier aux disciplines prudentielles, réticence compréhensible lorsque leurs défauts sont établis. Mais, elle constitue surtout un véritable défi pour les régulateurs.

Il faut aussi souligner que le ratio Cooke tel qu'il est aujourd'hui défini ne va pas sans poser de problèmes au regard de son objectif primordial qui est d'assurer la viabilité des banques.

Deux défauts majeurs doivent être distingués.

-Il apparaît d'abord que l'application du ratio est susceptible de créer des coûts d'opportunité altérant la rentabilité des banques et de nature à limiter l'accès au crédit.

-Mais il apparaît également que l'insuffisante diversification des pondérations utilisées pour mesurer les risques conduit à mésestimer les dangers de certains engagements.

- Les règles comptables

Il faut d'abord citer, car cette question est étroitement liée à celle de la couverture des engagements par les fonds propres, les difficultés considérables qui résultent du défaut d'harmonisation des règles comptables et de certaines pratiques couramment observées en ce domaine, malgré l'existence des normes comptables élaborées par l'International Accounting Standards Committee. La diversité des pratiques comptables remet en cause l'homogénéité de l'impact du ratio Cooke. Il ne s'agit pas en soi d'un problème prudentiel mais plutôt d'une question concernant l'égalité de traitement des établissements bancaires

Il faut donc procéder à une harmonisation internationale des règles comptables plus effective et relever le niveau des exigences prudentielles en la matière.

- Le champ des réglementations prudentielles

Le champ des règles prudentielles constitue une autre faiblesse du monde financier contemporain. L'essor d'entités exerçant concurremment plusieurs métiers, la banque, le titre mais aussi l'assurance, ne s'est pas accompagné d'un effort conceptuel et normatif suffisant pour donner naissance à des règles prudentielles adaptées à ces nouveaux intervenants. Les réglementations prudentielles propres à chacune de ces activités se sont développées dans le cadre d'enceintes qui leur sont propres avec, au niveau international : l'International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) pour les contrôleurs des marchés financiers, le Comité de Bâle pour les banques et l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) pour les assurances.

De nombreux autres intervenants financiers apparaissent en outre mal - voire nullement - couverts : les hedge funds et les transactions sur Internet en constituent deux illustrations importantes.

Enfin, et surtout, le champ géographique de la réglementation prudentielle pose le problème crucial de son harmonisation internationale. En l'état, les enceintes internationales - BRI, Union européenne... - où sont élaborées les règles prudentielles regroupent un petit nombre de pays développés, ce qui facilite la formation des règles mais limite probablement leur rayonnement, l'acceptation de ces règles par les pays tiers étant d'autant moins acquise qu'ils ne participent pas à leur définition.

A cela s'ajoute le fait que, construites sur la base du consensus, lesdites règles représentent le plus souvent des compromis minimaux qui ne sont probablement pas adaptés à la variété des situations locales. Il est certes loisible à chacun de mettre en place des règles prudentielles plus strictes mais cette latitude n'est que fort peu séduisante pour les autorités nationales.

#### b. Les défauts d'organisation du contrôle externe

En dépit de l'édiction de normes de bonnes pratiques de contrôle externe, les diagnostics convergent pour attribuer aux défaillances de la supervision externe une responsabilité importante dans les crises financières les plus récentes.

Pour l'essentiel, les explications avancées de ce dernier point de vue consistent à mettre en évidence le manque général de moyens conférés aux organes de contrôle, caractéristique particulièrement soulignée dans le cas des pays émergents. D'après le rapport de l'OCDE de juin 99 " les organismes de contrôle avaient souvent des pouvoirs limités dans les économies émergentes, et les pénalités imposées en cas de non-respect de la réglementation étaient généralement peu élevées. Cette situation était due à plusieurs facteurs : le caractère informel des liens entre entreprises (notamment en Asie) et le flou qui entourait les droits de propriété, rendant difficile une estimation de l'importance des prêts à des entités apparentées ; des contraintes de ressources se traduisant par de rares inspections sur place et par un contrôle minimal de l'évaluation des risques de crédit ; le poids limité des organismes de contrôle dans l'administration publique, par comparaison avec celui des organismes chargés de la politique à l'égard du secteur des entreprises ; le fait qu'il était difficile, sur le plan politique, d'amener les entreprises à constituer des provisions pour faire face à une modification éventuelle de la politique officielle (modification de la politique de taux de change annoncée, par exemple) ".

Mais, ce diagnostic ne semble pas devoir être réservé à la situation des pays émergents puisque aussi bien, les créances douteuses des banques localisées dans les pays avancés se sont-elles aussi accumulées. D'ailleurs la Banque des règlements internationaux n'exclut pas explicitement les organes de contrôle externe des pays avancés lorsqu'elle observe : " La prévention des crises exige, par-dessus tout, un système financier domestique solide. Alors que les principes de base de la supervision bancaire édictés par le Comité de Bâle fournissent un point d'appui crucial pour des améliorations en ce domaine, leur mise en œuvre constitue un défi. Il y a actuellement dans les banques et dans les agences de supervision une grande pénurie de personnels qualifiés qui réclamera un effort de formation significatif exigeant de la durée et des ressources considérables. Une difficulté encore plus difficile devra être éliminée avec les résistances politiques de ceux qui ont jusqu'à présent bénéficié du système."

Les missions de contrôle externe sont compliquées par la sophistication des flux financiers et leur internationalisation constitue en soi un défi majeur pour des contrôleurs qui sont, eux,

restés nationaux.

Les capacités des contrôleurs nationaux à accéder à toutes les données pertinentes s'en trouvent réduites. Sans doute des obligations de consolidation comptable sont-elles posées ; sans doute des systèmes de coopération entre contrôleurs sont-ils institués ; sans doute des clauses de reconnaissance mutuelle entre contrôleurs sont-elles prévues. Pourtant, aucun de ces dispositifs ne peut garantir entièrement contre une mauvaise appréciation de la dimension internationale de l'activité d'un établissement soumis au contrôle d'une instance strictement nationale.

Les obligations de consolidation peuvent être contournées et les organes de contrôle, limités par le champ géographique de leurs compétences, sont mal à même d'en vérifier la bonne application. Les systèmes de coopération internationale entre contrôleurs sont inégalement efficaces, ne serait-ce que parce qu'aucune instance d'arbitrage n'existe réellement pour en assurer un fonctionnement harmonieux. La reconnaissance mutuelle entre contrôleurs est assise sur la fiction d'une homogénéité des pratiques et des exigences des contrôleurs.

Ces vulnérabilités sont amplifiées par la diversification des risques. Les acteurs se diversifient et certains échappent à tout contrôle, à l'image de certains hedge funds ou des opérateurs sur internet. Les produits financiers se multiplient et les contrôleurs sont mis en demeure de s'adapter aux progrès constants de l'ingénierie financière. Les risques deviennent multiformes et appellent une diversification des compétences des contrôleurs qui ne doivent plus seulement maîtriser les savoirs bancaires et financiers, mais aussi les techniques de gestion et de management et les environnements juridiques. Un exemple parmi d'autres de ces risques juridiques peut être cité avec les déboires d'Altus - ex filiale du Crédit lyonnais - confronté à la législation californienne sur les banques et les assurances, déboires que la Commission bancaire n'avait, de toute évidence, pas les moyens de prévenir.

## C. LES PROPOSITIONS POUR AMÉLIORER LA RÉGULATION MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE INTERNATIONALE

En 1945, la puissance économique et financière était centralisée en Amérique du Nord. La négociation collective sur le système de Bretton Woods fut grandement facilitée par la présence d'une économie et d'une monnaie dominante et l'absence quasi totale (la BRI faisant exception) d'institutions internationales compétentes dans le domaine économique et financier. Près de soixante ans plus tard, la planète économique et financière a éclaté, les instances de décision se sont multipliées et les intérêts ne convergent plus nécessairement. Il paraît ainsi inenvisageable de reproduire une conférence mondiale du type de celle de Bretton Woods. Le nouveau système monétaire et financier international sera le fruit de concertations diverses et non pas d'un traité unique. D'après l'allocution du président Jacques Chirac en février 1999 prononcée à l'occasion de sa visite aux institutions de Bretton Woods " il faut d'abord mettre en œuvre de bonnes politiques économiques dans chacun de nos Etats. C'est un préalable. Mais il faut aussi renforcer les obligations des Etats et des institutions financières internationales en matière de transparence. Il faut accroître nos capacités de prévention des crises. Il faut adopter un vrai 'code de la route'

pour la circulation des capitaux, un code qui s'applique à tous, y compris aux fonds d'investissement spéculatifs et aux centres " offshore " ”.

## 1. REFORMER LES INSTITUTIONS DE BRETTON WOODS

### a. Il faut leur conférer davantage de légitimité politique.

Le procès en légitimité recouvre deux volets : le niveau de représentation des Etats aux instances de direction et le mode de représentation des pays les plus pauvres. La Banque mondiale et le Fonds monétaire international devraient agir en fonction des décisions de leurs actionnaires, c'est-à-dire des Etats. Or force est de constater qu'aujourd'hui les instances de direction ne se réunissent jamais à un niveau politique et toujours à un niveau technique. Alors que les statuts du Fonds en prévoient la possibilité, il n'y a jamais eu de réunion du comité intérimaire du FMI au niveau ministériel. Il faut réformer cette instance et prévoir des réunions régulières des ministres compétents avec pouvoir de décision et d'étendre cette réforme au comité de développement de la Banque mondiale. A côté des conseils d'administration, les ministres donneraient ainsi les impulsions nécessaires et assureraient le contrôle démocratique des décisions. Par ailleurs, le président Chirac a indiqué le souhait de la France de voir mieux associés les pays les plus pauvres à la prise de décision.

### b. Il faut recentrer les institutions sur de strictes missions.

Le FMI devrait ainsi agir seulement sous la forme de prêts de liquidités à court terme et ne plus intervenir en matière de soutien à long terme aux pays en voie de développement. Il jouerait vis-à-vis d'eux le rôle de prêteur en dernier ressort. Ces prêts d'urgence se feraient à taux de marché et ne bénéficieraient qu'à ceux ayant déjà des institutions saines et efficaces, condition assouplie en cas de risque systémique. Les pays éligibles offriraient une totale liberté aux institutions financières étrangères pour intervenir sur leurs marchés, et publieraient régulièrement des données sur leur dette publique et leur balance des paiements. Le FMI doit promouvoir une réforme fiscale pour s'assurer que les ressources ainsi attribuées ne soutiennent pas des " politiques budgétaires irresponsables ". Il abandonnerait ses autres fonctions, apparues depuis les années soixante-dix, comme la gestion des crises financières internationales, les concours aux pays en développement, le conseil économique aux nations et la collecte des données économiques. Quant aux Etats bénéficiaires des concours du FMI, ils devront abandonner tout système de peg ou de taux de change flottant pour retenir un « currency board » ou la dollarisation de leur économie. La Banque mondiale subit une sévère critique sur l'efficacité de ses interventions : le taux d'échec s'élève à 73 % pour l'Afrique par exemple. Il ne faut plus la laisser faire que des prêts aux pays n'ayant pas accès aux marchés financiers, en tout cas ayant un revenu annuel en dessous de 4.000 dollars par habitant. Elle devra se concentrer sur l'Afrique et laisser l'Asie et les Amériques à leurs structures régionales. Tout prêt sera conditionné à la mise en place de réformes institutionnelles et politiques, avec un contrôle régulier d'auditeurs internationaux indépendants des prêteurs comme des emprunteurs. En matière de santé et d'éducation, l'agence pourra préférer l'attribution directe de dons (" grants and not loans ").

Il faut rétablir la cohérence entre Banque mondiale et banques régionales de développement, ces dernières étant accusées de concurrencer la première en matière d'appels de fonds, de choix des pays aidés et de détermination des projets. Il est souhaitable de les transformer en centre

d'assistance technique et de conseils et en promoteur des investissements privés dans les pays les plus pauvres. La BRI conserve son rôle traditionnel de formulation des standards financiers, tels que les ratios de solvabilité, mis en œuvre ensuite au plan national.

c. Les réformes engagées par les institutions elles-mêmes : une meilleure coordination des actions.

La crise financière internationale a eu pour conséquence d'inciter le FMI et la Banque mondiale à réfléchir sur leur propre évolution. Les deux structures se sont d'abord attachées à améliorer la coordination de leurs interventions. Elles se sont entendues sur une délimitation de leur champ d'action commun en matière financière. Elles ont développé leurs missions conjointes d'expertise. Elles ont ouvert les portes de leur organe de décision à la direction de l'autre institution. La Banque mondiale a repris à son compte le concept de bonne gouvernance en cherchant à améliorer le suivi de ses opérations, et à n'accorder de nouveaux soutiens qu'en fonction du respect de programmes de réformes durables correspondant aux critères, par ailleurs encore très imprécis, de la bonne gouvernance.

## 2. ACCROITRE LA SUPERVISION BANCAIRE

a. Améliorer les règles prudentielles.

Cette amélioration des règles prudentielles repose sur trois volets : le dépassement de la séparation entre les aspects micro et macro prudentiels, le renforcement de la coopération internationale et l'amélioration de l'intégration des marchés émergents à ces recommandations. Les pistes d'amélioration sont nombreuses : identification des facteurs de vulnérabilité, prévention des risques systémiques, développement de standards internationaux, élaboration de codes de bonne conduite, amélioration de la supervision financière au-delà des cadres nationaux, élaboration d'indicateurs d'alerte et de procédures de coordination entre régulateurs, renforcement et encouragement du recours aux bonnes pratiques comptables et d'analyse du risque.

Les points clefs sont :

-la réaffirmation d'une exigence minimale de fonds propres,

- une surveillance prudentielle et la soumission des banques à une discipline de marché.

-L'obligation pour les banques de disposer d'un ratio de solvabilité (engagements sur fonds propres) d'au moins 8 %.

Pour favoriser la transparence et la discipline effective des marchés, le comité de Bâle suggère la publication régulière par les banques d'informations sur la composition qualitative et quantitative de leurs fonds propres et de leurs risques. Il évoque aussi la création d'un système commun de notation interne des banques en raison des grandes différences existant aujourd'hui dans les méthodes d'évaluation.

b. Contrôler les instruments financiers les plus volatils.

Il faut soumettre les hedge funds à des obligations de transparence, à une supervision bancaire et à une surveillance des effets de levier pratiqués et imposer une obligation de publication des prises de risque, des résultats des portefeuilles trimestriels, et d'information sur leurs pratiques d'emprunt et de trading. Les hedge funds doivent adopter une meilleure gestion interne des risques et les banques commerciales et d'investissement doivent publier les informations sur leurs risques de crédit et de contrepartie.

c. S'attaquer aux zones d'ombre.

Les flux d'argent sale, les zones de non droit bancaire et financier, les paradis fiscaux, les centres off-shore constituent autant de facteurs d'instabilité et de risque. Les études réalisées au niveau international estiment que le blanchiment d'argent représente chaque année entre 2 % et 5 % du PIB mondial. Les récentes affaires mises au jour confirment l'urgente nécessité de renforcer les moyens de lutte existants et la coopération internationale pour une plus grande efficacité en appliquant les mesures suivantes :

-Il faut renforcer les législations anti-blanchiment en élargissant le champ de l'incrimination pénale et de la déclaration de soupçons à tous les crimes et délits graves, y compris la corruption, et en associant toutes les professions d'intermédiaires à la lutte contre le blanchiment (y compris les intermédiaires non financiers : conseils juridiques, agents immobiliers, casinos, etc.).

-Il faut exercer une pression constante (notamment par une coopération technique) pour que ces États et territoires se mettent aux normes internationales dans un calendrier strict et obtenir la levée automatique du secret bancaire dans les investigations et procédures judiciaires.

-Il faut obtenir une mobilisation accrue des institutions financières internationales dans la lutte contre le blanchiment : en les dotant d'une " charte de gouvernance " appliquée dans l'examen de la situation des pays et conditionnant des concours financiers (règles minimales de lutte contre le blanchiment, interdiction de l'utilisation de centres off-shore par les entités publiques de pays bénéficiant d'une aide, audits indépendants des secteurs sensibles, mise en place de systèmes efficaces et de règles de transparence dans le domaine budgétaire et du change) ; et en améliorant la coordination de l'action de ces institutions (création au FMI d'un département chargé de la gouvernance, échange d'informations systématique entre les institutions de Bretton Woods et l'Union européenne).

d. Améliorer la transparence des acteurs privés et l'information des marchés.

La transparence de l'information constitue un facteur essentiel d'une meilleure régulation financière internationale. La crise asiatique souligne que les objectifs et les résultats des politiques économiques menées par les pays doivent être connus et diffusés, afin d'identifier et de traiter les facteurs potentiels de crise avant qu'il ne soit trop tard. En particulier, la crise a mis en évidence les déficiences de l'accès à l'information liées aux activités des banques centrales et des autres acteurs sur le marché des changes.

Une diffusion de manière continue des informations sur les prises de position des acteurs et la liquidité des marchés réduirait le risque de " mauvaises surprises " qui conduit à des réactions excessives de la part des marchés financiers. L'amélioration de la transparence et la réduction des coûts d'accès à l'information a un effet positif sur la rationalité des décisions des acteurs et la bonne gestion des crises.

Une plus grande information des marchés limite la latitude d'action des autorités nationales pour " contrer " les marchés financiers. Le risque existe donc qu'une publication intégrale des informations transmises par les pays conduise ceux-ci à ne pas dévoiler totalement leur situation, afin de conserver la confidentialité de certaines données sensibles dans les domaines financier et économique. Le choix de la transparence implique une acceptation égale de la contrainte décidée pour l'ensemble des pays, c'est-à-dire l'expression d'une préférence pour une volatilité maîtrisée par rapport à l'incertitude qui peut permettre d'afficher une solidité artificielle, mais est également à l'origine d'ajustements violents lorsque le masque tombe.

Joseph Stiglitz, chef des économistes à la Banque mondiale, considère que " la plupart des informations qui aideront au contrôle de la situation financière de divers pays peuvent être efficacement recueillies s'il y a une coopération internationale, de sorte que les informations venant des pays prêteurs, des pays emprunteurs et des institutions internationales, peuvent être rapprochées. Reste que l'on peut se demander si ces informations ne devraient pas être recueillies par une agence indépendante internationale de statistiques, plutôt que par une agence opérationnelle, pour éviter de réels et visibles conflits d'intérêts... ".

Par conséquent, il conviendrait que le FMI assure la diffusion des informations, dans le cadre de son rôle de surveillance et de prévention des crises. Le FMI pourrait ainsi " mettre sous surveillance " les pays qui connaissent des afflux importants de capitaux, et une détérioration de leur endettement à court terme, notamment en monnaie étrangère, et accroître les signaux d'alerte dans le cadre de la prévention des crises.

### 3. RÉDUIRE L'IRRESPONSABILITÉ DES ACTEURS

Le risque d'irresponsabilité des acteurs de marché et la probabilité de crises financières qui en découle est entretenu par la perspective d'interventions publiques qui, jouant comme une assurance sans primes, introduit un fort risque moral.

Dès lors, les autorités publiques confrontées à une crise, se trouveraient privées d'un instrument essentiel à leur résolution. Ainsi désarmées, elles ne pourraient que laisser se développer des crises systémiques qui, par contagion, affectent les acteurs dont la responsabilité directe dans des crises est nulle. L'existence d'un prêteur en dernier ressort est donc nécessaire pour faire face aux crises systémiques. Mais le problème systémique que le prêteur en dernier ressort engendre doit, quant à lui, être traité.

#### a. Qui doit être appelé à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort?

En l'état, l'identité du prêteur en dernier ressort est fixée sur des bases quelque peu existentialistes. Il s'agit principalement d'instances nationales (banques centrales, budgets, assurances...) mais il peut s'agir aussi des institutions financières internationales, et en particulier du FMI, qui, même s'il manque de moyens en ce sens, joue de fait ce rôle.

Il s'agit de consentir des prêts d'urgence à des établissements qui, bien que solvables en régime normal, se trouvent confrontés à une pénurie de liquidités. Il n'apparaît donc pas systématiquement nécessaire de mobiliser un quelconque prêteur en dernier ressort supranational pour régler les problèmes de liquidité des banques. Toutefois, en de rares circonstances, l'intervention d'un prêteur en dernier ressort non-national s'impose. On peut s'interroger sur la capacité du FMI à jouer efficacement le rôle d'un prêteur en dernier ressort. Le déroulement des crises asiatiques a montré que cette capacité était limitée. Le Fonds n'a pas la possibilité de créer de la monnaie. Face à des besoins massifs, il doit au préalable recourir aux Etats en espérant que ceux-ci consentent à une augmentation de ses moyens. Ses interventions sont destinées aux Etats alors que les problèmes de liquidité concernent désormais souvent des acteurs privés. Ceux-ci ne bénéficient des interventions du Fonds qu'après intermédiation des banques centrales nationales et donc moyennant des délais supplémentaires. Les interventions du Fonds sont donc, par construction, tardives. Elles ne parviennent pas à prévenir.

En fait, dans la plupart des crises de liquidité à impact international potentiellement élevé, les prêteurs en dernier ressort efficaces ont été les banques centrales nationales en mesure d'intervenir massivement c'est à dire pour l'essentiel la banque centrale américaine, la Banque du Japon et, à un moindre degré, les banques centrales des pays européens. Seule une réforme profonde du Fonds et un accroissement très sensible de ses moyens lui permettrait d'être un prêteur en dernier ressort efficace, c'est-à-dire capable de prévenir le déclenchement d'une crise de liquidité. ~~C'est le cas de la crise~~ C'est d'ailleurs un modèle de ce type qui est implicitement retenu dans le cadre du système européen de banques centrales (SEBC). En son sein, les refinancements restent en pratique à la charge des banques centrales nationales mais la Banque centrale européenne dispose d'un droit de regard général sur l'activité des banques nationales et il existe au sein du SEBC des accords de liquidité susceptibles d'être mobilisés le cas échéant.

En conclusion, il apparaît souhaitable de mettre en œuvre au niveau international un système de coopération souple mais attentif entre banques centrales plutôt que de se reposer sur la désignation institutionnelle d'un prêteur en dernier ressort. Cette recommandation qui procède du constat que le Fonds n'est pas en mesure d'être un prêteur en dernier ressort préventif ne signifie pas que le FMI doive renoncer à l'exercice des missions qui sont les siennes.

Le constat de l'existence d'un risque d'irresponsabilité associé aux interventions des prêteurs en dernier ressort appelle à une réflexion sur les moyens de réduire ce risque. Ce dernier, soulignons-le n'est pas l'apanage du secteur privé ; il concerne aussi les Etats pour lesquels la perspective d'un secours extérieur peut agir comme un dangereux lénifiant. C'est pourquoi il importe d'accoler aux interventions des prêteurs en dernier ressort un coût afin qu'elles cessent d'apparaître comme une assurance sans prime.

Cette préconisation ne signifie pas que ce type de prêts soit assorti systématiquement d'un taux de pénalité. Cela est parfois recommandé comme étant de nature à prévenir un recours abusif à la monnaie de la banque centrale lorsque le marché serait capable, mais à un taux plus élevé, de refinancer l'établissement défaillant. Il est important et souhaitable que les prêteurs en dernier ressort, et en particulier les banques centrales, définissent explicitement en commun, le prix de leurs éventuelles interventions. Cette déclaration commune serait en soi une manière de réduire le risque moral.

#### 4. LE MIRAGE DE LA TAXE TOBIN

Bien que la taxe Tobin soit une solution souvent évoquée pour limiter les transferts intempestifs de capitaux, il est utopique de l'appliquer universellement et les effets pervers induits sont pires que le mal qu'elle est sensée soigner.

##### a. Le mirage de la taxe " Tobin " sur les mouvements de capitaux

L'idée d'une taxe universelle sur les mouvements de capitaux a été développée en 1978 par l'économiste et prix Nobel (1981) américain James Tobin, qui estimait nécessaire de mettre un grain de sable dans les rouages du système monétaire international. Cette taxe porterait sur toutes les opérations de change privées, avec un faible taux, afin de ne pas affecter les mouvements de capitaux à long terme. En revanche, une telle taxe devrait dissuader et freiner les transactions spéculatives, puisque les fréquents aller et retour des capitaux entraîneraient un surcoût important. L'idée de James Tobin devait permettre, en réduisant les mouvements de capitaux spéculatifs qui profitent des écarts de taux d'intérêts réels, de redonner une marge de manœuvre aux politiques monétaires nationales, et d'assurer une plus grande stabilité du processus de formation des prix sur les marchés financiers. Le produit de cette taxe serait consacré à l'aide publique au développement.

La crise asiatique a renforcé la conviction des personnes qui soulignaient les effets pervers de la mondialisation, et, en particulier, de la libéralisation des mouvements de capitaux. La multiplication des instruments financiers permettant de prendre des positions à terme sur le marché des changes au cours de la dernière décennie a nourri la spéculation, en particulier sur le marché des changes, entraînant une plus grande volatilité et une plus grande fragilité des monnaies.

b. L'impossibilité de mettre en œuvre une taxe sur les mouvements de capitaux, ou la contrainte d'universalité.

En effet, les pays qui n'adhéreraient pas à la convention instituant une telle taxe (ce qui est inévitable, compte tenu de l'avantage inhérent à un tel comportement de " passager clandestin ") constitueraient de fait des places offshore vis-à-vis des pays parties prenantes à la convention. Une taxe sur les mouvements de capitaux limitée à quelques pays, même à un très grand nombre d'entre eux, ne provoquerait sans doute qu'un déplacement des transactions vers les autres pays. Le développement des transactions via le réseau Internet faciliterait de surcroît le contournement d'une telle taxe.

##### c. Les effets pervers d'une taxe "aveugle" sur les mouvements de capitaux.

Les effets pervers de la création d'une taxe sur les mouvements de capitaux ne sont pas à négliger. En effet, la spéculation constitue un acte utile pour le développement des échanges internationaux. Le spéculateur s'engage à acheter ou à vendre à terme un bien pour une valeur déterminée, en cherchant soit à se mettre à l'abri des variations des cours, soit à s'enrichir en profitant de ces variations.

Un contrat à terme s'analyse comme un transfert de risque de celui qui veut se couvrir vers celui qui accepte de couvrir ce risque contre rémunération. Ces contrats permettant aux exportateurs et aux importateurs de s'assurer contre les variations des cours des devises, la création d'une taxe sur les mouvements de capitaux entraînerait un renchérissement du coût de la couverture des risques, et serait donc dommageable aux échanges de biens.

La taxe Tobin pourrait également avoir des effets contraires à ceux recherchés. En effet, en renchérisant le coût des transactions sur les marchés des changes, elle limiterait la diversification internationale des risques des institutions financières, et pourrait donc entraîner une plus grande vulnérabilité de l'épargne investie à l'étranger. La taxe frapperait essentiellement les mouvements de capitaux spéculatifs sur le marché des changes, généralement motivés par des variations très faibles des parités entre les monnaies. Or, il convient de rappeler que la volatilité quotidienne provoquée par ces transactions ne constitue pas un danger pour l'économie réelle. L'ampleur de cette spéculation peut, au contraire, avoir un effet stabilisateur sur les marchés, car l'équilibre découle des anticipations des différents acteurs, généralement fondées sur la faible probabilité d'un retournement soudain du marché. En réduisant le nombre de transactions et la liquidité des marchés financiers, la taxe Tobin pourrait accroître l'ampleur des variations des prix et l'instabilité des marchés.

Les principales crises financières qui justifient, aux yeux de ses promoteurs, la création d'une taxe Tobin, ne seraient donc pas empêchées par celle-ci, compte tenu de l'ampleur des dévaluations qui ont eu lieu en Asie. On rappellera à cet égard que les coûts de transaction n'ont jamais constitué un rempart efficace aux maux de l'instabilité financière internationale. Enfin, une moindre liquidité des marchés pourrait, en amplifiant les mouvements de panique, accroître au contraire les risques systémiques.

## CONCLUSION

La libéralisation des marchés financiers dans un contexte de mondialisation et leur ouverture aux investisseurs étrangers constituent pour les pays émergents une grande chance, en vue d'attirer les

flux de capitaux étrangers dont leurs économies ont fort besoin. Néanmoins, ce phénomène d'émergence financière observé au début des années 80 et essentiellement dû à un contournement des règles anciennes facilité par l'innovation technologique, surtout en matière financière, peut devenir source d'inquiétude, en particulier pour les pays qui ont fait face à des entrées massives de capitaux.

Les crises mexicaines et asiatiques et leur diffusion vers l'ensemble des pays émergents ont constitué un coup de semonce qui a ébranlé, par sa vigueur et sa soudaineté, le système monétaire et financier international. L'économiste Paul Krugman soulignait que la sortie de la crise est arrivée trop tôt pour espérer la voir provoquer une véritable volonté de réforme à l'échelle mondiale. Cependant, le " lâche soulagement " des pays et des institutions financières ne fait pas disparaître les risques inhérents à l'instabilité des marchés de capitaux.

L'épée de Damoclès, dont la chaîne s'est soudainement déliée, incite l'ensemble des gouvernements à la vertu dans la conduite des politiques économiques et monétaires, et à une prudence accrue dans le financement de leurs économies. Cependant il est urgent de formuler des modes de régulation souples, mais clairs et communs à l'ensemble des pays. La mondialisation n'exclut aucunement le contrôle des autorités publiques mais contraint celles-ci à se moderniser constamment pour s'adapter à l'évolution des techniques, et à développer la coopération internationale.

Les organisations internationales doivent mener une action plus efficace et coordonnée, mais également davantage en prise avec les réalités régionales et nationales. La question du contrôle est essentielle afin d'encadrer de manière efficace les acteurs des marchés financiers. Le contrôle prudentiel interne doit être modernisé, et le contrôle externe nécessite une coordination accrue entre les organes nationaux et la mise en place d'un arbitre international. Enfin, la surveillance et l'exercice d'une contrainte envers les circuits financiers parallèles doit être au centre de toute réforme du système financier et monétaire international, afin que le coût de la régulation ne favorise pas le développement d'une sphère financière parallèle qui constitue d'ores et déjà une atteinte considérable au pouvoir des Etats.

La perte de confiance des investisseurs étrangers, envers la région asiatique notamment, a poussé ces derniers à chercher de nouveaux débouchés pour leur épargne, et il semblerait que certains pays africains accueillent déjà de nombreux capitaux étrangers.

On peut dès lors se demander si, après les crises d'Amérique latine, d'Europe et d'Asie, le continent africain n'est pas le lieu de la prochaine crise, ou bien les leçons des crises précédentes auront été retenues !

Table des matières

	Page
Introduction	4
Partie I : La victoire des théories libérales et l'instauration d'un marché financier devenu mondial	5
A. Les fondements théoriques de la déréglementation6	
1. Les théories libérales6	
2. Les théories interventionnistes8	
B. La mondialisation accentue la déréglementation11	
1. La libéralisation financière11	
2. Globalisation et déréglementation financière12	
C. Les faiblesses du système13	
1. Globalisation et instabilité financière14	
2. Les conglomérats financiers14	
3. Les marchés de capitaux émergents16	
4. Les hedge funds17	
5. Les bulles financières18	
Partie II : Des crises financières à répétition20	
A. La crise mexicaine20	
1. La crise de 198220	
2. La crise de l'hiver 1994-199521	
B. La crise asiatique de 199723	
1. L'éclatement de la crise dans l'Asie émergente23	
2. La contagion à l'économie japonaise27	
3. La généralisation de la crise29	

## Partie III : De nouvelles régulations nécessaires31

### A. Les limites des dispositifs actuels32

1. Le FMI : une action contrainte et contrastée32
2. La banque mondiale : une coordination insuffisante avec les autres institutions34
3. Les limites rencontrées par l'intervention des autres institutions internationales35

### B. Les limites de la supervision financière et bancaire36

1. Les défaillances dans la maîtrise des risques37
2. Les insuffisances du contrôle interne38
3. Les insuffisances du contrôle extérieur39

### C. Les propositions pour améliorer la régulation monétaire et financière internationale42

1. Réformer les institutions de Bretton Woods43
2. Accroître la supervision bancaire44
3. Réduire l'irresponsabilité des acteurs46
4. Le mirage de la taxe Tobin48

## Conclusion50

## Bibliographie

### Ouvrages :

ADDA Jacques (1996) : La mondialisation de l'économie, La Découverte, Collection Repères.

ARTUS Patrick et H. BOURGUINA (1983) : Théorie économique et crise des marchés financiers, Economica.

BEAUD M., DOSTALGER G. : La pensée économique depuis Keynes.

BOYER Robert et Yves SAILLARD (1995) : Théorie de la régulation, l'Etat des savoirs, La Découverte, Collection Recherches.

COSTE Jacques Henri, CROCHET Alain, FRAYSSE Olivier et PERON Michel (1997) : Mondialisation et domination économique, Economica.

LEONARD Jacques (1997) : Les mouvements internationaux de capitaux, Economica, Collection Grands Débats.

MOREAU DEFARGES (1997) : La mondialisation, Que sais-je ?

ROSA Jean Jacques et DIETSCH Michel (1981) : La répression financière, Bonnet Edition.

SIMON Y. (1997) : Encyclopédie des marchés financiers.

TARAZI, A. (1996): Risque bancaire, déréglementation financière et réglementation prudentielle, PUF : Faculté de Limoges.

### Rapports et documents officiels :

Rapport annuel du FMI 1997/1998.

### Bulletins du FMI :

– 7 Septembre 1998 : " L'aide du FMI, un atout précieux face aux crises financières "

– 8 Décembre 1997 : " Les leçons à tirer de la crise du Sud Est asiatique "

### Revue Spécialisées :

AGLIETTA Michel : – " Pourquoi la contagion a-t-elle eu lieu ? ", Problèmes économiques n°2559, 11 Mars 1998.

– " Crises et cycles financiers, une approche comparative ", Revue d'Economie Financière n°26, Automne 1993.

BARTHALON Eric : " Crises financières, un panorama d'explications ", Problèmes économiques n°2595, 16 Décembre 1998.

BISIGNAND Joseph : " La réglementation prudentielle ", Revue d'Economie Financière n°27, Hiver 1999.

CHESNAIS François : " L'engrenage de la crise mondiale ", Problèmes économiques n°2598, 6 Janvier 1999.

DE BOISSIEU Christian et ROL Sandrine : " Les répercussions en Asie ", Problèmes économiques n°2559, 11 Mars 1998.

GROLIER Armand : " Le retour de la taxe TOBIN ", Problèmes économiques n°2595, 16 Décembre 1998.

NICOLAS Françoise : " Le FMI sur la sellette ", Problèmes économiques n°2595, 16 Décembre 1998.

SELLIER Cécile, PILLON Patrick : " La crise asiatique était elle prévisible ", Problèmes économiques n°2559, 11 Mars 1998, extrait de " La crise monétaire en Asie du Sud Est " dans la Revue d'Economie Financière n°44, Décembre 1997.

VERFAILLE Guy : " La banque menacée par la désintermédiation ", Problèmes économiques n°2565-66, 22-29 Avril 1998.

VERNARD Nicolas : " Gestion des risques bancaires et réglementation prudentielle ", Revue d'Economie Financière n°28, Printemps 1994.

Problèmes économiques n°2541-2542, 5-12 Novembre 1997 :

- " L'ampleur de la globalisation financière ".
- " Le rôle de l'information dans les crises financières et bancaires ".
- " Comment gérer aujourd'hui les risques financiers " (Bulletin du FMI) .
- " La déréglementation financière ".

Problèmes économiques n°2598, 6 Janvier 1999 : " Une crise financière en trois temps " (Bulletin du FMI).

Revue d'Economie Financière :

- " La sécurité des systèmes financiers ", dossier : " Les voies de la régulation ", n°19, Hiver 1991.
- " Le système financier japonais ", n°43, Octobre 1997.
- " Le système financier asiatique ", n°44, Décembre 1997.
- " Crise asiatique et architecture financière internationale ", n°48.

Article de presse, hebdomadaires :

Le Monde Diplomatique : " Anatomie de la crise financière ", Novembre Décembre 1998.