

Architecture financière internationale

Rapports

*Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet
Patrick Artus et Michèle Debonneuil
Michel Aglietta et Christian de Boissieu*

Commentaires
*Olivier Blanchard
Gérard Maarek
Jean Pisani-Ferry*

Complément
Daniel Baudru et François Morin

Annexes préparées par
*La Direction du Trésor, la Direction de la Prévision
et Sylvie Hel-Thelier*

*Réalisé en PAO au Conseil d'Analyse Économique
par Christine Carl*

© La Documentation française. Paris, 1999 - ISBN : 2-11-004367-9

« En application de la loi du 11 mars 1957 (article 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans l'autorisation expresse de l'éditeur.

Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

La création du Conseil d'Analyse Économique « répond à la nécessité pour un gouvernement trop souvent confronté à l'urgence, de pouvoir se référer à une structure de réflexion qui lui permette d'éclairer ses choix dans le domaine économique. J'ai souhaité aussi créer un lien entre deux mondes qui trop souvent s'ignorent, celui de la décision économique publique et celui de la réflexion économique, universitaire ou non.

J'ai pris soin de composer ce Conseil de façon à tenir compte de toutes les sensibilités. Le Conseil d'Analyse Économique est pluraliste. C'est là un de ses atouts principaux, auquel je suis très attaché. Il doit être un lieu de confrontations sans a priori et les personnes qui le composent doivent pouvoir s'exprimer en toute indépendance. Cette indépendance — je le sais — vous y tenez, mais surtout je la souhaite moi-même.

Ces délibérations n'aboutiront pas toujours à des conclusions partagées par tous les membres ; l'essentiel à mes yeux est que tous les avis puissent s'exprimer, sans qu'il y ait nécessairement consensus.

...

La mission de ce Conseil est essentielle : il s'agit, par vos débats, d'analyser les problèmes économiques du pays et d'exposer les différentes options envisageables. »

*Lionel Jospin, Premier Ministre
Discours d'ouverture de la séance d'installation du
Conseil d'Analyse Économique, le 24 juillet 1997.
Salle du Conseil, Hôtel de Matignon.*

Sommaire

Introduction	7
<i>Pierre-Alain Muet</i>	
Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes	9
<i>Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet</i>	
Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques	55
<i>et macroéconomiques</i>	
<i>Patrick Artus et Michèle Debonneuil</i>	
Le prêteur international en dernier ressort	97
<i>Michel Aglietta et Christian de Boissieu</i>	
<i>Commentaires</i>	
<i>Olivier Blanchard</i>	129
<i>Gérard Maarek</i>	133
<i>Jean Pisani-Ferry</i>	143
<i>Complément</i>	
Gestion institutionnelle et crise financière	
Une gestion spéculative du risque	151
<i>Daniel Baudru et François Morin</i>	
<i>Annexes</i>	
A. L'efficacité des interventions sur les marchés des changes	173
<i>Direction du Trésor</i>	
B. La compétitivité relative des États-Unis, du Japon et de la zone euro	183
<i>Didier Borowski et Cécile Couharde</i>	

C. Compétitivité et taux de change d'équilibre de long terme	197
<i>Didier Borowski et Cécile Couharde</i>	
D. Les enseignements des politiques de contrôle des capitaux pour les pays émergents	207
<i>Sylvie Hel-Thelier</i>	
Résumé	225
Summary	233

Introduction

Les effets récessifs de la crise financière internationale, qui a débuté en Asie il y a maintenant deux ans, s'estompent. La réforme de « *l'architecture du système financier international* » n'en a pas moins conservé son caractère d'urgence. Les coûts économiques et sociaux supportés par les pays en crise sont considérables, et il reste essentiel de mettre en place à l'échelle internationale des règles du jeu permettant de prévenir les crises, et, en cas d'échec, d'en contenir les effets. La réflexion au sein des organisations internationales et du G7 continue et plusieurs décisions importantes ont récemment été prises (création du Forum de Stabilité financière, qui a la charge de mener pendant l'été 1999 une réflexion approfondie sur les centres off-shore, les « hedge funds » et la volatilité des capitaux à court terme ; introduction d'une nouvelle « facilité » permettant au FMI de soutenir un pays menacé par un processus de contagion ; renforcement de la coopération internationale en matière de supervision bancaire ; améliorations en matière de transparence...).

Dans le prolongement du rapport publié l'an dernier sur l'instabilité du système financier international par Olivier Davanne, ce second rapport du CAE approfondit des questions qui font l'objet de nombreux débats et où aucun consensus international ne semble se dessiner : les régimes de change, le comportement des investisseurs internationaux et le rôle du prêteur en dernier ressort à l'échelle internationale.

Le rapport Davanne soulignait la responsabilité majeure des systèmes de change très rigides dans la genèse des crises récentes. Le rapport de Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet met en évidence les risques d'une trop grande rigidité, comme celui d'une totale flexibilité des changes, notamment pour les pays émergents. S'agissant des taux de change entre grandes monnaies, il recommande un approfondissement du processus de surveillance mené au sein du G7. En ce qui concerne les pays émergents, le choix du régime de change dépend beaucoup de la situation du pays concerné. Le rapport met cependant en avant les avantages d'un système de « parités de référence ajustables » qui semble de nature à assurer la stabilité des changes sans reproduire l'excessive rigidité responsable d'un grand nombre des crises récentes.

La vulnérabilité des marchés financiers internationaux aux crises pose la question du « prêteur en dernier ressort » (PDR) international, c'est-à-dire de l'institution ou du groupe d'institutions susceptibles de stabiliser les marchés quand il y a rupture de la chaîne du crédit et effondrement de la valeur des actifs. Sur qui doit reposer cette responsabilité ? Comment éviter l'encouragement à des prises de risque excessives de la part d'investisseurs qui comptent sur le soutien du PDR en cas de crise ? Ces questions sont analysées dans le rapport de Michel Aglietta et Christian de Boissieu. Ils défendent, non pas l'idée d'un PDR unique, mais celle « d'un réseau de coopération contingente » liant les Banques centrales, ainsi que le FMI et la Banque Mondiale. Cette coopération devrait permettre de traiter aussi bien les pures crises de liquidité que celles mettant en jeu les dettes souveraines où le FMI devrait conserver sa pleine compétence.

Les crises des dernières années ont poussé plusieurs observateurs à compléter les explications traditionnelles (régimes de change inadaptés, supervision bancaire défaillante, absence de PDR international...) par une remise en cause plus fondamentale du comportement des investisseurs internationaux. Patrick Artus et Michèle Debonneuil reviennent sur ces questions dans un rapport traitant notamment du rôle de plus en plus important joué par les gérants de portefeuille internationaux. Les exigences de rentabilité élevée qui en résultent peuvent, selon les auteurs, conduire les entreprises à prendre des risques excessifs. Dans un complément, Daniel Baudru et François Morin insistent sur les conséquences des nouvelles méthodes de sélection des investissements utilisées par les entreprises et les gestionnaires de fonds.

Dans leurs commentaires, Olivier Blanchard et Gérard Maarek se montrent sceptiques sur le rôle central qu'accordent Patrick Artus et Michèle Debonneuil aux gérants de portefeuille dans les dysfonctionnements du Système financier international. S'agissant du prêteur en dernier ressort, Jean Pisani-Ferry et Gérard Maarek partagent le constat de Michel Aglietta et Christian de Boissieu sur les défauts observés dans la gestion des crises récentes, mais ne sont pas convaincus par la solution proposée qui investit les Banques centrales d'une mission pour laquelle, selon eux, elles ne sont pas bien équipées.

Les rapports préliminaires ont été discutés à la séance d'avril 1999 du CAE, puis, en présence du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, à la séance du 24 juin 1999.

*Pierre-Alain Muet
Conseiller auprès du Premier Ministre
Professeur à l'École Polytechnique*

Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes^(*)

Fred Bergsten

Directeur de l’Institute for International Economics

Olivier Davanne

Conseil d’Analyse Économique

Pierre Jacquet

Directeur adjoint de l’IFRI

La succession de graves crises financières et monétaires internationales a donné au débat sur l’« architecture financière internationale » un regain d’urgence. De fait, il est difficile d’adhérer à la thèse selon laquelle une telle série de catastrophes résulte de la simple coïncidence d’erreurs locales et indépendantes, sanctionnées rationnellement par les investisseurs⁽¹⁾. Il est bien sûr utile d’identifier les origines locales spécifiques de chacune de ces crises récentes afin d’en tirer des enseignements sur la façon de s’adapter à une interdépendance économique internationale croissante et à la mobilité des capitaux à court terme ; mais il n’en est pas moins nécessaire de se pencher sur les raisons systémiques qui font que de telles crises peuvent se produire et entraîner des implications aussi coûteuses.

(*) Les trois auteurs ont naturellement des sensibilités et des positions différentes quant à ce qui est souhaitable et réaliste en matière de réforme du Système monétaire international (voir par exemple Bergsten, 1996 et 1998, Davanne, 1998 et Jacquet, 1994). Ils partagent toutefois la forte présomption que les gouvernements peuvent et doivent développer une approche systématique de la gestion de la flexibilité du taux de change. Ils analysent dans cette étude, également publiée en anglais comme document de travail de l’Institute for International Economics, comment y parvenir.

(1) Schwartz (1998) réfute l’idée selon laquelle les récents bouleversements trouveraient leur origine dans une quelconque contagion.

Le débat sur l'architecture financière internationale recouvre plusieurs dimensions essentielles : réactions souhaitables à la mobilité internationale des capitaux, gestion de l'ouverture financière des marchés émergents, débats soulignant l'absence d'un véritable prêteur international en dernier ressort, progrès à faire en matière de réglementation et supervision bancaires et financières internationales. Nous nous attachons ici à montrer que les régimes et politiques de change ont aussi une part de responsabilité dans les difficultés et les vulnérabilités actuelles, et qu'il est possible d'améliorer le fonctionnement du Système monétaire international sans un « nouveau Bretton Woods ». Nous défendons l'idée que nombreux de problèmes de l'économie mondiale sont dus au mauvais fonctionnement du marché des changes, que les difficultés proviennent en partie du manque de coordination des politiques économiques et qu'une gestion coordonnée de la flexibilité des taux de change, sans résoudre à elle seule le problème de la coordination des politiques économiques, contribuerait néanmoins à rendre l'absence de coordination plus acceptable et moins coûteuse et pourrait même, à l'occasion, faciliter la mise en place de cette coordination.

La gravité des crises récentes, la perspective d'ajustements de grande ampleur des balances des paiements courants, de l'Asie aux États-Unis, et l'émergence probable de l'euro comme monnaie internationale, susceptible d'entraîner d'importants mouvements de portefeuille portent à reconstruire le fonctionnement du Système monétaire international. Nous montrons ici qu'il est possible de trouver une position intermédiaire et féconde entre l'inaction complaisante et l'activisme réformateur, et que des petits pas modestes mais décisifs peuvent contribuer à restaurer un certain contrôle sur des événements qui affectent gravement les économies des pays industrialisés comme celles des pays en développement.

Plus précisément, notre proposition met en jeu l'interaction entre les gouvernements et les marchés. Nous pensons que les gouvernements peuvent contribuer à une amélioration substantielle de l'efficacité des marchés des changes, limitant ainsi le risque de crises majeures et imprévues, par un suivi conjoint et vigilant des mouvements de change relativement à des estimations transparentes et cohérentes des taux de change d'équilibre de long terme. Cette démarche est en effet susceptible d'inciter les investisseurs privés à former leurs anticipations sur la base de méthodes plus satisfaisantes, fondées sur une prise en compte attentive des fondamentaux économiques pertinents. D'importants progrès pourraient ainsi être réalisés en matière de stabilité des taux de change, au prix d'un investissement relativement faible. Si les pouvoirs publics y mettent l'ambition nécessaire, nous croyons que ce premier pas peut dans un avenir raisonnable conduire à la mise en place de « zones cibles muettes », un concept que nous développons plus loin.

Ce texte s'articule de la façon suivante : dans une première partie, nous montrons que le fonctionnement actuel du Système monétaire international n'est pas satisfaisant et demande à être amélioré. Dans la deuxième partie,

nous discutons les obstacles à une réforme majeure et cohérente du Système monétaire international et établissons quelques principes qui conditionnent le réalisme et l'efficacité de toute entreprise de réforme. La troisième partie présente un éventail d'options concernant la gestion de la flexibilité des taux de change entre pays industrialisés et introduit notre proposition d'un « mécanisme de surveillance renforcé » et de zones cibles muettes. Dans la quatrième partie, nous discutons la politique de change dans les pays en développement. Nous résumons nos conclusions dans la dernière partie.

Le Système monétaire international actuel : un verre à moitié plein ou à moitié vide ?

En matière d'affaires monétaires internationales comme dans beaucoup d'autres domaines, on trouve toujours de bonnes raisons de ne pas agir. On dit souvent, en écho à la célèbre remarque de Churchill sur la démocratie, que le Système monétaire international actuel, sous sa forme hybride, est le pire des systèmes à l'exception de tous les autres. Ses partisans mettent en avant sa remarquable résistance depuis les années soixante-dix, d'abord aux importants chocs d'offre subis par l'économie mondiale, puis aux divergences marquées entre les politiques macroéconomiques et les stratégies de désinflation. La flexibilité des taux de change a permis de concilier d'énormes écarts entre les situations économiques et les politiques menées par les plus grands pays. Sans vraiment permettre l'indépendance des politiques espérée par quelques-uns de ses adeptes, elle a néanmoins fourni une réponse utile à l'absence de coordination internationale des politiques économiques, voire un dispositif occasionnel de coordination. Les agents économiques, confrontés au risque de chocs majeurs dus à l'instabilité des changes, ont appris à gérer les fluctuations des taux de change, à l'aide de multiples innovations financières. On entend donc souvent dire, sans surprise, que le Système monétaire international actuel réussit à concilier l'interdépendance économique et l'autonomie des politiques nationales ; le verre est à moitié plein et c'est peut être ce que nous pouvons espérer de mieux.

Pourtant, cette approche complaisante est doublement erronée. Elle méconnaît les difficultés considérables qu'ont les pays en développement à choisir un régime de taux de change approprié ; et elle donne une image tout à fait fausse du problème de la coordination entre les pays industrialisés, en accréditant l'idée que le flottement apporte une solution au problème alors qu'il en est à la fois un symptôme et un facteur aggravant. En outre, le Système monétaire international va devoir faire face au double choc de la naissance de l'euro et de la détérioration alarmante du déficit du compte courant des États-Unis, deux évolutions susceptibles de générer une instabilité des taux de change beaucoup plus importante et d'entraîner des coûts substantiels pour l'économie mondiale et les relations transatlantiques.

Les pays en développement en quête de stabilité des changes

La situation est encore plus claire dans les pays émergents où les fluctuations observées des taux de change n'offrent guère de motifs de satisfaction. Depuis une vingtaine d'années, les événements s'enchaînent souvent selon le même scénario. Pour éviter une trop grande instabilité des prix et pour attirer les capitaux étrangers, ces pays cherchent à ancrer leur monnaie, de façon formelle ou informelle, au dollar ou à un panier de devises étrangères⁽²⁾. Cette politique peut tout à fait contribuer à la croissance économique pendant un certain temps. Cependant, la fixité du change n'est soutenable que si l'inflation dans le pays qui pratique cet ancrage nominal (le *peg*) converge vers celle qui prévaut dans le pays auquel il ancre sa monnaie. Le plus souvent, cette condition n'est pas suffisamment remplie, et la conjonction d'une appréciation réelle excessive et de déficits extérieurs provoque une crise et un ajustement brutal du taux de change. Comme le souligne le FMI à l'occasion d'une étude approfondie des politiques de change dans les pays en développement, « le plus souvent, la fin du *peg* s'accompagne de graves perturbations dans le fonctionnement de l'économie »⁽³⁾.

Récemment, ce scénario heurté semble devenu la règle, et la sortie en douceur d'une politique d'ancrage nominal du change paraît encore plus difficile que par le passé. Cela ne devrait guère surprendre, car l'accroissement considérable de la mobilité internationale des capitaux a profondément transformé l'économie mondiale au cours des décennies récentes. Tant que l'ancrage paraît crédible, les entrées de capitaux peuvent être considérables et conduire au surinvestissement ou à la surconsommation, en particulier lorsqu'un secteur bancaire local mal supervisé encourage un endettement excessif des agents privés aussi bien que publics. La surévaluation du taux de change, la faiblesse des bilans et un endettement lourd en devises étrangères rendent, toutefois, le pays très vulnérable à tout renversement des anticipations. Non seulement les capitaux qui sont entrés peuvent facilement sortir mais, dans ce tout nouvel univers de forte mobilité internationale des capitaux, les taux de change fixes deviennent très vulnérables aux sorties spéculatives de capitaux à court terme. Les crises asiatique, russe et brésilienne des années 1997-1999 et la crise du peso mexicain de 1994 en fournissent une illustration éloquente⁽⁴⁾.

(2) Selon la classification officielle du FMI, sur 123 pays en développement, seuls 45 maintenaient un ancrage nominal pour leur monnaie à la fin de 1996. Cependant, ce chiffre est trompeur, car beaucoup de pays déclarent une politique de change flottant alors que leur taux de change est effectivement fixé par leurs autorités, FMI (1997).

(3) « Exchange Rates Arrangements and Economic Performance in Developing Countries », chapitre IV, *World Economic Outlook*, octobre 1997.

(4) La vulnérabilité des taux de change fixes ne se limite évidemment pas aux pays émergents, comme la crise du SME de 1992 en témoigne.

Dans ce contexte marqué par les coûts récurrents d'une mauvaise gestion du taux de change par les pays en développement, la tentation est grande de conclure que les taux de change ne devraient tout simplement pas être gérés. De fait, le nouveau consensus international tend à présenter le flottement des taux comme la seule option satisfaisante. Il insiste également sur l'idée selon laquelle ce qui compte en dernière analyse, c'est la qualité et la crédibilité des politiques économiques nationales. Bien qu'il soit difficile d'être en désaccord avec cette dernière recommandation, l'ensemble du raisonnement méconnaît fondamentalement les dilemmes, en matière de politique macroéconomique, qui se posent à la plupart des pays en développement. De fait, seul l'avenir nous dira comment s'en sortiront les pays émergents qui ont récemment dû laisser leur monnaie flotter plus ou moins librement.

Premier aspect du problème, le taux de change est un prix directeur essentiel pour des économies petites et ouvertes. Il est beaucoup plus important pour elles qu'il ne l'est pour les pays industrialisés plus grands, bien diversifiés. Ses fluctuations peuvent être catastrophiques pour la stabilité interne et on peut difficilement soutenir que les gouvernements devraient y être indifférents.

Deuxièmement, le choix d'un régime de change n'est en rien indépendant de la recherche de la qualité et de la crédibilité des politiques macroéconomiques nationales. On peut se demander comment, sans contrainte de change, la plupart des pays émergents parviendraient à mener des politiques monétaire et budgétaire visant à la stabilité. De fait, le cadre institutionnel nécessaire pour assurer la crédibilité des politiques budgétaire et monétaire leur fait souvent défaut. En outre, les incertitudes quant à leurs politiques futures peuvent conduire à des taux d'intérêt réels élevés et dissuader les investisseurs étrangers de contribuer au financement de leurs investissements internes.

L'instabilité du taux de change dans les pays émergents peut nuire durablement à la disponibilité des financements extérieurs pour deux raisons : d'abord, la perte possible de crédibilité des politiques économiques déjà évoquée ; ensuite, le besoin de servir aux investisseurs étrangers, ou aux investisseurs locaux qui se financent à l'extérieur, une prime de risque potentiellement élevée en compensation d'un risque de change accru. Au total, le coût du capital et le niveau de l'investissement pourraient être gravement affectés dans ceux des pays émergents qui n'essaient pas de limiter l'instabilité de leur taux de change.

Ces conséquences d'une instabilité excessive des taux de change sur les mouvements de capitaux internationaux devraient aussi être analysées dans une perspective plus globale. À cet égard, la stabilité des changes dans les pays émergents peut être considérée comme un bien public international puisque elle facilite le recyclage de l'épargne de la population riche et vieillissante des pays industrialisés vers les économies du Sud à la recher-

che de capitaux. De fait, si l'on se réfère à la situation actuelle, on peut dire que la croissance de l'économie mondiale serait beaucoup plus saine si elle était fondée sur un investissement dynamique dans les pays en développement plutôt que sur des taux d'intérêt nominaux extrêmement faibles dans la plupart des pays industrialisés et sur une bulle boursière aux États-Unis qui contribue de façon excessive à la vigueur de la consommation des ménages américains. On ne peut se satisfaire d'une situation dans laquelle l'épargne générée par les économies matures se trouve en quelque sorte « piégée » sur place, ce qui contribue à maintenir un coût du capital élevé dans la plupart des pays émergents⁽⁵⁾.

Plus généralement, les politiques de change des pays émergents devraient être au cœur des discussions portant sur la « Nouvelle Architecture Financière ». Le défi consiste à trouver le juste équilibre, pays par pays, entre flexibilité et stabilité. Nous examinerons les options possibles dans la quatrième partie.

Régimes de change et coordination

Pour ce qui est des pays industrialisés, l'idée selon laquelle la flexibilité des changes concilie l'interdépendance économique avec l'autonomie des politiques nationales repose sur un argument circulaire : le flottement du taux de change « isole » les politiques économiques, et autorise ainsi des divergences qui, à leur tour, exigent la flexibilité du change. La causalité implicite selon laquelle les divergences entre politiques économiques doivent être compensées par des taux de change flottants est à la fois trompeuse et simpliste. En fin de compte, le flottement n'offre aucune alternative à l'interdépendance. De fait, il n'abaisse pas les coûts de l'absence de coordination des politiques économiques. Il peut même, en permettant de s'y adapter, encourager implicitement la non-coordination, exposant ainsi les pays non seulement aux coûts d'une instabilité excessive du change mais également à ceux d'une insuffisance de coordination qui se perpétue.

Par ailleurs, le flottement des taux de change flottants autorise aussi les politiques à la « *beggar-thy-neighbour* » – c'est-à-dire des politiques visant à reporter ses propres difficultés sur le dos du voisin – que les architectes du système économique international d'après-guerre avaient essayé d'éviter.

Ils permettent, par exemple, à un pays de combattre son inflation en l'exportant vers d'autres pays par une appréciation de son taux de change, augmentant ainsi pour ces autres pays le coût de la stabilisation de leurs prix. Ce fut, en bref, l'un des effets de la *Reaganomie* au cours de la première moitié des années quatre-vingt. Le dollar est alors devenu manifes-

(5) Pendant le premier semestre de 1999, cependant, les taux d'intérêt et le coût du capital ont substantiellement baissé dans la plupart des pays d'Asie et d'Amérique latine, ces derniers ayant réussi à restaurer la stabilité des changes après une période de flottement libre.

tement surévalué, poussant l'Europe à resserrer sa politique monétaire en réponse au choc inflationniste. En fin de compte, les taux de change flottants entre les États-Unis et l'Europe ont donc eu le même impact déflationniste que les taux de change fixes à l'intérieur de l'Europe entre l'Allemagne et les autres États-membres. Dans chaque cas, les politiques unilatérales ont imposé la convergence sur le taux d'inflation le plus faible (par contraste avec la coordination qui aurait impliqué la détermination conjointe d'un objectif commun d'inflation).

Le taux de change est important, quel que soit le régime. Si les salaires et les prix étaient totalement flexibles, les taux de change n'auraient aucune pertinence car ils n'affecteraient en rien l'économie réelle. Mais la rigidité prévalente des salaires et des prix donne au taux de change un rôle déterminant dans l'ajustement économique et dans les mécanismes de l'interdépendance économique. Il en résulte également que des fluctuations injustifiées sont coûteuses. Enfin, il est probable que deux pays auront, à tout moment et de façon générale, des avis divergents sur le niveau d'équilibre de leur taux de change : il s'agit du problème dit « $(n - 1)$ » (à savoir l'idée qu'entre n pays, il n'y a que $(n - 1)$ taux de change indépendants). La stabilisation du taux de change, qui ne peut exister sans un certain degré de coordination des politiques économiques, signale au moins la volonté d'aborder ce problème. En revanche, le flottement des changes en fait un facteur permanent de conflit dans les relations économiques internationales.

Bien sûr, l'impact des fluctuations des changes diffère selon les pays. Les grands pays peuvent se permettre ce qu'on a appelé la « douce insouciance » (*benign neglect*), à savoir une indifférence calculée aux fluctuations du taux de change de leur monnaie. Comme ces dernières affectent les autres pays, cependant, elles ouvrent la voie à la possibilité préoccupante de voir cette « insouciance » devenir plutôt « rugueuse ». Dans certains cas, les États-Unis ont été tentés de pratiquer ce qu'on pourrait appeler la « diplomatie du change » pour promouvoir leurs intérêts économiques extérieurs. Par exemple, après les Accords du Louvre de 1987, les « Secrétaires au Trésor américains ont continué à faire pression pour que leurs partenaires commerciaux relancent leurs économies et ont quelquefois menacé de laisser à nouveau le dollar se déprécier en guise d'alternative » (Frankel, 1992)⁽⁶⁾ ; et au début des années quatre-vingt-dix, l'évocation d'une baisse possible du dollar a pu occasionnellement servir de levier et de moyen de pression dans les relations bilatérales entre les États-Unis et le Japon pour que ce dernier mette en œuvre des réformes structurelles internes.

En tout état de cause, des désajustements prolongés des taux de change ont un coût substantiel pour les grands pays comme pour les plus petits. La surévaluation massive du dollar au milieu des années quatre-vingt, par

(6) Voir également Bismut et Jacquet (1999).

exemple – qui s'est produite dans un régime de flottement pratiquement libre – a entraîné trois conséquences majeures sur l'économie américaine (et sur le reste du monde). D'abord, le secteur des biens échangeables, et, avec lui, une grande partie de la production manufacturière et le gros de l'agriculture, n'est sorti de récession que plusieurs années après la reprise du reste de l'économie ; certains des coûts qui en ont résulté se sont avérés permanents, en particulier pour les travailleurs américains, car les entreprises américaines ont dû investir à l'étranger pour retrouver leur compétitivité. Deuxièmement, le contexte politique dans lequel s'élabore la politique commerciale américaine s'en est trouvé profondément modifié, et les États-Unis ont connu la plus forte vague de protectionnisme depuis les années trente ; l'Administration Reagan, soi-disant « libre échangiste », a mis en place des restrictions quantitatives à l'importation d'automobiles, de machines-outils et d'acier (principalement sous la forme d' « accords volontaires de restrictions des exportations ») ; et des chefs de file du Congrès ont été jusqu'à dire que les « droits de douane Smoot-Hawley eux-mêmes seraient passés s'ils avaient été présentés à la Chambre en 1985 ». Troisièmement, malgré les efforts du G5 pour gérer le processus par les Accords du Plaza, le retournement inévitable du taux de change fut très près de provoquer « l'atterrissement brutal » de l'économie (*hard landing*) au début de 1987⁽⁷⁾ et a effectivement joué un rôle majeur dans le déclenchement du Lundi noir plus tard dans le courant de cette même année.

De même, la dépréciation trop importante du yen vers la fin des années quatre-vingt a directement contribué à la formation de la bulle spéculative puis à son explosion, portant ainsi une responsabilité dans la stagnation des années quatre-vingt-dix dont le Japon souffre encore, et le monde avec lui. Suite à la forte appréciation du yen en 1985-1987, le Japon a dû stimuler sa demande intérieure pour compenser la baisse brutale et souhaitée de ses excédents courants. Si le yen avait été soumis à une réelle contrainte de change, le Japon aurait dû utiliser sa politique budgétaire à cet effet. En l'absence de telles contraintes, le pays s'est totalement reposé sur l'expansion monétaire ; le résultat fut, d'une part, une nouvelle et forte dépréciation du yen, qui déclencha la formation de nouveaux excédents commerciaux substantiels et alimenta les tensions commerciales internationales au début des années quatre-vingt-dix, et, d'autre part, la naissance de « l'économie de bulle ». On voit à travers cet exemple comment l'incapacité à coordonner les politiques économiques pour éviter un déséquilibre majeur du change a joué un rôle important dans l'apparition de trois graves problèmes internationaux : en matière de croissance, l'impact global de la « décennie perdue » pour le Japon ; un nouveau conflit commercial avec les États-Unis et les autres partenaires commerciaux du Japon du fait de la résurgence de larges excédents ; et la crise financière asiatique, dans laquelle la chute brutale du yen (et la hausse du dollar) au cours des années 1995-1998 a certainement joué un rôle.

(7) Qu'avait prévu Stephen Marris (1985).

Agir sans attendre

La conjonction de la naissance de l'euro, nouvelle monnaie internationale susceptible d'entraîner d'importantes restructurations de portefeuille⁽⁸⁾, et de la nécessité de faire face à des ajustements considérables des paiements courants dans le monde entier (et aux échecs de politique économique au Japon) donne à penser que des fluctuations de taux de change de grande amplitude vont se produire à court ou moyen terme. Leur effet peut être dévastateur. Comme nous l'évoquons plus haut, le régime de changes flottants entre les États-Unis, l'Europe et le Japon est source presque constante de préoccupation, au moins à l'extérieur des États-Unis, parce que les taux de change en vigueur ne peuvent jamais satisfaire tout le monde : le problème « $n - 1$ » suggère que deux pays auront généralement des opinions divergentes sur le niveau souhaitable de leur taux de change. Le régime de flottement fait ressortir l'absence de coordination entre les politiques économiques, particulièrement marquée dans l'environnement actuel. De plus, l'émergence de la monnaie européenne amène à se demander si l'Europe ne va pas être tentée de s'inspirer de l'indifférence américaine vis-à-vis du dollar, et d'adopter sa propre politique de « douce insouciance » vis-à-vis de l'euro. Pour toutes ces raisons, l'évolution future des parités entre le yen, le dollar et l'euro nous promet des surprises et de grandes incertitudes. Dans le contexte actuel, ces incertitudes peuvent entraîner des coûts importants pour la croissance économique car elles incitent à l'attentisme et peuvent perturber les anticipations des entreprises.

De très grandes incertitudes pèsent par exemple sur l'évolution de la monnaie japonaise. Le yen doit-il, et va-t-il, monter ou baisser ? Son niveau actuel peut-il être tenu pour un « niveau d'équilibre » ? Il est fort probable que le comportement actuel de la monnaie japonaise ne fasse guère plus que refléter la confusion du débat et de l'action en matière de politique économique au Japon.

Il n'en demeure pas moins que l'évolution de la monnaie japonaise aura une influence marquée sur les perspectives de reprise dans le reste de l'Asie, tout affaiblissement du yen pouvant déchaîner une nouvelle vague de dépréciations et déstabiliser la politique de non dévaluation menée aujourd'hui par la Chine. De plus, une baisse du yen agraverait la tension politique entre les États-Unis et le Japon concernant l'augmentation des déficits commerciaux américains et des excédents japonais. À l'inverse, on ne voit pas très bien comment une hausse du yen pourrait bénéficier à l'économie japonaise à court terme ; et le reste de l'Asie souffrira d'autant plus longtemps que l'économie japonaise ne connaîtra pas de reprise économique.

(8) Pour une discussion de l'impact de l'euro sur les restructurations de portefeuilles des investisseurs, voir par exemple Bergsten (1997).

De toute évidence, la discussion internationale portant sur la parité de la monnaie japonaise ne comblera pas le désarroi de la politique macroéconomique du Japon. Il peut néanmoins fournir un mécanisme stabilisateur dans une région particulièrement vulnérable à toute résurgence de l'instabilité monétaire.

Quant au dollar, l'économie américaine va devoir gérer la nécessaire réduction d'un déficit courant qui continue de se creuser. Cela suggère que le dollar va connaître une dépréciation en termes effectifs réels. Ce mouvement peut se produire de façon graduelle et permettre ainsi un « atterrissage en douceur » ; mais le risque existe que la prise de conscience de la nécessité d'un tel ajustement, quand elle se cristallisera dans les anticipations, précipite le dollar dans un mouvement de chute libre et propulse l'euro vers le haut. Dans le contexte actuel d'une croissance mondiale encore hésitante et d'une économie mondiale qui ne reste à flot que par le dynamisme de l'économie américaine et de la demande intérieure européenne, les implications en seraient très préoccupantes. La réponse évidente et souhaitable serait une nouvelle baisse vigoureuse des taux d'intérêt en Europe, en dépit de leur niveau déjà faible. Malheureusement, cela irait à l'encontre, d'une part, de la quête, par la Banque centrale européenne nouvellement créée, d'une crédibilité à toute épreuve et, d'autre part, de la logique du double dilemme du prisonnier qui affecte la politique macroéconomique en Europe, où la réticence à relâcher davantage la politique monétaire est parfois interprétée comme traduisant la volonté de la part des autorités monétaires d'encourager la mise en œuvre de réformes structurelles et la poursuite de l'ajustement budgétaire⁽⁹⁾.

Le premier semestre de 1999 – les six premiers mois d'existence de la nouvelle monnaie européenne – semble, à première vue, avoir écarté ces craintes, l'euro s'étant de fait affaibli par rapport au dollar. Cette contradiction apparente peut se résoudre par les deux considérations suivantes : d'abord, les anticipations d'une appréciation de la devise européenne dès son introduction étaient très largement répandues en 1998 et ont donc déjà poussé le dollar à la baisse par rapport aux monnaies européennes, avant même la naissance de l'euro ; deuxièmement, la surprise est venue des États-Unis, où, jusqu'à présent, la croissance économique est restée étonnamment soutenue, malgré les anticipations d'un ralentissement inévitable. Cette surprise, jointe à la faiblesse de l'activité en Allemagne et en Italie, a conduit à une divergence entre les mouvements de taux d'intérêt aux États-Unis et en Europe. Pendant le premier semestre 1999, la Réserve fédérale a dû monter ses taux d'intérêt de 25 points de base, tandis que la BCE baissait les siens de 50 points. Cette situation, tant en ce qui concerne l'activité économique que la réaction des politiques monétaires, n'était pas prévue

(9) Sur ce double dilemme du prisonnier, voir par exemple Martin Wolf, « Worst of Both Worlds », *Financial Times*, 10 février 1999 et Dornbusch et Jacquet (1999).

au début de l'année, et a donc naturellement conduit à une hausse de la devise américaine. Cette conjonction d'événements n'est cependant, par nature, que temporaire et ne vient en rien contredire les forces à plus long terme que nous venons d'évoquer.

Au total, nous voulons insister ici sur le fait que la discussion internationale sur le niveau des taux de change actuels et futurs peut contribuer à ce que les décideurs accordent plus d'attention aux dangers de la situation présente et inciter ainsi à l'amélioration des politiques économiques. Nous considérons les fluctuations de taux de change observées et anticipées comme des indicateurs utiles de l'interaction des politiques économiques des différents pays et des problèmes de coordination qui peuvent se poser. Nous développons davantage ce thème dans notre discussion des différentes options opérationnelles dans la troisième partie.

Un petit guide de la réforme monétaire internationale

Les troisième et quatrième parties présenteront un certain nombre d'options susceptibles d'améliorer le fonctionnement du Système monétaire international, et montreront que les solutions réalistes et souhaitables peuvent varier selon les pays. Dans un premier temps, cette partie établit quelques principes de base qui sous-tendront notre analyse.

Le concept fondamental à tout raisonnement sur la réforme monétaire internationale est le « triangle d'incompatibilité » qui est maintenant bien connu⁽¹⁰⁾ : libre mobilité des capitaux, taux de change fixes (ou fixes mais ajustables) et autonomie de la politique monétaire nationale ne peuvent pas coexister. Supposons, par exemple, que la mobilité des capitaux soit parfaite ; dans ce cas, on ne peut pas longtemps conserver l'option d'utiliser la politique monétaire nationale à des fins de stabilisation tout en prétendant maintenir la stabilité du taux de change. En effet, les spéculateurs vendront la monnaie nationale s'ils craignent que l'engagement de défendre le taux de change soit en conflit avec les objectifs de stabilisation interne. L'expérience du livre Sterling en 1992 en est l'illustration. Ou encore, supposons que l'on tienne à maintenir les taux de change fixes. Dans un contexte de totale mobilité des capitaux, il faut subordonner de façon exclusive la politique monétaire nationale à la défense du taux de change et donc abandonner de façon crédible son utilisation à des fins de stabilisation. Enfin, supposons que l'on choisisse l'option de mener des politiques de stabilisation. Si l'on veut en même temps maintenir la stabilité des taux de change, il faut empêcher la spéculation, ce qui requiert certaines restrictions à la mobilité des capitaux.

(10) L'analyse initiale est due à Mundell (1968) qui fut le premier à l'évoquer. Pour un approfondissement, voir Aglietta (1997). Krugman (1998) présente une variante : le dilemme du « triangle éternel » entre ajustement, confiance et liquidité.

Cette incompatibilité est comprise depuis longtemps, au moins implicitement, puisque tous les systèmes monétaires que l'on a connus en ont tenu compte et la plupart se sont en fait effondrés – c'est-à-dire ont laissé la place à un degré substantiel de flottement – dès que l'incohérence a pu refaire surface. L'étalon or a bénéficié du fait que l'idée d'une politique monétaire active n'était pas encore apparue⁽¹¹⁾ et il s'est effondré en partie parce que cette idée s'est développée au cours des années vingt alors qu'il n'existe pas de coordination des politiques monétaires entre les grandes nations. Le système de Bretton Woods comportait des contrôle des capitaux. C'était aussi le cas du SME dans une première phase, avant qu'il devienne un système dans lequel, de fait, l'autonomie de la politique monétaire était abandonnée puisque les Banques centrales nationales alignaient leur politique monétaire sur celle de la Bundesbank. Cet abandon de fait de la souveraineté nationale était jugé crédible par les marchés, parce qu'il s'appuyait sur la perspective ultime de l'Union monétaire. Deux référendums – un « non » au Danemark et un « oui » bien tiède en France – ont détruit cette crédibilité, rétabli l'incompatibilité, et conduit à la crise du SME de septembre 1992.

Impasse cartésienne

Une approche vraiment « cartésienne » du triangle d'incompatibilité conduirait à la conclusion qu'au moins l'un des objectifs doit être abandonné, du moins en partie. Certains peuvent soutenir que le monde peut vivre avec le plus grand profit dans un contexte de flottement libre ; nous avons montré plus haut quels en sont les nombreux désavantages. Quant aux deux autres objectifs, l'abandon de la totale mobilité des mouvements de capitaux peut être jugée comme l'option la plus simple ; les bénéfices qu'elle apporte sont, à première vue, moins apparents que ceux tirés de la stabilité du taux de change ou de l'utilisation active de la politique monétaire à des fins de stabilisation de l'économie réelle. De plus, la négociation de limites à l'autonomie nationale de la politique monétaire serait une impasse politique dans les principaux pays (de ce point de vue, l'UEM apparaît comme un cas exceptionnel).

De fait, les crises du SME en 1992 et 1993 ont redonné vie à des propositions plus anciennes visant à « jeter du sable dans les rouages », parmi lesquelles la taxe Tobin⁽¹²⁾ ou la mise en place de dépôts non rémunérés pour les transactions sur devises étrangères⁽¹³⁾.

Les contrôles des capitaux constituaient l'un des piliers permettant aux accords de Bretton Woods de fonctionner et, plus tard, ils permirent aussi au SME, y compris à travers ses nombreux réalignements, de maintenir

(11) Voir la discussion dans Eichengreen (1996).

(12) Tobin (1978).

(13) Eichengreen, Tobin et Wyplosz (1995).

avec succès une certaine stabilité des taux de change. Dans les réflexions actuelles sur les contrôles des mouvements de capitaux, il convient cependant de faire la distinction entre les pays en développement, où les marchés financiers et le système financier sont peu développés, et les pays industrialisés où des marchés financiers modernes et des institutions financières dynamiques contribuent de façon essentielle au financement de l'économie.

Dans les pays industrialisés, contrôler les mouvements de capitaux soulève trois difficultés majeures. D'abord, l'évolution technologique rend ces mouvements extrêmement difficiles à contrôler véritablement, ce qui entraîne deux conséquences fondamentales : tout contrôle n'offrirait qu'une protection temporaire contre la spéculation ; et les coûts administratifs liés à la mise en œuvre de contrôles stricts pourraient être élevés. Deuxièmement, le développement des marchés des capitaux en Europe et aux États-Unis a été encouragé par la mobilité des capitaux et par une concurrence aiguë entre les producteurs de services financiers, conduisant à une plus grande efficacité de ces marchés et à une meilleure affectation des ressources. Restaurer des contrôles représenterait un recul important et serait source d'inefficacités et de comportements de « capture de rente ». Troisièmement, les contrôles produisent des distorsions de concurrence et pénalisent ceux qui doivent s'y plier. Dans les pays où les institutions financières sont devenues des acteurs clés, imposer des contrôles pourrait donc s'avérer très coûteux, à moins que cette imposition ne se produise à une échelle véritablement internationale. Il n'est donc pas envisageable qu'un pays, à lui seul, puisse choisir cette option.

Dans les pays émergents, cependant, la situation est différente. Le sous-développement des marchés financiers peut donner une certaine marge de manœuvre dans le traitement des flux de capitaux étrangers. Une nette distinction s'impose entre la convertibilité du compte de capital et l'ouverture à la concurrence des prestataires de services financiers étrangers. Cette dernière produit des bénéfices à ne pas sous-estimer : on peut en attendre une plus grande efficacité dans l'affectation des ressources, par le seul jeu de la concurrence qui pousse à l'innovation, et par le transfert de savoir-faire managérial, de technologies, de capacités de supervision et de réglementation⁽¹⁴⁾. Mais, l'ouverture à la concurrence étrangère, bien que liée à la libéralisation du compte de capital est, techniquement, une question bien distincte. Il est évident qu'une certaine liberté des mouvements de capitaux avec l'étranger – notamment les flux d'investissement direct, les flux de portefeuille à long terme et les revenus d'investissements –, est nécessaire pour permettre aux prestataires de service étrangers de pénétrer sur les marchés financiers nationaux. Il est toutefois possible de mener cette ouverture à bien tout en maintenant certaines restrictions sur les mouvements de capitaux, en particulier sur les capitaux à court terme.

(14) Dobson et Jacquet (1998) discutent les bénéfices de la libéralisation des services finan-

Une autre question qui se pose aux marchés émergents est de bien distinguer entre les contrôles sur les flux entrants d'une part et les flux sortants de l'autre. Le contrôle sur les flux sortants peut en fait diminuer la confiance et dissuader l'entrée ; c'est donc une mesure plus gênante. Le contrôle des sorties de capitaux comporte beaucoup d'inconvénients : d'une part, sur le moyen terme, il s'avère presque impossible d'éviter la fuite des capitaux en présence d'incitations fortes à la sortie de l'épargne intérieure. Ceci est particulièrement vrai dans les pays où l'administration est faible et parfois en partie corrompue ; d'autre part, « piéger » l'épargne intérieure supprime un élément de pression susceptible de pousser les autorités à mener des politiques économiques saines.

Bien que la libéralisation des contrôles sur les flux sortants paraisse un objectif à poursuivre, l'approche doit être très pragmatique et graduelle afin de limiter le risque de fuite des capitaux. C'est une politique qui requiert au moins crédibilité et stabilité macroéconomiques. Les entrées de capitaux posent des questions tout à fait différentes. Elles exposent le système financier national à un excès de liquidités en quête de débouchés et le système bancaire national au cumul de plusieurs types de risques : le risque de transformation traditionnel, à savoir la transformation des dépôts à court terme en actifs à long terme, non liquides ; le risque de change, car les banques reçoivent des dépôts en devises étrangères qu'elles transforment en prêts en monnaie nationale ; et le risque de crédit traditionnel qui dépend de la qualité du débiteur. Les entrées massives de capitaux augmentent considérablement le risque de change, qui rend le secteur bancaire extrêmement vulnérable à la dépréciation de la devise nationale, et le risque de crédit, car trop de capitaux se font concurrence pour trop peu d'investissements productifs.

La crise asiatique illustre très bien les risques précédents et les événements récents apportent une validation empirique à l'idée que le contrôle des entrées de capitaux peut être utile. L'*encage* chilien, taxe implicite sur les entrées de capitaux⁽¹⁵⁾, semble avoir plutôt rendu service à ce pays en le rendant moins vulnérable aux retournements soudains qui ont tant pénalisé les pays asiatiques et d'autres pays d'Amérique latine. La libéralisation des entrées de capitaux requiert notamment un système financier national robuste, condition trop souvent ignorée par les marchés émergents qui se lancent dans cette libéralisation. Lorsque cette condition n'est pas remplie, les capitaux entrants non seulement rendent le pays extrêmement vulnérable au risque d'un retournement, mais aussi contribuent à une mauvaise affectation des ressources, car une intermédiation financière inefficace ne peut parvenir à les mobiliser de façon véritablement productive. Là encore, la débâcle asiatique illustre le danger qu'il y a à se lancer dans une libéralisation hâtive du compte de capital.

(15) La taxe a été *de facto* abolie en septembre 1998.

En conclusion, les contrôles sur les mouvements de capitaux n'apportent en rien une solution pratique pour les pays industrialisés. Toutefois, la mise en place de contrôles sur les entrées de capitaux peut permettre aux pays en développement de poursuivre un objectif de stabilité du taux de change tout en conservant une certaine autonomie de politique économique nationale. C'est une option utile, pourvu que le pays soit capable de mener une politique macroéconomique convenable. À cet égard, tous les pays ne ressemblent pas au Chili. Les contrôles, quelles que soient les modalités de leur mise en place, sont de peu d'utilité dans les pays où l'Administration est inefficace ou corrompue. Ils ne peuvent se substituer à une politique macroéconomique équilibrée⁽¹⁶⁾.

Nous pensons, de façon générale, que les contrôles sur les mouvements de capitaux ne peuvent jouer qu'un rôle limité au sein d'un Système monétaire international réformé. La tâche essentielle reste donc celle de trouver les meilleures méthodes de gestion de l'incompatibilité entre stabilité des taux de change et indépendance des politiques monétaires. On ne doit pas en conclure de façon hâtive qu'il n'existerait que deux systèmes de taux de change possibles : flottement total ou Union monétaire. Il existe des solutions « bancales », mais prometteuses, au problème du triangle d'incompatibilité. Bien que la voie à emprunter soit étroite, nous sommes convaincus que le monde, et plus particulièrement la triade, peut s'accommoder d'un système intermédiaire, où la gestion du flottement s'exerce avec l'intensité souhaitable. De plus, il est plus facile de coopérer à la mise en place d'un système hybride, de nature à cristalliser la coopération, que de négocier des choix institutionnels tranchés. Les « solutions bancales » n'ont pas l'élegance et la cohérence apparentes de ces derniers. Mais, dans un monde de compromis, elles offrent une voie qui mérite d'être explorée.

Vivent les solutions bancales !

Dans les deux parties qui suivent nous explorerons deux familles de « solutions bancales ». L'une se fonde sur la surveillance et l'envoi de signaux clairs aux intervenants sur les marchés (*signaling*), et nous soutenons que c'est là une option prometteuse pour les pays industrialisés. L'autre met le taux de change au cœur du dilemme de politique macroéconomique que rencontrent les pays émergents : l'indifférence à son égard est coûteuse, le fétichisme est irresponsable. Il y a place pour une politique monétaire visant à la stabilité des prix dans laquelle le taux de change joue le rôle d'un indicateur asymétrique : la politique monétaire ne devrait jamais choisir l'inflation de préférence à l'appréciation du taux de change, mais elle peut avoir à choisir le resserrement pour éviter une dépréciation qui apparaîtrait injustifiée. Bien évidemment, et dans tous les cas, les autorités peuvent

(16) Voir l'annexe de Sylvie Hel-Thelier dans ce volume pour une analyse générale de l'efficacité des politiques de contrôle des mouvements de capitaux dans les pays émergents.

aussi compter sur d'autres instruments pour atteindre leurs objectifs : les interventions stérilisées sur les marchés des changes ou la coordination des politiques budgétaires peuvent naturellement prétendre à ce rôle. Le potentiel des « solutions bancales » repose, cependant, sur le respect de deux principes essentiels :

Premièrement, quel que soit le régime de taux de change, tous les pays ont besoin d'une politique monétaire crédible, orientée vers le maintien d'un taux d'inflation faible et stable. Les Banques centrales ne devraient jamais compromettre la stabilité des prix au profit de celle des changes. Le prix d'une telle erreur est toujours élevé : une inflation excessive finit par provoquer l'abandon de l'objectif de change et cet abandon ne peut pas se faire en douceur dans un pays dont la crédibilité n'est bâtie que sur du sable, à savoir le seul ancrage nominal du taux de change. Le contexte institutionnel de la politique monétaire – indépendance de la Banque centrale, existence d'un objectif d'inflation – joue un rôle déterminant dans tout régime de taux de change. Nous reconnaissions cependant le besoin d'une transition appropriée pour les pays en développement qui connaissent une inflation relativement modérée à deux chiffres. Une désinflation graduelle est essentielle pour la crédibilité institutionnelle et peut être facilitée par un ancrage nominal prudent de la monnaie. C'est là une option qui présente des avantages et des risques comme nous le montrons dans la quatrième partie.

Deuxièmement, à moins qu'elles ne soient solidement verrouillées au sein d'une Union monétaire, les parités fixes présentent de nombreux dangers. D'une part, en temps normal, elles affaiblissent la surveillance exercée par les investisseurs sur les performances économiques des pays concernés, dans la mesure où les autorités essayent d'isoler le taux de change de l'évolution des « fondamentaux économiques ». D'autre part, s'il y a un taux de change, c'est probablement bien pour permettre un jour de le modifier : les taux de change fixes ouvrent la possibilité de paris à sens unique (*one-way bets*), dans lesquels les agents ont peu à perdre en engageant une attaque spéculative. Leur seul coût est lié au différentiel de taux d'intérêt entre la monnaie nationale et la devise à laquelle elle est arrimée, et par suite, les taux d'intérêt doivent souvent être relevés à des niveaux extrêmes pour que la spéulation devienne coûteuse. Des taux d'intérêt élevés peuvent avoir un impact négatif considérable sur l'économie et même une politique monétaire très stricte ne pourra juguler la spéulation si les acteurs du marché pensent que la situation est insoutenable. En cas d'attaque spéculative, il peut être très opportun d'accepter une dépréciation temporaire de la monnaie afin de restaurer un potentiel de hausse et réintroduire un élément de risque pour les spéculateurs. Nous reviendrons sur ce point important un peu plus tard. De façon générale, à l'exception de pays engagés de façon crédible dans un processus conduisant à une Union monétaire, ou à une « dollarisation » ou « euroisation » complète, une certaine flexibilité du taux de change semble nécessaire et souhaitable.

Dans notre discussion ci-dessous, une distinction très nette doit être faite entre les pays qui, grâce à la stabilité de leurs institutions, peuvent mener une politique monétaire fondamentalement indépendante et ceux qui ont besoin d'un ancrage nominal externe quel qu'il soit. Tous les grands pays industrialisés appartiennent à la première catégorie alors que la seconde comprend la grande majorité des pays en développement. Quelques grands pays émergents sont dans une zone grise qui appelle un traitement particulier.

Options pour les principaux pays industrialisés : surveillance, zones cibles flexibles ou zones cibles « dures » ?

Personne ne croit sérieusement que les Banques centrales des grands pays industrialisés, particulièrement au sein du G3 (États-Unis, zone euro et Japon), compromettraient ou devraient compromettre leur stabilité macro-économique de court terme en donnant la priorité à la stabilité de leur taux de change. Il faut cependant reconnaître qu'un désajustement très important du taux de change peut représenter une menace pour la stabilité de long terme de l'économie. Une question très importante pour ces pays est donc de savoir comment éviter des fluctuations de grande ampleur des taux de change tout en laissant la politique monétaire jouer son rôle de stabilisation de l'activité économique et de l'inflation.

Deux options, utilisées dans le passé, sont généralement envisagées. Des interventions stérilisées sur le marché des changes constituent la première. Elles se sont révélées très efficaces dans le passé quand elles furent correctement effectuées, notamment dans le cadre d'une action menée conjointement par plusieurs pays⁽¹⁷⁾. Dans un certain nombre de cas, des interventions stérilisées et coordonnées ont permis de stabiliser les taux de change⁽¹⁸⁾. Mais, en réaction à des marchés des changes instables, elles ne furent souvent réalisées que très tard, par manque d'une procédure systématique permettant d'en décider.

(17) Voir l'annexe A préparée par la Direction du Trésor. Voir aussi Dominguez (1990), Catte et al. (1994) et Dominguez et Frankel (1993). Le dernier article avance plusieurs preuves convaincantes de l'efficacité de la plupart des interventions coordonnées réalisées dans le passé. Il décrit aussi clairement plusieurs mécanismes par lesquels les interventions stérilisées peuvent jouer un rôle : effet de « *signaling* » sur des inflexions futures de politique monétaire, effet de portefeuille si les obligations nationales et étrangères constituent des substituts imparfaits du point de vue des investisseurs, dégonflement d'une bulle spéculative.

(18) Il faut cependant reconnaître que, depuis quinze ans, les interventions ne furent décidées que quand les gouvernements étaient arrivés à la conclusion que le marché ne prenait pas suffisamment en compte les « fondamentaux économiques » sous-jacents. Les interventions se seraient probablement révélées beaucoup moins efficaces si elles avaient été décidées de façon systématique sans une prise en compte suffisante des conditions prévalant sur le marché. De fait, le « rapport Jurgensen » (1993), préparé pour le sommet du G7 de Williamsburg en 1983, concluait que les effets d'interventions stérilisées étaient au mieux mineurs et transitoires. Mais les membres de ce groupe de travail étaient probablement à cette époque influencés par le résultat de certaines interventions mal conçues.

La seconde option, plus difficile à mettre en œuvre, consiste à coordonner sur un plan international les politiques budgétaires et monétaires, de sorte que l'articulation des politiques dans les différents pays soit compatible avec la stabilité des taux de change. Dans la réalité, les résultats concrets obtenus par la coordination des politiques économiques entre pays du G7 n'incitent guère à penser qu'il s'agisse là véritablement d'une approche permettant une réduction structurelle de la volatilité des taux de change. Bien qu'utile en théorie, la coordination des politiques économiques rencontre plusieurs obstacles pratiques : les contraintes politiques, liées à la difficulté de bien intégrer les conséquences internationales des politiques économiques menées, les désaccords sur les mécanismes de transmission des politiques économiques et leur impact final, les doutes quant aux respects des engagements pris (comment garantir que, de retour dans leur pays, les ministres des Finances vont pouvoir respecter les engagements pris en matière de politiques budgétaires, voire même essayer de les respecter, compte tenu du rôle joué par les parlements nationaux dans ce domaine ?)⁽¹⁹⁾.

De façon générale, l'approche actuelle souffre d'un défaut majeur du point de vue de la stabilité des parités. La coopération économique internationale réagit aux déséquilibres de grande ampleur sur le marché des changes plus qu'elle ne cherche à les anticiper. Dans ce rapport, nous défendons l'idée selon laquelle le G7 devrait se fixer comme priorité de mettre en place un mécanisme de « surveillance renforcée », fondé sur un processus beaucoup plus efficace de suivi des évolutions sur le marché des changes. Il ne peut pas y avoir de terrain d'entente pour des actions d'envergure si les pays appartenant au G7 sont incapables de partir d'une vue commune de ce qui se passe sur le marché des changes et de la façon dont celui-ci reflète les « fondamentaux économiques » sous-jacents.

Avant de présenter nos propositions pour un tel mécanisme de « surveillance renforcée », il est nécessaire de discuter quelques caractéristiques essentielles du mode de fonctionnement du marché des changes, et ceci pour deux raisons. D'une part, si le marché des changes était parfaitement efficient, un processus de suivi au sein du G7 perdrait l'essentiel de ses justifications. D'autre part, les ministres des finances et les gouverneurs des Banques centrales doivent pouvoir trouver un accord d'ensemble sur la nature des principaux « fondamentaux économiques » qu'il faut examiner pour juger du comportement des taux de change.

(19) Pour une revue de la littérature portant sur la coordination internationale des politiques économiques, voir parmi d'autres, Cooper (1985) et Horne et Masson (1988). Pour une histoire de la coordination dans les années quatre-vingt, voir Funabashi (1988) et Dobson (1991). Il y a cependant un débat sur l'importance des gains à attendre de la coordination, qui seraient plutôt limités d'après certaines études disponibles, voir Oudiz et Sachs (1984) et Bryant et al. (1988).

Taux de change d'équilibre et efficience du marché des changes

Au cours des vingt-cinq dernières années, le comportement des principales devises s'est révélé moins satisfaisant que ne l'espéraient les défenseurs des taux de change flottants. Il est tentant de voir dans la grande instabilité des taux de change laissés libres de flotter le signe indiscutable du dysfonctionnement du marché des changes, c'est-à-dire la preuve de son incapacité à refléter spontanément les « fondamentaux économiques ». La volatilité est cependant un phénomène normal sur les marchés financiers et ne constitue pas en soi un signe suffisant de dysfonctionnement. Une analyse plus approfondie du marché des changes est en fait nécessaire si l'on veut tirer des conclusions quant à son mode de fonctionnement.

Dans le moyen ou le long terme, l'économie réelle a le dernier mot : les taux de change ne peuvent diverger éternellement de ce que l'on appelle leur équilibre de long terme. De nombreux travaux existent sur ce sujet. L'approche dominante utilisée pour l'estimation des taux de change d'équilibre de long terme⁽²⁰⁾ consiste à d'abord définir le niveau soutenable de la balance commerciale, dans une perspective de moyen et long termes, puis ensuite de rechercher le niveau de compétitivité qui permet à la balance commerciale de se situer sur ce niveau d'équilibre.

La notion de balance commerciale soutenable dépend beaucoup de la nature de la contrainte de financement pesant sur l'économie. Pour un pays non contraint au niveau de son financement extérieur, le solde soutenable est déterminé par le niveau d'épargne nette (épargne domestique moins investissement domestique) que le pays génère quand il est sur un sentier de croissance équilibré (plein emploi et dette publique soutenable)⁽²¹⁾. En revanche, pour un pays contraint par les financements externes, le solde commercial ou courant d'équilibre devient déterminé par la disponibilité des fonds.

Une fois définie la cible soutenable de balance commerciale, le taux de change réel d'équilibre est estimé en s'appuyant sur les équations de commerce extérieur qui décrivent les relations unissant le commerce extérieur, la demande intérieure et la compétitivité externe. Il est intéressant de souligner que ce mode d'estimation peut conduire à des taux de change d'équilibre de long terme qui sont parfois sensiblement éloignés de ce qu'indiquent des indicateurs traditionnels de compétitivité comme les prix relatifs

(20) Voir FMI (1998), Williamson (1994) et Wren Lewis et Driver (1998).

(21) Il existe en comptabilité nationale une relation comptable centrale : l'épargne nette d'un pays est nécessairement égale au solde de ces transactions courantes. Cette relation résulte aussi de l'équilibre de la balance des paiements qui impose que le solde des transactions courantes soit égal aux sorties nettes de capitaux, c'est-à-dire les acquisitions nettes d'actifs étrangers ou encore l'épargne nationale nette.

(par exemple les parités de pouvoir d'achat – PPA – estimées par l'OCDE), les coûts salariaux relatifs ou la moyenne sur longue période des taux de change réels⁽²²⁾.

En ce qui concerne la parité euro-dollar, l'explication principale pour de telles différences réside dans la faiblesse des élasticités prix issues des travaux économétriques traditionnels portant sur le commerce extérieur. Une forte variation des prix relatifs est ainsi nécessaire pour obtenir une modification significative des volumes importés ou exportés. Cette faiblesse des élasticités prix est cependant un peu surprenante dans la mesure où la faiblesse des profits généralement réalisés à l'exportation suggère l'existence d'un haut niveau de compétition sur la plupart des marchés internationaux. Bien que la quantification des taux de change d'équilibre ait déjà fait des progrès importants et fourni de premiers éléments pour un suivi des évolutions sur le marché de changes, la brève discussion précédente suggère que la recherche économique appliquée sur les déterminants des échanges internationaux en volume doit être encore encouragée et développée.

Deux facteurs peuvent justifier des fluctuations « normales » des taux de change courants autour de leur niveau soutenable, c'est-à-dire de leur équilibre de long terme : les écarts de taux d'intérêt réels et de primes de risque.

Des taux d'intérêt réels plus élevés qu'à l'étranger, par exemple, doivent s'accompagner d'une appréciation du taux de change réel au-dessus de sa moyenne de long terme. En effet, une telle situation accroît le degré d'attraction des investissements réalisés dans les actifs financiers nationaux. Un tel écart peut conduire à une appréciation très significative, et tout à fait rationnelle, du taux de change réel⁽²³⁾. Par exemple, si les obligations nationales rapportent en termes réels 1 % de plus par an que celles des autres pays et ce pendant dix ans, le taux de change peut facilement être surévalué de 10 % (en termes réels) : sur la longue période, l'investisseur gagnera en intérêts ($10 \times 1\%$) ce qu'il perdra vraisemblablement suite au retour de la devise sur son niveau d'équilibre (suppression progressive de la surévaluation de 10 %).

La relation naturelle entre taux de change et écarts de taux d'intérêt à long terme suppose la parfaite substituabilité des actifs de différents pays. Elle peut donc être affectée par l'existence de primes de risque. Celles-ci résultent soit de véritables barrières à la mobilité des capitaux, qui empêchent les actifs de différents pays d'être parfaitement substituables, soit de

(22) Voir les deux annexes (B et C) préparées par Didier Borowski et Cécile Couharde qui portent sur ces sujets. Par exemple, les estimations disponibles pour le taux de change d'équilibre de long terme de la parité euro-dollar se situent généralement entre 1,20 et 1,30 dollars par euro, alors que l'OCDE estime à 1,06 le taux de change qui égalise les niveaux de prix dans les deux régions (PPA pour 1998).

(23) Voir Dornbusch (1976) pour la première explication de ce phénomène rationnel de surajustement (« *overshooting* ») dans la littérature théorique portant sur le marché des changes.

caractéristiques différentes en matière de risque. Par exemple, un pays souffrant d'une importante dette extérieure devra offrir à ses créanciers une rémunération plus élevée que celle dont ils disposent dans leurs propres pays. À taux d'intérêt donnés, les primes de risque doivent ainsi jouer un rôle central dans la détermination du niveau des taux de change. Quand la devise d'un pays souffre d'une prime de risque positive, les taux d'intérêt doivent progresser du montant de cette prime de risque ou le taux de change doit se déprécier de façon importante relativement à son niveau « normal » et atteindre un niveau suffisamment bas à partir duquel les investisseurs anticiperont une appréciation future qui les compensera pour le risque qu'ils prennent. Par exemple, s'ils ont besoin d'une rémunération annuelle supplémentaire de 1 % et que le taux de change retourne à son niveau d'équilibre de long terme en moyenne en dix ans, la devise devra être sous-évaluée d'environ 10 %. Le phénomène de surajustement rationnel des taux de change résulte ainsi des écarts entre taux d'intérêt corrigés par les primes de risque.

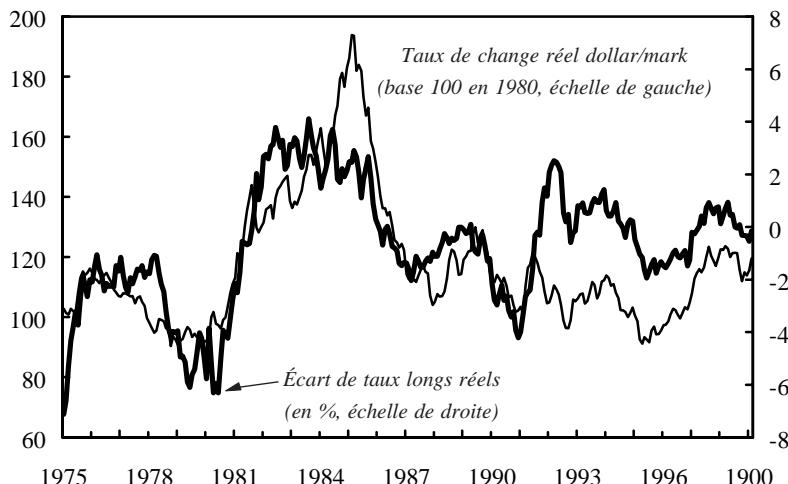
Ce cadre d'analyse assez simple explique assez bien l'évolution de nombreuses devises depuis vingt ans. Ceci peut apparaître comme une surprise, mais les plus grands mouvements des taux de change réels peuvent être expliqués par des écarts importants de taux d'intérêt réels. Par exemple, l'écart de taux d'intérêt réels entre les États-Unis et l'Allemagne est passé de -6 à +4 % entre le milieu de l'année 1979 et le début de 1982, ce qui, sur la base des analyses précédentes, justifie pleinement l'appréciation de 100 % du dollar sur cette période.

De fait, les mouvements les plus spectaculaires enregistrés par le dollar, au moins face au mark, renvoient très clairement aux différentes phases de la politique économique américaine : politique monétaire excessivement accommodante à la fin des années soixante-dix, suivie au début des années quatre-vingt du « policy mix » mis en place par le couple Volcker-Reagan, associant une politique monétaire extrêmement stricte et une exceptionnelle relance budgétaire à base de baisses d'impôts et d'augmentation des dépenses militaires. En conséquence, les taux d'intérêt réels progressèrent de façon spectaculaire et le dollar connut une brutale appréciation. La plupart des travaux empiriques révèlent ainsi une relation étroite entre les mouvements des taux de change réels et les écarts de taux d'intérêt réels pour certaines devises⁽²⁴⁾. Il est d'ailleurs très surprenant de constater que la plupart des professionnels sur le marché des changes ignorent cette relation quand ils établissent leurs prévisions économiques. Le graphique qui suit illustre cette étroite corrélation pour le taux de change réel dollar-mark⁽²⁵⁾.

(24) Voir en particulier Baxter (1994), Coe et Golub (1986), Davanne (1990) et Sachs (1985). Meese et Rogoff (1988) réfutent cette relation, mais leur papier utilise des taux d'intérêt réels fondés sur l'inflation des seuls trois derniers mois. Cela introduit une variabilité tout à fait excessive dans la série de taux d'intérêt réels.

(25) Des graphiques similaires ont été utilisés pour interpréter 25 ans de changes flottants par Blanchard (1997), Davanne (1990) et Dominguez et Frankel (1993).

Taux de change réel et écart de taux d'intérêt réels



Source : Datastream.

À partir de ce graphique, soulignons à nouveau que l'instabilité des taux de change trouve souvent son origine dans de claires erreurs de politique économique : augmentation de l'inflation et chute excessive des taux d'intérêt réels (les États-Unis à la fin des années soixante-dix ou la France au milieu de la même décennie), un « policy mix » déséquilibré et une forte progression des taux d'intérêt réels en réponse à une politique budgétaire beaucoup trop expansionniste (les États-Unis au début des années quatre-vingt ou l'Allemagne dans la phase initiale de sa réunification à la fin de la même décennie).

Il est cependant clair qu'une analyse économique rationnelle fondée sur les écarts de taux d'intérêt réels ne peut expliquer toutes les périodes d'instabilité. De fait, la hausse brutale du dollar face aux devises européennes à la fin de 1984 et au début de 1985 reste assez mystérieuse, comme d'ailleurs sa chute à la fin de 1987 ou sa faiblesse relative sur la période 1993-1996 (voir le graphique précédent)⁽²⁶⁾. La flambée du dollar de la fin de 1984 à février 1985 ressemble à une bulle spéculative⁽²⁷⁾.

En ce qui concerne les toutes dernières années, il semble difficile de bâtir une explication fondée uniquement sur l'évolution de la prime de risque sur les actifs américains : certes, la montée de l'endettement extérieur des États-Unis constitue un facteur d'affaiblissement tendanciel pour le dollar. Mais les accès de faiblesse des années 1993-1996 ont été suivis d'un rétablissement partiel depuis deux ans alors que la situation extérieure américaine continuait de se dégrader.

(26) Voir aussi la synthèse réalisée par le FMI (1998) sur les liens qui unissent le cycle économique, les taux d'intérêt et les taux de change. *World Economic Outlook*, mai, chapitre III : « The business Cycle, International Linkages and Exchange Rates ».

(27) Voir aussi les commentaires de Krugman (1989).

Ce graphique ne doit donc pas être interprété comme le signe que le marché des changes fonctionne, la plupart du temps, de façon rationnelle. Non seulement des excès à la hausse ou à la baisse ont parfois été observés, mais les Banques centrales ont eu très souvent à intervenir pour stopper certains mouvements de panique. La relative rationalité du marché illustrée ici n'est guère spontanée : elle doit beaucoup à la vigilance des grands pays industrialisés, 1985 : après l'accord du Plaza, la baisse du dollar est accélérée grâce aux interventions des Banques centrales, 1987 : il est stabilisé grâce aux interventions dans le cadre de l'accord du Louvre, 1994 : il est de nouveau stabilisé grâce aux interventions). Le rôle des Banques centrales a été encore plus important dans le cas de la parité dollar-yen, pour laquelle des désajustements majeurs n'ont pu être réduits qu'avec l'aide d'interventions massives sur le marché des changes (en particulier de 1995 à 1998). De fait, la plupart des observateurs attentifs du marché des changes constatent que celui-ci vit un peu sa propre vie, c'est-à-dire qu'il est capable d'enregistrer des mouvements violents sans véritable information économique. Sur les marchés, on parle alors de « correction technique », ce qui cache mal une certaine ignorance des facteurs à l'œuvre. C'est alors que les orientations données par les autorités peuvent se révéler particulièrement utiles pour éviter des fluctuations très larges et déconnectées de toute réalité économique. Les ministres des Finances et les gouverneurs des Banques centrales des pays du G7 ont potentiellement un rôle majeur à jouer.

Une proposition de « surveillance renforcée »

Le premier aspect d'une surveillance renforcée consiste pour les ministres des Finances et les gouverneurs des Banques centrales à analyser l'évolution des trois variables les plus fondamentales en matière de taux de change – l'équilibre de long terme des taux de change pour les principales devises, les écarts de taux d'intérêt réels à long terme et les primes de risque sur différentes devises – de façon à mieux interpréter les mouvements sur le marché des changes.

Plus précisément, par surveillance renforcée du marché des changes par le G7, nous défendons l'idée d'un processus en deux temps.

Évaluation, sur la base d'un rapport préparé par le FMI, des écarts séparant les principales devises d'estimations raisonnables portant sur leur équilibre de long terme

Le rapport du FMI présenterait non seulement les analyses du Fonds, mais discuterait également les autres estimations disponibles. De fait, il semblerait très utile que les services du Fonds maintiennent sur ce thème un dialogue régulier avec le monde universitaire comme avec les intervenants privés sur le marché des changes. Dans l'état actuel des connais-

sances, une estimation unique a peu de chances d'être jugée crédible et d'ancrer les anticipations. Nous suggérons au Fonds de maintenir à jour une base de données reprenant les taux de change d'équilibre de long terme tels qu'estimés par les principales institutions financières privées. Dans beaucoup de grandes banques internationales, les services d'études économiques et financières ne produisent pas de telles estimations et il est probable qu'un intérêt officiel pour de telles évaluations pourrait les inciter à faire un travail plus approfondi sur ce sujet décisif.

Discussion des positions dans le cycle économique et des écarts de taux d'intérêt pour évaluer si les éventuelles surévaluations ou sous évaluations de certaines devises peuvent être justifiées du point de vue des investisseurs

Dans ce domaine également, le FMI devrait fournir le support technique. Dans un marché des changes fonctionnant correctement, les pays dont l'activité économique est particulièrement faible devraient avoir des taux d'intérêt réels relativement bas et un taux de change plutôt faible. La cohérence entre taux d'intérêt réels à long terme et taux de change réels devrait être ainsi étroitement surveillée par le G7. Un tel exercice implique une prise en compte d'éventuelles primes de risque intégrées dans les écarts de taux d'intérêt : rappelons qu'un écart de taux d'intérêt réel à long terme de 1 % (sur des obligations ayant une maturité de dix ans) en faveur des pays étrangers et une prime de risque de 1 % pénalisant la devise du pays considéré justifient de façon tout à fait rationnelle une sous-évaluation potentielle allant jusqu'à 20 % de ce taux de change.

Une des difficultés d'un tel exercice réside dans l'estimation des primes de risque à prendre en compte. En ce qui concerne les pays du G7, et encore plus ceux du G3, les risques politiques et inflationnistes semblent très limités et les différences en matière de dette extérieure constituent probablement la principale source des primes de risque affectant différemment les grandes devises. Un pays avec une dette et des déficits extérieurs importants peut avoir à payer un supplément de rémunération pour, à taux de change donné, recevoir les capitaux étrangers dont il a besoin. Pour le moment, cependant, il est très difficile d'évaluer si un pays est déjà dans la situation où sa dette extérieure devient trop importante pour être facilement financée. Cette observation s'applique tout particulièrement aux États-Unis. Il y a très peu d'informations détaillées sur la facilité avec laquelle l'offre et la demande des différentes devises s'équilibre. En principe, il serait très utile d'avoir plus de renseignements sur les portefeuilles et les anticipations des investisseurs internationaux : dans le cas d'un pays endetté, le besoin d'une prime de risque ne fait aucun doute quand, sur la base d'anticipations de rendement élevées, les portefeuilles des investisseurs sont déjà très déformés en faveur de cette devise.

Malheureusement, pour la plupart des investisseurs, il paraît très difficile de rassembler plus d'informations sur la structure des portefeuilles⁽²⁸⁾. Il y a cependant une exception importante. Les grandes banques internationales ont toutes développé des systèmes internes de suivi des risques de marché. Elles sont donc capables de suivre leur exposition aux différents risques de change, notamment aux évolutions de la parité dollar-euro à partir du 1^{er} janvier 1999. L'information portant sur les principaux taux de change pourrait être collectée par les Banques centrales à un rythme mensuel ou trimestriel, agrégée par la Banque des règlements internationaux (BRI), puis diffusée. Un tel processus poserait de nombreuses questions, notamment celles de la confidentialité des données individuelles, mais il serait de nature à permettre un suivi beaucoup plus fin du marché des changes par les autorités monétaires et les investisseurs privés. Un processus équivalent existe déjà pour les crédits internationaux : la BRI et les superviseurs bancaires nationaux recueillent l'information portant sur les crédits accordés à des étrangers et publient les résultats agrégés sur une base trimestrielle. Une extension de ce processus à l'exposition des banques aux principaux taux de change semble envisageable.

Quelle que soit la méthodologie utilisée, les portefeuilles financiers devraient faire l'objet d'un meilleur suivi. La naissance de l'euro rend des progrès dans ce domaine encore plus indispensables, car il faudra surveiller le processus de diversification des portefeuilles et évaluer les risques d'un éventuel déséquilibre du marché des changes, c'est-à-dire la possibilité d'une offre excessive de dollars et d'un excès de demande pour l'euro (au niveau des taux de change considérés comme équilibrés dans une perspective de moyen et long terme). L'analyse des tendances de l'offre et de la demande sur le marché des changes devrait faire partie intégrale du processus de « surveillance renforcée » envisagé dans ce rapport.

Nous n'attendons pas d'un tel processus qu'il aboutisse à la publication de chiffres exacts. Mais il pourrait aider à forger un consensus entre les principaux responsables de la politique économique sur les évolutions en cours sur le marché des changes. En temps normal, l'attention se concentrerait sur les devises des pays du G7 (dollar, euro, yen, livre sterling, dollar canadien). Deux bénéfices très importants pourraient en résulter :

- Un tel processus pourrait avoir un impact très favorable sur les comportements des investisseurs privés. L'analyse économique fondamentale n'a pas la place qu'elle mérite sur le marché des changes. Les débats entre intervenants sur les marchés ne portent que rarement sur des notions fondamentales comme les équilibres de long terme, les primes de risque ou même

(28) Une façon indirecte consiste cependant à s'appuyer sur les enquêtes portant sur les anticipations des investisseurs pour évaluer la structure de leur portefeuille et les primes de risque, c'est-à-dire les rendements attendus relativement à la rémunération de placements monétaires sans risque. Davanne (1998) plaide ainsi pour le développement d'enquêtes plus régulières et plus fiables portant sur les anticipations des professionnels de marché.

les écarts de taux d'intérêt réels à long terme. En fait, il n'y a même pas de consensus portant sur la méthode de valorisation qu'il convient d'utiliser. Que ce soient pour les obligations ou les actions, les investisseurs sur les marchés et les économistes qui les conseillent ont une idée claire des modèles de valorisation à utiliser (basés sur les profits futurs, les mouvements de taux d'intérêt à court terme, les primes de risque...). Ce n'est pas le cas sur le marché des changes.

Cette situation très particulière est difficile à interpréter⁽²⁹⁾, mais une véritable « recherche de valeur » de la part des autorités publiques, fondée sur une méthodologie transparente, contribuerait à mieux focaliser l'attention du secteur privé sur les fondamentaux économiques jouant un rôle déterminant en matière de taux de change. D'un point de vue plus théorique, il y a, semble-t-il, un problème général de coordination sur les marchés financiers : il n'y a guère d'incitations à trouver le bon modèle et à étudier les véritables variables fondamentales si les autres intervenants ne s'en soucient guère. Pour agir avec succès, un investisseur à court terme doit anticiper les mouvements de ses collègues, plutôt que d'être le seul à se livrer à un travail de recherche approfondi⁽³⁰⁾. Une surveillance renforcée par le secteur public peut encourager un cercle vertueux dans lequel il devient intéressant de tenir compte des variables économiques fondamentales, et où les taux de change deviennent beaucoup mieux connectés aux évolutions économiques sous-jacentes. On peut ainsi espérer que se développe un dialogue plus approfondi au sein de la sphère privée et entre les secteurs publics et privés sur des sujets majeurs comme les taux de change d'équilibre de long terme, les perspectives d'inflation à long terme et leurs conséquences sur les taux d'intérêt réels à long terme ainsi que sur les primes de risque requises sur les différences de devises. Cette dernière question n'est pas la moins importante.

- Le deuxième avantage d'un processus de « surveillance renforcée » serait de faciliter les interventions sur le marché des changes en cas de désajustement manifeste. Premièrement, il faciliterait l'apparition d'un consensus entre décideurs sur la nécessité même de telles interventions. Comme Dominguez et Frankel (1993) l'expliquent : « Si les responsables de la politique économique prennent l'habitude d'examiner de façon explicite comment les évolutions sur le marché des changes dépendent des fondamentaux macroéconomiques, ils seront en meilleure position, non seule-

(29) Il faut reconnaître que la littérature académique n'est pas très conclusive sur les modèles à utiliser. Meese et Rogoff (1983 et 1988) soutiennent que les taux de change n'obéissent pas à une logique économique stable et suivent ce que l'on appelle une marche aléatoire. Ces papiers ont encore une grande influence, bien qu'ils ne testaient pas correctement l'existence d'un lien étroit entre les taux d'intérêt réels à long terme et les taux de change (voir note 24).

(30) Cette observation était d'ailleurs à la base de la célèbre métaphore de Keynes (1936), qui comparait les marchés financiers à un concours de beauté conduit selon des règles très particulières.

ment pour interpréter l'information fournie par le marché des changes sur la perception qu'ont les investisseurs des orientations actuelles des politiques macroéconomiques, mais aussi pour reconnaître les situations où les taux de change s'éloignent des fondamentaux ». En d'autres termes, un processus de « surveillance renforcée » pourrait aider les gouvernements à identifier les situations où les interventions stérilisées offrent réellement un instrument supplémentaire de politique économique. Deuxièmement, les intervenants sur le marché des changes pourraient être plus facilement convaincus de jouer dans le sens des interventions si celles-ci s'appuient sur une analyse approfondie et convaincante des fondamentaux économiques. Comme il a déjà été suggéré, les interventions pourraient même devenir beaucoup moins nécessaires si le processus envisagé conduisait le secteur privé à adopter un comportement moins déstabilisant. De fait, avant même de véritables interventions, les communiqués officiels du G7 pourraient devenir de très puissants instruments de stabilisation si le marché sait qu'ils s'appuient sur une analyse économique et financière aussi approfondie.

Au-delà de la surveillance : les zones cibles « muettes » ou « flexibles »

Nous ne pensons pas que les propositions précédentes suffiront à faire progresser de façon miraculeuse la gestion des taux de change et la coordination internationale des politiques économiques. Elles peuvent influencer significativement le mode de formation des anticipations et le fonctionnement du marché des changes, mais leur contribution à une meilleure coordination des politiques économiques entre les grands pays du G7 pourrait rester assez limitée, au moins dans un premier temps. Il est cependant clair qu'un tel processus de « surveillance renforcée » constitue un préalable pour le nécessaire renforcement du processus de coordination internationale des politiques économiques. Après cette première étape, essentielle et réaliste de notre point de vue, il est possible d'envisager trois processus plus exigeants de gestion du change et de coordination des politiques économiques, classés selon leur faisabilité dans le contexte politique actuel.

Les trois systèmes envisagés ont deux points communs. D'une part, les gouvernements font plus que discuter le bon niveau des taux de change dans une perspective de long terme sur la base de l'expertise fournie par le FMI : partant de l'expérience acquise dans le processus de surveillance, ils se mettent d'accord sur une grille de « parités de référence ». D'autre part, ils définissent en commun les fluctuations autour de ces « parités de référence » qu'ils considèrent acceptables, c'est-à-dire qu'ils se mettent d'accord sur les niveaux de taux de change, 10 ou 15 % de part et d'autre des « parités de référence », où une réaction est jugée souhaitable pour éviter que la divergence ne s'accentue. Les trois processus de coordination envisagés diffèrent cependant selon que l'accord est rendu public ou non et selon la force de l'engagement pris en matière de défense de la zone cible.

Partant du processus de « surveillance renforcée », la première possibilité réside dans la mise en place de « zones cibles muettes ». Dans un tel régime, les gouvernements ne rendent pas public leur accord portant sur les parités de référence et les bandes souhaitables de fluctuation. Relativement à une simple « surveillance renforcée », les gouvernements se mettent d'accord sur le principe d'une défense de la zone qu'ils ont définie, notamment à l'aide d'interventions, stérilisées ou non, alors qu'un tel accord de principe était absent des propositions précédentes. Cette option, assez proche de ce que semble avoir été l'accord du Louvre, combine bien la recherche de la stabilité des changes et le maintien d'une certaine flexibilité. Par son aspect « muet », l'accord de principe évite le « piège des taux de change fixe », c'est-à-dire une situation où un tel capital de crédibilité est investi qu'il devient très difficile d'adapter les cibles. Avec les « zones cibles muettes », les gouvernements définissent en commun leurs objectifs mais ne vont pas jusqu'à prendre des engagements publics, et beaucoup plus contraignants, en matière de coordination des politiques économiques et de défense de taux de change prédefinis. Un tel système apparaît comme une suite naturelle d'un processus de « surveillance renforcée » dans la mesure où des discussions régulières et formalisées sur des taux de change d'équilibre accroîtrait sensiblement la possibilité, politique et technique, d'un accord sur des « parités de référence ». De même, l'expérience acquise dans la surveillance renforcée rendrait plus vraisemblable une réaction appropriée en cas d'écart jugé excessif aux parités jugées équilibrées. Soulignons à nouveau que la « surveillance renforcée » constitue une première étape incontournable, mais que si celle-ci est bien organisée, « les zones cibles muettes » peuvent venir s'imposer assez naturellement comme une amélioration du dispositif.

Les « zones cibles flexibles » peuvent constituer l'étape suivante dans le processus de coordination des politiques économiques. Dans un tel système, par souci de transparence et de façon à jouer sur la formation des anticipations, les gouvernements ne se limitent pas un accord de principe sur les « parités de référence », mais rendent leurs choix publics. Ils indiquent aussi qu'ils entendent faire de leur mieux pour maintenir les taux de change entre devises du G7 dans une bande ayant une largeur raisonnable ($\pm 10\%$ ou $\pm 15\%$) autour de ces références. Mais il n'y a toujours pas d'engagements stricts : les taux de change peuvent quitter la zone cible ce qui contraindrait cependant les pays du G7 à expliquer pourquoi il en est ainsi de leur point de vue et ce qu'ils entendent faire pour ramener les devises sur des niveaux plus équilibrés dans un laps de temps raisonnable.

Un accord autour de « zones cible flexibles »⁽³¹⁾ signalerait de façon très visible que les pays du G7 croient dans les bénéfices de la coopération de façon à éviter des divergences excessives entre leurs économies et de très larges fluctuations des taux de change. De fait, un tel cadre doit être vu

(31) Williamson (1998) appelle « monitoring bands » un système dans lequel il n'y a pas d'obligation stricte à défendre les limites de la zone cible.

comme traduisant un engagement mutuel en faveur de la coordination des politiques économiques, assorti d'une option de sortie qui limite les conséquences en cas d'échec. Comme la proposition de « zones muettes », moins ambitieuse, un tel cadre laisse de la flexibilité en dépit de l'existence de cibles sur lesquels les gouvernements s'engagent. Mais un capital beaucoup plus important de crédibilité est maintenant mis en jeu et le régime est plus exigeant pour les gouvernements que le précédent. Rendre la cible publique nécessite également que le mécanisme permettant de l'adapter si nécessaire aux changements perçus dans les taux de change d'équilibre de long terme soit clairement spécifié de façon à éviter, d'un côté, le piège d'un excès de rigidité et, de l'autre, la perte de crédibilité liée à des ajustements trop fréquents et non justifiés de la cible.

Sous quelles conditions des « zones cibles flexibles » pourraient-elles se transformer en « bandes dures » ? Avec des bandes dures, les gouvernements s'engagent à conserver les taux de change strictement entre les marges qu'ils se sont fixés. La principale difficulté avec un tel mécanisme réside dans la nécessité de règles claires sur les moyens employés pour défendre la bande en cas de divergences des taux de change. Si celles-ci proviennent de différences bien réelles en matière de taux d'intérêt et de positions dans le cycle économique, les interventions sur le marché des changes échoueront probablement et des ajustements de politique économique seront probablement nécessaires. Comment le poids de cet ajustement, imposé par le système, doit-il être partagé ?

En général, dans de tels systèmes, la responsabilité de l'ajustement repose pour l'essentiel sur le pays à devise faible. C'était la règle non écrite (et peut-être même involontaire) qui s'était imposée au sein du SME. Celle-ci ne pose aucun problème quand la faiblesse de la devise trouve son origine dans une politique monétaire trop souple et reflète la crainte, exprimée par le marché, d'une accélération de l'inflation. Les expériences du passé montrent cependant combien il peut être difficile pour un pays de stabiliser sa devise en augmentant ses taux d'intérêt quand la faiblesse du taux de change ne trouve aucunement son origine dans les craintes inflationnistes mais résulte plutôt d'un ralentissement économique.

Des taux d'intérêt plus élevés peuvent facilement inquiéter un peu plus les investisseurs qui peuvent douter de la possibilité de continuer cette politique dans un contexte de faiblesse de l'activité économique. Dans de telles situations, la politique monétaire peut se révéler être un instrument très peu adapté : pas très efficace pour stabiliser la devise et en tout état de cause très pénalisant du point de vue de la croissance. De fait, dans de nombreux cas ce serait plutôt au pays à devise forte de s'adapter, et non pas à celui dont la devise est attaquée. C'est certainement le sentiment dominant en ce qui concerne l'appréciation du dollar au début des années quatre-vingt et du mark à la fin de la même décennie : à dix ans d'intervalle, les « policy mix » de ces deux pays, en associant politique budgétaire laxiste et taux d'intérêt élevés, déstabilisèrent le marché des changes.

Dans leurs « lignes directrices » pour la coordination internationale des politiques économiques publiées en 1987, Williamson et Miller soulignent ces difficultés et définissent des règles spécifiques pour partager le fardeau de l'ajustement en cas de désajustement des taux de change. Bien qu'ils aient mis en évidence certains principes clefs, appliquer de telles règles précises semble difficile à imaginer dans l'actuel contexte politique. Il n'y a pas aujourd'hui de soutien dans les grands pays industrialisés pour un système formel de coordination qui définirait des contraintes *ex ante* sur la conduite des politiques macroéconomiques en fonction des différents scénarios envisageables sur le marché des changes.

Tous les obstacles à la mise en place de « bandes dures » ne doivent pas empêcher d'envisager le processus de « surveillance renforcée » dans le cadre d'un mouvement souhaitable vers les « zones cibles muettes ». Le mode de gestion des taux de change flexibles constitue la question la plus urgente posée aujourd'hui par le fonctionnement du système monétaire international. Le dollar, l'euro et le yen vont continuer à flotter, mais les autorités continueront à intervenir de temps en temps. Nous pensons que les coûts et les échecs du processus actuel d'interventions épisodiques et *ad hoc* sont tout simplement trop élevés. L'association d'une « surveillance renforcée » et de « zones cibles muettes » pourrait conduire à améliorer de façon substantielle le fonctionnement du système, dans l'intérêt à la fois des pays du G7 et de l'économie mondiale dans son ensemble.

Options pour la politique de change des pays émergents

Dans les pays en développement, aucun régime de change ne l'emporte de façon indiscutable sur les autres du point de vue de la croissance et de la stabilité économique. Les expériences passées – avant la succession récente de crises – suggéraient cependant une relation forte entre les taux de change fixes et le contrôle de l'inflation sur un rythme modéré (FMI, 1997 et Ghosh *et al.*, 1995).

Accrocher sa monnaie à une devise étrangère impose certaines disciplines et améliore la confiance que lui portent les investisseurs. De nombreux pays en développement ont utilisé avec succès, au moins de façon transitoire, des taux de change fixes pour lutter contre l'inflation. Les crises récentes soulignent cependant les interrogations sur la viabilité des changes fixes et la nécessité d'améliorations significatives dans la conduite de telles politiques.

À des degrés divers, les pays émergents rencontrent des difficultés particulières pour choisir leur système de change et trouver le bon équilibre entre l'autonomie de leur politique monétaire et la stabilité des parités. Bien que les situations diffèrent beaucoup selon les pays, trois caractéristiques des pays émergents doivent être soulignées :

• La politique économique manque souvent de transparence et de crédibilité. Les incertitudes politiques jouent un rôle très négatif, notamment quand les institutions du pays, faibles et soumises aux pressions politiques, ne peuvent garantir le maintien dans la durée de politiques économiques cohérentes. En conséquence, les perspectives d'inflation sont entourées de beaucoup d'incertitudes. Dans un régime de pur flottement, le taux de change surréagira à ces incertitudes, alors que les autres régimes manqueront eux de crédibilité.

• Les taux de change d'équilibre de long terme peuvent être un peu plus difficiles à évaluer, du fait des incertitudes affectant plusieurs paramètres clefs comme la tendance des gains de productivité, très dépendants des politiques structurelles mises en place, et le niveau « soutenable » du déficit des transactions courantes, dont l'estimation nécessite de faire des hypothèses fragiles sur l'ampleur des financements extérieurs disponibles. Certes, des évaluations du taux de change d'équilibre existent⁽³²⁾, mais le marché des changes manque malgré tout d'une « ancre », c'est-à-dire d'un point de vue clair sur la position d'équilibre du change dans une perspective de moyen ou long terme.

• En supposant que le marché mondial des capitaux fonctionne correctement, les pays émergents devraient se situer en position de débiteurs : le manque de capital dans ces pays devrait se traduire par une rendement élevé des investissements de nature à attirer l'épargne en provenance des pays industrialisés. Dans la réalité, ce recyclage se fait difficilement et le coût du capital étranger dans les pays émergents apparaît très instable. Il dépend d'un ensemble complexe de facteurs, dont d'ailleurs la situation générale des pays émergents pris globalement, mais l'instabilité des changes en constitue l'un des principaux déterminants : l'investisseur qui « importe » de l'épargne étrangère prend un risque de change et la prime de risque qui en résulte dépend beaucoup de la volatilité des parités. Pour un pays endetté, un flottement incontrôlé ou un système de change fixe qui manque de crédibilité peut résulter en un coût du capital à la fois élevé et instable⁽³³⁾.

En conséquence, les pays émergents rencontrent encore plus de difficultés que les grands pays industrialisés pour définir leur régime de change. D'une part, il est tentant de défendre la nécessité d'une certaine flexibilité pour les pays décident d'accrocher leur monnaie à une autre. D'autre part, on peut craindre une contradiction entre un accrochage flexible et un haut degré de mobilité des capitaux : l'accrochage de la monnaie semble constituer une invitation à la spéculation. Les spéculateurs savent que cet accrochage peut être remis en question. Beaucoup d'observateurs soutiennent

(32) Voir Williamson (1994).

(33) De façon générale, les modèles de valorisation supposent que les primes de risque dépendent du carré de la volatilité : un doublement de celle-ci peut provoquer un quadruplement de la prime de risque. Dans des situations de grande volatilité, cette dernière peut atteindre des niveaux extrêmes.

ainsi que les taux de change fixes présentent de grands risques à moins qu'ils ne soient tellement rigides et crédibles qu'ils dissuadent les spéculateurs de s'y attaquer. C'est pourquoi les débats entre économistes se concentrent trop souvent sur deux options, et deux options seulement : soit un flottement libre, éventuellement géré à la marge pour éviter une volatilité excessive, soit une « caisse d'émission », *currency board*, dont on attend qu'il renforce la crédibilité du change fixe. Ces deux options sont discutées rapidement dans ce qui suit. Nous pensons cependant qu'elles donnent une image beaucoup trop limitée des choix possibles. Comme nous l'avons déjà souligné, les solutions intermédiaires n'ont jamais la simplicité rassurante des régimes extrêmes. Mais elles peuvent être conçues de façon à fournir le niveau nécessaire de flexibilité, tout en limitant les coûts d'une flexibilité excessive. Nous expliquerons ainsi comment un système de « parités de référence ajustables » pourrait fonctionner.

Le flottement : un système difficile à gérer

De nombreux économistes ont défendu à la lumière des crises récentes que le flottement constituait la seule option raisonnable. Nous ne sommes pas convaincus. Le flottement procure de la flexibilité, mais peut se révéler très contraignant en ce qui concerne les politiques économiques suivies. Pour les petites économies ouvertes sur l'extérieur de nombreux pays émergents, le taux de change est un prix beaucoup trop important pour dépendre totalement de marchés financiers internationaux instables et des changements d'humeur des investisseurs internationaux. Les changes fixes ajustables tels que pratiqués dans le passé ne constituent peut-être pas une solution soutenable, mais, de façon symétrique, il ne faut pas sous-estimer la difficulté que rencontre la conduite de la politique économique dans une situation de changes flottants.

Deux questions méritent d'être soulignées. D'une part, le flottement du change laisse les pays en développement en face de signaux de prix très imprécis, ce qui a toutes les chances d'être défavorable à l'investissement et à leur développement. Pour des petites économies ouvertes qui dépendent beaucoup des échanges extérieurs et de l'épargne étrangère, des taux de change parfaitement flexibles ne semblent pas constituer une option très attractive. Des taux de change flexibles peuvent soumettre les pays émergents, même les plus grands d'entre eux, à des fluctuations très importantes de leur taux de change réel et peuvent présenter des coûts importants, même pour des économies bien gérées. D'autre part, le taux de change peut constituer un guide utile pour la conduite de la politique monétaire dans des pays où celle-ci est sous-développée et a été trop souvent dans le passé mobilisée pour financer les déficits publics et alimenter l'inflation, voire l'hyperinflation. Il apparaît ainsi difficile de recommander avec assurance le flottement du taux de change pour les pays en développement à la recherche de politiques économiques stables. Le flottement apparaît plus comme un luxe à la disposition des grands pays développés ayant atteint la maturité dans la conduite de leur politique économique.

Comment gérer un flottement pour éviter des fluctuations très importantes des taux de change ? Il s'agit d'une question centrale et un flottement réussi repose probablement sur deux conditions. D'une part, la politique monétaire doit être jugée crédible : l'absence d'ancre externe rend encore plus indispensable l'existence d'une ancre interne. Un banquier central indépendant constitue une première réponse. Un banquier central indépendant doté d'une cible d'inflation semble faire encore mieux l'affaire, dans la mesure où cette cible d'inflation permet de mieux juger de la politique suivie et accroît la possibilité d'un contrôle sur les performances de la Banque centrale. L'indépendance des Banques centrales et le recours aux cibles d'inflation constituent des tendances assez récentes dans les pays industrialisés et peuvent d'ailleurs être interprétés comme des réponses à l'accroissement de la mobilité internationale des capitaux. Cette option exige cependant des institutions efficaces et n'apparaît envisageable que pour les plus développés des pays émergents⁽³⁴⁾. D'autre part, il est important de surveiller le marché des changes, comme nous l'avons déjà souligné à propos des politiques suivies par le G7. Les autorités nationales – et les marchés – doivent s'interroger de façon sérieuse sur le bon niveau du taux de change dans une perspective de long terme et évaluer de façon permanente dans quelle mesure la situation sur le marché des changes peut s'expliquer par la prise en compte de positions différentes dans le cycle économique. Compte tenu de toutes les difficultés d'un tel exercice, il ne semble, là aussi, à la portée que des seuls pays émergents les plus avancés. Il est cependant possible d'espérer que la mise en place avec succès d'un processus de « surveillance renforcée » entre pays du G7 aiderait également les pays émergents, de façon directe en réduisant la volatilité entre les principales devises mondiales mais aussi de façon plus indirecte si elle conduit au développement chez les investisseurs privés de méthodes de valorisation plus soucieuses des fondamentaux économiques. De plus, les pays émergents bénéficieraient certainement de l'expérience acquise par les praticiens du G7 dans la conduite de ce processus de « surveillance renforcée ». Nous recommandons d'ailleurs fortement que les pays émergents les plus avancés qui décident d'adopter l'option exigeante d'un flottement géré de leur taux de change soient invités de façon périodique à rencontrer les représentants du G7 pour des consultations portant sur les modalités de la surveillance et de l'assistance mutuelle. Les marchés réagiraient sans doute de façon favorable à une telle collaboration qu'ils pourraient même interpréter comme un soutien stabilisateur, bien qu'implicite.

Notre conclusion est ainsi qu'un flottement géré des taux de change ne s'impose pas comme une solution ayant un caractère universel. Bien qu'un tel régime ne doive pas être exclu, il constitue un cadre exigeant et ne permet certainement pas un relâchement des contraintes portant sur la politique économique.

(34) Voir Masson et al. (1997).

« Caisse d'émission » : une solution transitoire ?

L'expérience de l'Argentine illustre le fait que des « caisses d'émission » (*currency board*) peuvent contribuer à rétablir la stabilité de pays dont la devise a perdu toute crédibilité. Ils peuvent constituer une réponse très efficace aux périodes d'hyperinflation. Pourtant, dans une perspective de moyen terme, une caisse d'émission a les mêmes inconvénients que les autres systèmes de change très rigides. Si les observateurs commencent à s'interroger sur la volonté des autorités de conserver ce système, les taux d'intérêt doivent monter et ceci peut de fait ébranler le soutien dont le système bénéficiait initialement. Le risque d'un cercle vicieux ne doit pas être sous-estimé. Il est difficile de croire que les pays ayant mis en place une caisse d'émission ne se retrouveront jamais dans une situation où il devient si coûteux de maintenir la parité inchangée que les investisseurs testent de façon agressive la force de cet engagement. Hong Kong, comme l'Argentine, ont déjà par le passé subi des coûts importants. De façon intéressante, la réponse des autorités argentines a consisté jusqu'à présent à assouplir quelque peu les règles de la caisse d'émission – ce qui peut pousser à s'interroger sur son avenir – tout en lançant l'idée d'une « dollarisation » totale, de façon à afficher leur détermination et à renforcer leur crédibilité. Il s'agit là pour les autorités d'un jeu bien subtil qui peut rencontrer de nombreux obstacles.

En conséquence, il est difficile de considérer que les caisses d'émission puissent constituer une solution universelle. Ce qui peut fonctionner en Argentine peut échouer ailleurs. De plus, l'idée de caisse d'émission n'est pas sans contradictions. Dès que la crédibilité des autorités monétaires a été rétablie, les entrées de capitaux tendent à pousser la devise à la hausse et il peut sembler opportun d'introduire plus de flexibilité. Le succès même d'une caisse d'émission peut menacer sa crédibilité. Par ailleurs, il ne peut y avoir de crédibilité durable d'une caisse d'émission si le pays qui l'adopte ne parvient pas à renforcer ses institutions, notamment en s'appuyant sur une Banque centrale indépendante et un secteur bancaire bien supervisé et fonctionnant de façon efficace. Mais le renforcement des institutions rend possible en retour un changement de système de change. Ainsi, une caisse d'émission peut apparaître comme un bon système transitoire permettant d'accroître les chances de succès du passage ultérieur à un flottement géré du taux de change.

De fait, les caisses d'émission trouvent plus de justifications comme régimes temporaires que comme systèmes permanents⁽³⁵⁾. Il y a notamment une région du monde très particulière où ils peuvent constituer de bons systèmes de ce point de vue : beaucoup de pays d'Europe centrale souhaitant rejoindre la zone euro peuvent envisager une caisse d'émission assise sur la devise européenne comme la clef permettant une adhésion *de facto* dans l'Union économique et monétaire.

(35) Williamson (1995) soutient cependant l'idée selon laquelle les caisses d'émission peuvent constituer de bons régimes permanents pour des petites économies très ouvertes comme Hong Kong.

Les mérites d'un système de « parités de référence ajustables »

De nombreuses Banques centrales sont à la recherche d'une façon souple de stabiliser les taux de change sur des niveaux prédéfinis compatibles avec un développement économique équilibré sur la moyenne et longue période. Le régime des « parités de référence ajustables » que nous allons maintenant décrire vise cet objectif tout en introduisant trois inflexions majeures aux politiques de changes fixes qui ont conduit aux crises récentes. La parité de référence doit être redéfinie de façon régulière, les pressions à la hausse dans les périodes de forte conjoncture doivent être mieux gérées, la réponse face aux pressions à la baisse doit être beaucoup plus progressive.

Maintien d'ajustements réguliers de la parité de référence

L'expérience acquise notamment avec le peso mexicain en 1994 et depuis deux ans avec la Thaïlande et le Brésil suggère que le refus d'ajuster une parité à temps peut se révéler très coûteux et affaiblir fortement la confiance des marchés. Comme il est souvent dit, « trop de rigidité tue la rigidité ». La crédibilité et la confiance sont condamnées à disparaître tôt ou tard quand les autorités laissent un taux de change réel s'apprécier progressivement au point de devenir surévalué ; les contraintes liées à la défense de la parité deviennent de plus en plus coûteuses et, à terme, l'ajustement se produit de façon particulièrement brutale. La crédibilité d'un taux de change fixe ne dépend pas uniquement des engagements pris par les autorités, mais elle repose également sur une progression suffisante des gains de productivité, de façon à éviter la surévaluation de la devise. Une seconde leçon porte sur la notion même de change fixe. « L'ancre » choisie doit être discutée avec soin. Plutôt que de fixer leur devise à une monnaie étrangère spécifique, les pays doivent plutôt prendre un panier approprié de monnaies comme ancre ; plus fondamentalement, plutôt que de fixer le taux de change lui-même, il s'agit en fait de « fixer une méthode » permettant d'ajuster de façon régulière le taux de change en ligne avec l'évolution des fondamentaux économiques.

Plus précisément, une parité de référence doit impérativement être définie par rapport à un panier de monnaies tenant compte de la structure des échanges extérieurs. Celui-ci doit au minimum être composé du dollar, de l'euro et du yen⁽³⁶⁾. Un des facteurs déclenchants de la crise asiatique fut la forte perte de compétitivité des pays ayant indexé leurs devises de façon excessive sur le dollar, quand celui-ci a fortement progressé face au yen en 1996 et 1997. Cette parité de référence doit aussi être ajustée de façon glissante (« crawling peg ») et le rythme de la dépréciation – ou de l'appré-

(36) On peut de plus imaginer que le FMI construise des indices représentatifs des devises des pays émergents qui pourraient être pris en compte dans les paniers de référence, au côté du dollar, de l'euro et du yen.

ciation – devrait être connu à l'avance. L'objectif de cet ajustement serait de garantir le maintien de la parité de référence sur des niveaux soutenables à moyen et long termes⁽³⁷⁾. Le rythme de l'ajustement devrait être une des questions centrales discutées avec le FMI à l'occasion de l'examen annuel du pays considéré au titre de l'article IV des statuts du Fonds. Nous reviendrons un peu plus tard sur la question générale du rôle du FMI en matière de politiques de change.

Vigilance face aux risques d'inflation en période de forte activité économique

La capacité à durcir les conditions monétaires dans une situation de surchauffe peut être sévèrement limitée si la priorité est donnée de façon trop rigide à la stabilisation des changes. Une tendance à l'augmentation des taux d'intérêt peut entraîner de fortes entrées de capitaux qui limiteront en fait fortement la possibilité de hausse des taux d'intérêt, sauf à entreprendre des interventions stérilisées massives sur le marché des changes. Dans un tel cas de figure, il peut apparaître souhaitable d'autoriser une appréciation de la devise au-dessus de sa parité de référence. En cas d'activité économique trop soutenue, la poursuite d'une politique de stabilité des changes ne doit pas limiter l'aptitude des autorités à fixer les taux d'intérêt de manière à contrôler l'inflation. Ceci dit, la réponse optimale face aux tendances à l'appréciation de la devise dépend de façon déterminante du contexte économique.

Par exemple, si la forte activité économique repose sur une consommation des ménages anormalement forte – situation mexicaine au début des années quatre-vingt-dix – la meilleure réponse est à l'évidence un durcissement de la politique budgétaire qui permet d'éviter une hausse des taux d'intérêt et une appréciation du change. Cette dernière pénaliserait le secteur exportateur qui n'est pas la source des difficultés et contribuerait à un élargissement du déficit extérieur.

Dans de nombreux cas, cependant, la politique budgétaire ne peut pas être utilisée pour s'attaquer à la source des déséquilibres, et une augmentation des taux d'intérêt associée à une appréciation du change apparaissent comme un moindre mal comparés à une accélération de l'inflation. Dans une telle situation, un freinage ciblé des entrées de capitaux, fondé sur des mécanismes comme la fameuse « taxe chilienne », peut cependant apporter une aide utile.

(37) Il faut souligner qu'une telle politique d'ajustement glissant ne permet pas d'élargir les marges de manœuvre de la politique monétaire. Planifier une dépréciation du change ne peut pas être une réponse efficace face à un ralentissement conjoncturel. L'effet favorable sur la compétitivité n'interviendra qu'avec retard alors que dans un premier temps les taux d'intérêt doivent progresser pour convaincre les investisseurs de conserver la devise concernée en dépit de sa tendance à se déprécier. Au total, dans un premier temps, les conditions monétaires sont plutôt durcies. Le secteur exportateur peut cependant réagir favorablement en anticipant l'impact favorable de la dépréciation à venir.

Mécanisme crédible, transparent et progressif de réponse face aux pressions à la baisse de la devise

Les crises de change des années quatre-vingt-dix, au sein du SME comme celles ayant touché les pays émergents, ont clairement illustré l'échec des politiques rigides et automatiques de lutte contre la spéculation caractérisées par l'engagement total des réserves de change et le relèvement massif des taux d'intérêt au risque de créer une récession. À l'évidence, ces politiques ne sont pas efficaces pour rétablir la confiance en la monnaie, car les spéculateurs doutent qu'elles réussissent.

Elles font même peser le risque d'un véritable désastre en cas d'échec (plus de réserves de change, perte de toute crédibilité monétaire, voire politique). Il est très difficile d'éviter ainsi un ajustement du taux de change en réponse à une attaque spéculative.

Ce mode inadéquat de défense des parités fixes n'est cependant pas la seule option envisageable pour préserver la stabilité des taux de change. La politique de change française sur la période allant de l'été 1993 au printemps 1995 constitue un intéressant exemple de « politique de l'élastique ». Après l'élargissement, le 2 août 1993, des marges de fluctuation des devises appartenant au mécanisme de change du SME, le Gouvernement français a décidé, contrairement aux attentes du marché, de ne pas utiliser la possibilité retrouvée de mener une politique monétaire indépendante orientée de façon prioritaire en faveur de la croissance. De façon indirecte, par une succession de messages codés, les autorités monétaires ont fait savoir aux marchés que les taux d'intérêt français seraient maintenus significativement au-dessus des taux d'intérêt allemands tant que la parité franc-mark ne serait pas revenue au voisinage du taux pivot au sein du SME. La politique de taux d'intérêt est ainsi restée alignée sur celle de l'Allemagne, avec le maintien d'une prime de risque stable et raisonnable destinée à encourager les achats de francs. Cette « politique de l'élastique », interrompue à partir du printemps 1995, fut un remarquable succès du point de vue du change puisqu'elle a permis de ramener le franc au voisinage de son cours pivot au sein du SME dès la fin de 1993⁽³⁸⁾. Cette politique a atteint ses objectifs parce qu'il s'agissait d'une crise dite de « deuxième génération » : le marché ne mettait pas en cause la soutenabilité de moyen et long termes de la parité entre le franc et le mark, mais il s'interrogeait sur la volonté des autorités françaises de continuer à en supporter les coûts à court terme. L'orientation de la politique monétaire après l'ouverture des marges de fluctuation a permis de répondre aux interrogations du marché qui en a en quelque sorte pris acte en ramenant le franc à proximité de son cours pivot. Les remarquables succès enregistrés par les Banques centrales européennes en matière de

(38) Ce qui n'a pas fait disparaître toutes les interrogations sur la priorité accordée au change dans un contexte initial – celui de l'été 1993 – marqué par une croissance hésitante et un chômage en hausse.

gestion des taux de change à partir de 1993 ont été soulignés par Bartolini et Prati (1998). Leur analyse « met en évidence l'utilité de cette approche pour d'autres pays qui contrôlent leur taux de change ».

Dans le cas français, il y avait à l'évidence de nombreuses raisons spécifiques ayant contribué au succès de la « politique de l'élastique ». Les fondamentaux économiques étaient beaucoup plus solides que dans les pays émergents et la perspective de l'Union économique et monétaire renforçait de façon substantielle la crédibilité de l'engagement français en faveur de changes stables. En dépit de ces différences, il est cependant possible de tirer de cette expérience plusieurs leçons très générales sur la façon de préserver la stabilité des taux de change quand celle-ci se trouve sous le feu des marchés.

Pour commencer, face à des tensions à la baisse sur le change, la première question que les autorités doivent se poser est celle de la soutenabilité de la parité ainsi attaquée. Si celle-ci a été correctement gérée dans le passé, c'est-à-dire basée sur un panier de devises assez large et ajusté de façon régulière, elle n'a en principe pas de raison d'être remise en cause. S'il apparaît cependant un problème réel de soutenabilité, la réaction logique consiste à effectuer un réajustement⁽³⁹⁾. Il est important de souligner que les réajustements ne doivent pas être exclus par principe, car c'est la possibilité même de réajustements qui incite les marchés à ausculter la position économique fondamentale du pays concerné et la compatibilité du taux de change courant avec le maintien d'une croissance économique équilibrée dans le moyen et le long termes.

Ensuite, en réaction à d'éventuelles attaques, la défense du taux de change jugé soutenable doit reposer sur un mécanisme progressif. La « politique de l'élastique » consiste à faire preuve de flexibilité dans la défense de la parité de référence elle-même (pas de hausse des taux d'intérêt à des niveaux insoutenables, protection des réserves de change), en s'inspirant du mécanisme « à la française » dès que le change de référence est nettement enfoncé⁽⁴⁰⁾ : les taux d'intérêt sont alors indexés de façon transparente sur les taux étrangers, après prise en compte d'une prime de risque significative définie en tenant compte des caractéristiques du pays concerné. Cette prime de risque est maintenue ou augmentée tant que la devise n'a pas rejoint sa parité de référence. Si nécessaire, cette défense est soutenue par des interventions sur le marché des changes.

À certains égards, l'approche qui vient juste d'être décrite apparaît comme un approfondissement du système des zones cibles pour pays émergents tel que discuté par Williamson (1998). La principale insuffisance des

(39) Certains chocs structurels peuvent être de nature à justifier un tel réajustement, c'est par exemple le cas d'une baisse jugée durable du prix des matières premières dans un pays producteur.

(40) Par exemple, si la devise s'écarte de plus de 2 % de sa parité de référence.

traditionnelles « bandes glissantes » ou « *crawling bands* » provient cependant de l'absence de règles claires pour la conduite de la politique monétaire quand le taux de change se situe dans sa bande de fluctuation. Pour certains, la politique monétaire peut se concentrer sur la stabilisation interne de l'économie tant que la devise n'a pas atteint ses cours limites. Cette approche pose de nombreux problèmes. Les marges de manœuvre dont bénéficie la politique monétaire ne doivent pas être surestimées, sauf si la marge de fluctuation est très large, ce qui conduit presque à parler d'un régime de change flottant. Si les autorités monétaires de pays émergents souhaitent utiliser la totalité des marges de fluctuation, sans défendre la parité centrale, les intervenants sur le marché des changes réagiront probablement en avance et les taux de change pourraient manifester une grande instabilité, rejoignant en fonction de la conjoncture le plafond ou le plancher de la zone cible avant même que les autorités aient pu bouger les taux d'intérêt. De fait, la plupart des pays émergents utilisant un système de bandes glissantes essaient de stabiliser leur devise au voisinage du taux central, et les réflexions précédentes visent à préciser la meilleure façon de le faire de façon à la fois crédible et flexible.

Le FMI et la politique de change des pays émergents

Contribuer au bon fonctionnement du Système monétaire international constitue une des principales responsabilités du FMI depuis sa création. Avant toute chose, le Fonds devrait être un pôle central d'expertise en ce qui concerne la soutenabilité des taux de change. Comme il a déjà été souligné, cela exige un dialogue beaucoup plus systématique avec les milieux académiques et le secteur privé. Cette expertise du FMI a vocation à être mobilisée dans le contexte du processus de « surveillance renforcée » envisagé pour les pays du G7. Elle doit aussi servir de base aux examens annuels des différents pays au titre de l'article IV des statuts du Fonds.

Il faut souligner avec force à ce stade qu'il ne peut y avoir de dialogue ouvert et honnête sur ces sujets, que ce soit entre les gouvernements et le FMI ou entre la sphère publique prise au sens large et la sphère privée, sans l'introduction de plus de flexibilité dans les systèmes de change. Flexibilité et dialogue sont indissociables. Avec des taux de change rigides, les gouvernements ne peuvent s'offrir le luxe de doutes concernant leur engagement à défendre les taux de change courants et il n'est pas aisés pour le FMI de discuter la soutenabilité de ceux-ci. Les crises récentes ont illustré combien ce piège pouvait se révéler coûteux.

La gestion des crises pose des questions de nature totalement différente (dans quelle mesure un prêteur en dernier ressort international est-il nécessaire ? comment réduire les risques « d'aléas de moralité » ? etc.). Bien que ces questions ne constituent pas le sujet de ce rapport, trois observations majeures, très liées aux discussions précédentes, peuvent être faites.

Premièrement, en temps de crise, le FMI devrait se fixer comme principe d'action de ne pas aider un pays à défendre un taux de change fixe et rigide. En règle générale, les pays devraient remplir un certain nombre de conditions pour être éligibles à cette aide :

- se mettre d'accord avec le FMI sur ce qui constitue un taux de change approprié dans une perspective de moyen terme ;
- accepter d'utiliser une réponse flexible pour défendre le niveau de référence ainsi défini en commun.

Comme toute règle, le second principe peut faire l'objet de quelques exceptions, par exemple quand un pays est confronté à l'hyperinflation, qu'il a perdu toute crédibilité monétaire et a ainsi besoin, au moins temporairement, d'une ancre externe très rigide. De plus, les pays en développement les plus pauvres, qui ont généralement gardé un dispositif complet de contrôle des changes et sont moins exposés à des pressions spéculatives, sont en meilleure position pour défendre de façon stricte la parité définie en commun. En tout état de cause, le programme brésilien de novembre 1998 devrait être le dernier permettant à un pays d'utiliser les financements internationaux sans aucun contrôle sur sa politique de change.

Deuxièmement, en contrepartie de taux de change plus flexibles, la communauté internationale devrait agir de façon beaucoup plus résolue pour éviter des mouvements de surajustement du change. La chute libre d'une devise s'accompagne de sérieux risques de contagion internationale et crée généralement un cercle vicieux (faillite des agents endettés, et perte de confiance encore plus marquée envers le pays en crise). Sur ce point, il peut être opportun de discuter la notion de prêteur en dernier ressort : la communauté internationale, au travers du FMI ou du G7, devrait être prête à mobiliser de très larges financements pour éviter les paniques et les chutes libres de certaines devises sur le marché des changes. Ramener le calme sur des marchés ayant perdu toute stabilité peut être une nécessité, alors que prêter de façon massive pour défendre un taux de change rigide, comme au Brésil, conduit, la plupart du temps, à une perte de temps et d'argent.

Troisièmement, de façon à éviter un phénomène excessif « d'aléa de moralité », le soutien du FMI doit s'accompagner de contraintes fortes. La conditionnalité a deux dimensions. La dimension traditionnelle porte sur la politique économique future du pays en crise. Le FMI a une expertise considérable sur ces questions : les politiques budgétaires doivent viser au maintien de la solvabilité du secteur public, l'inflation doit être contrôlée et les taux d'intérêt maintenus à un niveau compatible avec des taux de change raisonnablement stables. Mais le défi actuel consiste à définir de nouvelles conditionnalités « *ex ante* » : l'importance du soutien devrait dépendre du respect des différents « codes de bonne conduite » dans la période précédant la crise. Dans ce domaine, les questions de politique de change et de supervision bancaire occupent une position tout à fait centrale. Les sujets précédents sont au cœur de toute discussion de l'architecture financière internationale.

Conclusion

Cette étude part d'un diagnostic peu favorable sur le Système monétaire international actuel, dont le fonctionnement laisse trop à désirer. Il entretient une instabilité excessive des taux de change entre les grandes monnaies, comme la trajectoire récente de la parité dollar-yen l'a amplement illustré. Il y a également de bonnes raisons de penser que la parité euro-dollar pourrait à l'avenir connaître une forte instabilité. Mais ce sont surtout les pays en développement qui ont le plus souffert des conséquences négatives de ce système défectueux : des politiques inadéquates se sont conjuguées à des marchés inefficaces pour conduire à la débâcle financière la plus grave de la période de l'après guerre.

Trois messages importants ressortent de cette réflexion. Premièrement, aucun système ne peut offrir d'alternative à la recherche de la crédibilité des politiques économiques, dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement. Pour les premiers, cette crédibilité apparaît comme une des conditions permettant d'espérer un degré raisonnable de stabilité du taux de change. Dans les seconds, cependant, il existe une possibilité d'interaction dynamique entre le régime de taux de change et le processus d'édification graduelle de la crédibilité et nous pensons qu'un certain ancrage nominal du taux de change, convenablement géré, peut être tout à fait bénéfique.

Deuxièmement, l'efficacité des marchés des changes peut certainement être améliorée. Comme le dit Krugman (1989), « les marchés des changes se comportent beaucoup plus comme les marchés financiers instables et irrationnels décrits par Keynes que comme les marchés efficaces décrits par la théorie financière moderne ». Sur ces marchés, les principes de base de la valorisation financière sont souvent ignorés et aucun effort cohérent de mesure du niveau adéquat du taux de change n'est véritablement entrepris, même quand les politiques économiques sont stables et crédibles. C'est pourquoi les autorités monétaires ont un rôle important à jouer en incitant plus fortement les marchés, d'une part, à mener des recherches sur le niveau d'équilibre à long terme du taux de change et, d'autre part, à analyser correctement les conditions cycliques qui peuvent justifier une divergence temporaire entre les taux actuels et ces niveaux.

Troisièmement, quels que soient les efforts déployés pour renforcer la crédibilité et l'efficacité des marchés, les divergences entre les politiques économiques ne peuvent que mettre à mal la stabilité du taux de change. Toute réforme ambitieuse du Système monétaire international doit nécessairement traiter, tôt ou tard, des problèmes de la coordination. Mais ce rapport ne discute pas des règles spécifiques de cette coordination pour deux raisons. D'une part, nous pensons que des améliorations majeures peuvent encore être apportées au système sans de telles règles et, d'autre part, le temps ne semble pas encore venu pour envisager, avec réalisme sur le plan politique, de mettre en œuvre une coordination systématique des

politiques monétaires et budgétaires des pays du G3. On ne peut cependant exclure des avancées au cas par cas, et cette question mérite de plus amples analyses.

Dans ce rapport, nous avançons deux recommandations. Nous proposons que les pays du G3 mettent en place un mécanisme de « surveillance renforcée » par lequel ils assureraient un suivi approfondi de l'évolution des taux de change. Ce suivi serait fondé sur deux éléments principaux :

- des estimations des taux de change d'équilibre réels à long terme, élaborées par le FMI et ajustées dans le cadre d'une interaction régulière avec les marchés ;
- une réflexion sur les raisons des divergences potentielles entre les taux observés et les taux d'équilibre ainsi définis, en tenant compte des différentiels de taux d'intérêt réels, de toute mesure raisonnable d'éventuelles primes de risque et des conditions cycliques.

Nous pensons que cela aiderait grandement à guider les anticipations des marchés et inciterait les investisseurs privés à discuter la valorisation des différentes devises sur des bases plus saines. Nous recommandons également que cette première avancée, tout à fait déterminante, de la coopération monétaire internationale soit accompagnée d'une évolution vers la mise en place de « zones cible muettes », que nous considérons comme un mécanisme réaliste de flexibilité contrôlée des taux de change. Comme nous l'avons dit, nous écartons fermement toute tentative de limitation artificielle de la flexibilité normale des changes.

Pour les marchés émergents, nous avons analysé les mérites d'un système de « parités de référence ajustables ». Il ne s'agit pas, pour nous, d'une solution universelle ; mais pour certains pays, comme le Brésil à la date où ce rapport est rédigé, un tel système peut apparaître comme un compromis attractif entre une « caisse d'émission » (*Currency Board*) et le flottement totalement libre. Il requiert :

- la définition d'une parité de référence par rapport à un panier de monnaies qui soit le reflet de la structure du commerce extérieur, à un niveau considéré comme durable sur un horizon de moyen à long terme, et qui évoluerait régulièrement pour maintenir cette cohérence de long terme ;
- un processus asymétrique d'ajustement, par lequel la politique monétaire préfère l'appréciation de la monnaie (par rapport à la parité de référence) à l'inflation et le resserrement monétaire à la dépréciation ;
- une surveillance exercée par le FMI et la communauté internationale, marquée par la volonté de réagir fermement face à tout désajustement du taux de change qui se produirait malgré le « bon » comportement du pays au vu des deux premières règles.

Ceci conduirait à une sorte de conditionnalité « *ex ante* » qui, en échange du respect de « codes de bonne conduite », permettrait au pays de pouvoir compter sur l'aide internationale si besoin était.

Nous pensons qu'il s'agit là de propositions concrètes, raisonnables et applicables. Elles ne constituent pas une réforme radicale du système monétaire international, mais elles offrent la perspective d'une économie mondiale beaucoup plus stable, et donc plus prospère. Elles tirent les leçons des crises monétaires récurrentes observées dans les années quatre-vingt-dix, qui ont débuté en Europe et ont atteint le Mexique, puis la parité dollar-yen avant de s'abattre sur l'Asie et le monde entier. Ces propositions représentent les avancées initiales minimales si l'on veut réduire le risque de perturbations semblables – et peut-être même plus graves – dans l'avenir. Nous recommandons vivement leur adoption le plus tôt possible.

Références bibliographiques

- Aglietta M. (1997) : *Macroéconomie internationale*, Paris, Montchrestien.
- Bartolini L. et A. Prati (1998) : « Soft Exchange Rates Bands and Speculative Attacks: Theory and Evidence from the ERM since August 1993 », *IMF Working Paper*, 98/156.
- Baxter M. (1994) : « Real Exchange Rates and Real Interest Differentials: Have We Missed the Business-Cycle Relationship? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33.
- Bergsten F. et R. Henning (1996) : « Global Economic Leadership and the Group of Seven », *Institute for International Economics*.
- Bergsten F. (1997) : « The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation » in *EMU and the International Monetary System*, Masson, Krueger et Turtelboom (eds.), Washington DC, Fonds Monétaire International.
- Bergsten F. (1998) : « How to Target Exchange Rates », *The Financial Times*, 20 novembre.
- Bismut C. et P. Jacquet (1999) : « The Euro and the Dollar. An Agnostic View », *Note de l'IFRI*, n° 17.
- Blanchard O. (1997) : *Macroeconomics*, Prentice Hall.
- Bryant R. et al. (eds.) (1988): *Empirical Macroeconomics for Interdependent Economies*, Washington DC, Brookings Institution.
- Catte P., G. Galli et S. Rebecchini (1994) : « Concerted Interventions and the Dollar: An Analysis of Daily Data » in *The International Monetary System*, Kenen, Papadia et Saccomani (eds.), Cambridge University Press.
- Coe D. et S. Golub (1986) : « Exchange Rates and Real Long-Term Differentials: Evidence for Eighteen OECD Countries », *Document de travail de l'OCDE*.

- Cooper R.N. (1985) : « Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies » in *Handbook for International Economics*, Jones et Kenen (eds.), Amsterdam, North-Holland.
- Davanne O. (1990) : « La dynamique des taux de change », *Économie et Statistique*, n° 236.
- Davanne O. (1998) : *L'instabilité du Système financier international*, Rapport au Premier ministre, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 14, Paris, La Documentation Française.
- Dobson W. (1991) : « Economic Policy Coordination: Requiem or Prologue? » in *International Economics*, Washington DC, Institute for International Economics.
- Dobson W. et P. Jacquet (1998) : *Financial Services Liberalization in the WTO*, Institute for International Economics.
- Dominguez K. (1990) : « Market Responses to Coordinated Central Bank Intervention », *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 32, pp. 121-64.
- Dominguez K. et J. Frankel (1993) : *Does Foreign Exchange Intervention Work?*, Washington DC, Institute For International Economics.
- Dornbusch R. (1976) : « Expectations and Exchange Rate Dynamics », *Journal of Political Economy*, 84.
- Dornbusch R. et P. Jacquet (1999): *How to Make EMU a Success*, Mimeo.
- Eichengreen B.J. (1996) : *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton N.J., Princeton University Press.
- Eichengreen B., J. Tobin et C. Wyplosz (1995) : « Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance », *Economic Journal*, 105, janvier.
- FMI (1997) : « Régimes de change et performances économiques des pays en développement », chapitre IV, *World Economic Outlook*, octobre.
- FMI (1998) : *World Economic Outlook*, Washington DC.
- Frankel J. (1992) : « Dollar » in *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Newman, Milgate et Eatwell (eds.), London, The Macmillan Press Ltd, 699 p.
- Funabashi Y. (1988) : *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Washington DC, Institute for International Economics.
- Ghosh A., A-M. Gulde, J. Ostry J. et H. Wolf (1995) : « Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? », *IMF Working Paper*, 95/121.
- Horne J. et P. Masson (1988) : « Scope and Limits of International Economic Cooperation and Policy Coordination », *International Monetary Fund Staff Papers*, 35, p. 259-96.

- Jacquet P. (1994) : « Le Système monétaire international en devenir », *Économie Internationale*, n° 59, numéro spécial pour le 50^e anniversaire des institutions de Bretton Woods, 3^e trimestre.
- Jurgensen Report (1983) : *Report of the Working Group on Exchange Market Intervention*, Washington, US Treasury, mars.
- Keynes J.M. (1936) : *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.
- Krugman P. (1989) : *Exchange Rate Instability*, Cambridge Mass., MIT Press.
- Krugman P. (1998) : « The Eternal Triangle », site internet <http://web.mit.edu/krugman/www>
- Marris S. (1985) : *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk*, Washington DC, Institute for International Economics, 2^e édition : 1987.
- Masson P., M. Savastano et S. Sharma (1997) : « The Scope For Inflation Targeting in Developing Countries », *IMF Working Paper*, 97/130.
- Meese R. et K. Rogoff (1988) : « Was It Real? The Exchange Rate-Interest Differential Relationship over the Modern Floating-Rate Period », *The Journal of Finance*, 43.
- Meese R. et K. Rogoff (1983) : « Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample? », *Journal of International Economics*, 14.
- Mundell R. (1968) : *International Economics*, New York, Macmillan.
- Oudiz G. et J.D. Sachs (1984) : « Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Economies », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Sachs J.D. (1985) : « The Dollar and the Policy Mix: 1985 », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Schwartz A. (1998) : « International Financial Crises: Myths and Realities », *The Cato Journal*, vol. 17, n° 3, hiver.
- Tobin J. (1978) : « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, 4.
- Williamson J. et J. Miller (1987) : *Targets and Indicators: A Blueprint for The International Coordination of Economic Policy*, Washington DC, Institute for International Economics.
- Williamson J. (1994) : *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington DC, Institute for International Economics.
- Williamson J. (1995) : « What Role For Currency Boards? Policy Analyses » in *International Economics*, Washington DC, Institute for International Economics.

Williamson J. (1998) : « Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility », *International Finance*, octobre.

Wren-Lewis S. et R. Driver (1998) : *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Washington DC, Institute for International Economics.

Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques

Patrick Artus

*Directeur des Études Économiques à la Caisse des Dépôts
et Consignations et Professeur à l'École Polytechnique*

Michèle Debonneuil

*Chef du Service Économique, Financier et International au
Commissariat Général du Plan*

Introduction

Ce rapport présente une piste pour expliquer de façon cohérente plusieurs phénomènes nouveaux et déroutants : l'accroissement du risque pris par les investisseurs institutionnels et la réduction des primes de risque associées ; la hausse du rendement des fonds propres des entreprises, résultant des exigences des actionnaires, mais liée surtout à la hausse du levier d'endettement et peu à celle de la rentabilité économique des entreprises. Ces phénomènes ont aussi des manifestations macroéconomiques : hausse des flux de placement vers les pays émergents au-delà des besoins de ces pays, distorsions induites pour les systèmes de change et les choix d'investissement.

Avant de décrire en détail, dans le corps de ce rapport, ces phénomènes et les explications que nous en apportons, nous voulons, dans cette introduction, présenter les enchaînements de notre raisonnement.

Quelques faits troublants observés

Il est un fait que la rentabilité des fonds propres (ROE, mesuré comme résultat net/fonds propres au bilan) des entreprises a augmenté considérablement, d'abord aux États-Unis à partir de la fin des années quatre-vingt puis aujourd'hui en Europe. La hausse du ROE pour les sociétés cotées (il atteint 23 % aujourd'hui à Wall Street) est considérablement supérieure à celle de la rentabilité économique du capital (profits bruts avant paiement des intérêts sur la dette rapportés au capital des entreprises). On sait qu'elle

résulte le plus souvent des exigences des actionnaires, qui sont de plus en plus des investisseurs professionnels (fonds d'investissement, fonds de pension) et moins des particuliers en raison de l'intermédiation croissante de la gestion de l'épargne. Obtenir une hausse forte du ROE alors que la rentabilité économique du capital augmente peu ne peut résulter que de la hausse du levier d'endettement (ratio dette-fonds propres), ce qui est effectivement observé aux États-Unis avec la hausse de la dette sous toutes ses formes et les rachats d'actions.

On a aussi observé, de façon claire, une augmentation de la part des actifs les plus risqués (marchés émergents, actions, obligations d'entreprises avec des ratings faibles...) dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, de façon simultanée avec deux autres évolutions liées : la réduction des primes de risque, c'est-à-dire que la prise de risque est de moins en moins rémunérée ; une divergence croissante entre la composition des portefeuilles des investisseurs institutionnels et celle des individus, ou des fonds d'investissement pour lesquels les individus prennent les décisions (fonds de pension gérés de façon paritaire à l'intérieur des entreprises, par exemple).

Les conséquences de cette situation peuvent être sérieuses ; au niveau microéconomique, évolutions du couple rendement-risque défavorable aux épargnants ; au niveau macroéconomique, dans les pays de l'OCDE, une fragilité croissante en cas de recul cyclique avec la forte hausse des taux d'endettement ; dans les pays émergents, un afflux de capitaux à la recherche de placements rémunérateurs dépassant les besoins de financement du pays ; il en résulte des déformations des taux de change (appréciation réelle), une création monétaire et une distribution de crédit excessives, et de ce fait une incitation à réaliser des investissements inutiles (surcapacités dans l'immobilier).

Certains de ces faits sont a priori difficiles à expliquer d'un point de vue théorique

L'anomalie essentielle semble être la suivante : les comportements des entreprises et des investisseurs accroissent le risque, et les épargnants ne devraient donc pas considérer qu'ils fournissent une hausse du rendement de leur épargne, puisqu'il faut corriger ce rendement par le risque pris.

Donnons deux exemples :

Si le ROE élevé des entreprises est obtenu grâce à une augmentation du levier d'endettement, ceci accroît le risque de faillite ou du moins la volatilité du résultat : l'investissement dans le capital des entreprises devient donc plus risqué, ce qui devrait être déduit du ROE.

Si les investisseurs, faisant des placements risqués (émergents par exemple), observent la baisse continue des primes de risque obtenues sur ces placements, ils devraient se reporter sur des placements moins risqués qui dominent les placements risqués dans le plan rendement-risque. Les comportements de placement paraissent donc irrationnels.

La situation opposée n'est pas plus cohérente. Si effectivement il est possible d'obtenir un ROE élevé (un rendement des investissements élevé) sans que le placement dans le capital des entreprises (dans les pays émergents...) soit particulièrement risqué, alors la différence entre le ROE (le rendement) et les taux d'intérêt de marché (sur les dettes publiques par exemple) est complètement inexplicable, puisqu'elle ne peut pas résulter de la présence d'une prime de risque.

Il faut donc fournir une grille de lecture des faits observés qui explique ces apparents paradoxes théoriques.

La concurrence entre investisseurs, dans un contexte d'asymétries d'information (d'imperfections financières)

Nous partons d'abord d'une évidence : le rapport de force entre actionnaires-dirigeants (managers) et salariés a changé.

Durant les années soixante-dix et quatre-vingt (après le premier choc pétrolier) on a d'abord assisté à la domination des salariés, qui ont maintenu leurs revenus alors que les économies entraient en récession et que les prix des matières premières augmentaient, au détriment des profits ; puis, en réaction, à la remontée de la profitabilité et à la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée, organisée par les dirigeants des entreprises alors que les actionnaires avaient peu de pouvoirs.

Aujourd'hui, la situation est clairement la domination des actionnaires. Avec la fin des actionnaires « de complaisance » (échange de participations entre groupes), la montée de l'actif géré par les fonds d'investissement et les fonds de pension, les actionnaires importants peuvent imposer leurs objectifs aux dirigeants (comme le ROE élevé mentionné plus haut). Ces contraintes d'actionnaire conduisent les dirigeants à utiliser la masse salariale comme variable d'ajustement. Si le rendement du capital doit être élevé et stable, la seule solution pour les dirigeants en cas de fluctuations cycliques est de réduire les coûts, c'est-à-dire l'emploi et les salaires. Les salariés sont donc devenus le partenaire le plus faible du trio actionnaires-dirigeants-salariés, puisqu'ils supportent le risque conjoncturel ou spécifique à l'entreprise. Une autre composante de notre analyse est le comportement des investisseurs professionnels. Ceux-ci sont placés dans une situation de concurrence pour les parts de marché qui rend leurs objectifs différents de ceux des épargnants individuels. Ils ne sont pas intéressés à l'optimisation du couple rendement-risque, mais à la maximisation de leur part de marché. Dans un monde où l'information financière serait complètement transparente, ceci n'aurait pas de conséquences : les épargnants individuels connaîtraient exactement le rendement et le risque fournis par chacun des intermédiaires et caleraient leur structure d'investissement sur celle qu'ils réaliseraient eux-mêmes directement ; pour que la différence d'objectifs introduise un biais dans la structure des portefeuilles, il faut, par exemple, qu'il y ait une asymétrie d'information entre les épargnants de

base et les investisseurs professionnels (intermédiaires dans la gestion de l'épargne). Nous pensons qu'une asymétrie est probable : les intermédiaires ont davantage d'informations sur le risque des placements que les épargnants de base. De ce fait, lorsqu'ils augmentent le risque pris pour accroître le rendement anticipé des placements, les épargnants individuels perçoivent essentiellement la seconde évolution.

La concurrence entre fonds conduit alors nécessairement à une hausse de la demande pour les actifs les plus risqués. Elle permet d'accroître le rendement anticipé et, si les épargnants ne perçoivent pas bien la hausse du risque, d'espérer augmenter les parts de marché.

À l'équilibre, les fonds d'investissement, dans ce contexte, choisissent une structure d'actif comportant davantage d'actifs risqués que celle que choisissent les épargnants individuels. Ceci explique pourquoi les primes de risque chutent, avec l'excès de demande pour les actifs risqués.

Il reste à expliquer les décisions de gestion des entreprises. Nous partons du choix des critères de gestion, et les replaçons dans le cadre d'une problématique plus générale celle de création de valeur.

Un choix erroné des critères de gestion et des stratégies dynamiques complexes des investisseurs

Comme nous l'avons évoqué plus haut, le critère de gestion le plus souvent utilisé est le rendement des fonds propres ou ROE (résultat net-fonds propres au bilan). Ceci pose de nombreuses questions.

Comme on l'a vu, une hausse du ROE peut être obtenue simplement en accroissant le levier d'endettement et de ce fait, le ROE ne peut pas être une mesure de l'efficacité des entreprises.

Il vaudrait beaucoup mieux utiliser un ratio comme le rapport entre les profits bruts et le capital mis en œuvre (ROAC), qui mesure l'efficacité de la production.

La hausse du ROE, si elle est due à celle du levier, a comme effet de faire monter la valeur boursière des entreprises et, à l'équilibre, cette valeur est égale à la valeur économique des entreprises (valeur nette au bilan) multipliée par l'effet de levier. Ceci a permis à certains observateurs d'avancer que l'endettement des entreprises n'augmentait pas effectivement, puisque le ratio de la dette à la valeur boursière ne s'accroissait pas. On voit bien que cet argument est erroné : c'est la hausse de l'endettement qui provoque la hausse, proportionnelle, de la valeur boursière, et par construction, le rapport endettement-capitalisation boursière ne varie pas. Il y a bien à la fois excès d'endettement et surévaluation boursière.

Il reste à comprendre comment les fonds d'investissement en profitent. S'ils achètent les actions trop cher, le ROE élevé n'est pas un facteur de rentabilité forte des investissements.

Il faut donc imaginer des stratégies complexes des fonds d'investissement, basées aussi sur des asymétries d'information. On peut, par exemple, imaginer la stratégie dynamique suivante : investir dans une entreprise en sachant que la profitabilité peut en être améliorée, ce que ne savent pas les actionnaires antérieurs ; obtenir des dirigeants une augmentation de la dette pour financer l'éviction, à faible prix en raison de l'asymétrie d'information, des actionnaires minoritaires ; entreprendre, une fois cette éviction faite, l'amélioration de la gestion et profiter alors d'une hausse de la valeur des investissements.

Ceci est bien favorable aux investisseurs, mais conduit à une entreprise plus fragile (avec la hausse de la dette et les rachats d'actions), alors que l'amélioration de son efficacité aurait pu être obtenue sans cette modification de la structure de financement.

Il ne faut cependant pas croire que nous rejetons sans nuance les conséquences d'un pouvoir plus important pour les actionnaires et d'exigences accrues de rentabilité du capital. Dans un premier temps (1992-1997 aux États-Unis), ces évolutions ont conduit à améliorer la gestion, à recentrer les entreprises sur leurs métiers de base et à accroître la productivité.

Les dérèglements apparaissent lorsque l'accroissement de la rentabilité des actions n'est plus obtenu par les méthodes « naturelles » (meilleure gestion, meilleure efficience productive) mais simplement par la gestion financière (c'est-à-dire l'accroissement du levier et les rachats d'actions).

Le rôle de la « création de valeur »

Les dysfonctionnements qui affectent les marchés financiers depuis près de deux décennies, sont des dérives fatallement associées à la recherche systématique de ce que l'on appelle la « création de valeur ». Celle-ci s'est en effet progressivement imposée comme nouveau ressort de la croissance mondiale, au fur et à mesure que s'instaurait le nouveau rapport de forces favorable aux actionnaires analysé plus haut.

Nous pensons que la généralisation de cette « recherche de valeur » qui modifie perpétuellement les conditions de la production en vue de déplacer le partage de la valeur ajoutée au profit de l'actionnaire, perturbe gravement les repères sur lesquels se fondent les anticipations et conduit à biaiser à la hausse les anticipations des actionnaires. La surévaluation et le surendettement sont la conséquence logique de ce biais d'optimisme. Dans ce contexte, le comportement « normalement » mimétique des gérants, jugés non sur leurs performances absolues, mais relativement à celles des autres gérants, conduit plutôt à approfondir les dysfonctionnements nés des erreurs d'anticipations qu'à les réduire.

Les politiques économiques ne sont donc pas, comme on le croit souvent, directement responsables des crises. Elles sont seulement impuissantes à corriger les dysfonctionnements nés d'une situation nouvelle de

recherche systématique d'efficacité, qui trouble finalement autant les anticipations des acteurs privés que celles des gouvernements.

Le savoir-faire de l'investisseur consiste à arbitrer entre rendement et risque. Il sait que l'attrait que suscite un rendement plus élevé doit être mis en regard de l'accroissement du risque qui l'accompagne. La « création de valeur » bouleverse cette logique, puisqu'elle consiste précisément à trouver les moyens d'augmenter les profits, donc le rendement, sans augmenter le risque.

Revenons un instant sur le mécanisme de la « création de valeur ». Supposons que la prime de risque attachée à une activité soit à un moment donné égale à X . Le rendement « normal » pour cette activité est donc $i + X$. Supposons que l'on parte d'une situation où la capitalisation des entreprises exerçant cette activité soit telle que la part de la valeur ajoutée qui revient aux actionnaires égalise le produit de cette capitalisation par le rendement « normal ». Partant d'une telle situation, on dira qu'il y a « création de valeur » (pour l'actionnaire), si l'entreprise trouve le moyen d'accroître les profits sans augmenter le risque, autrement dit, si ce qui reste de la valeur ajoutée, après paiements des salariés, des impôts et des charges d'intérêt, dépasse le montant obtenu en appliquant le rendement « normal » à la capitalisation boursière de l'entreprise.

Si le marché financier fonctionne correctement, la « création de valeur » entraîne une augmentation de la valeur de l'action qui correspond pour l'actionnaire à une plus-value lui apportant une rémunération exceptionnelle, supérieure au rendement « normal ».

Concrètement supposons qu'une entreprise parvienne à augmenter ses profits en mettant en œuvre une fonction de production ayant une meilleure productivité globale des facteurs, ou à exploiter la même fonction de production plus efficacement en baissant les coûts. Supposons que l'entreprise puisse le faire sans accroître le risque supporté par l'actionnaire (nous reviendrons plus tard sur cette hypothèse qui est cruciale et qui n'a rien d'évident puisqu'en général le fait d'innover va de pair avec un accroissement du risque). Tant que l'entreprise est dans une situation de concurrence telle qu'elle puisse maintenir les prix précédents avec des coûts moindres, elle créera de la valeur. Le partage de la valeur ajoutée se déplacera en faveur de l'actionnaire. Le prix de l'action montera, et le niveau de la capitalisation boursière sera plus élevé qu'auparavant. La hausse de la capitalisation peut être considérable, comme le montre l'exemple plausible suivant. Supposons qu'une entreprise, dégageant des profits représentant 6 % de la capitalisation de 100, soit en mesure, à la suite d'une amélioration de sa fonction de production, de dégager durablement de façon crédible et sans risque supplémentaire, des profits représentant 12 % de la capitalisation. Pour être conforme au rendement « normal » de cette activité qui est donc supposé inchangé, la capitalisation de cette entreprise doit doubler, passant de 100 à 200. Le rendement n'est plus alors que de 6 %. Mais dès qu'une

entreprise concurrente est en mesure d'entrer sur le marché et de gagner des parts de marché en baissant les prix et en réduisant les marges, la rentabilité s'installe sur le nouveau niveau « normal » de 12 % correspondant à la nouvelle fonction de production. Ceci signifie, ce qui est plausible, que les rendements sans risque augmenteront suivant l'augmentation devenue globale de la rentabilité du capital productif. Le taux d'actualisation des revenus futurs doit alors, dans notre exemple, passer de 6 à 12 %. La capitalisation retournera à son niveau initial, le partage de la valeur ajoutée reprendra son niveau précédent.

L'actionnaire, capable d'acheter au moment où la capitalisation passe de 100 à 200, pour vendre avant qu'elle ne redescende et se porter sur une autre opportunité, réalisera en plus-values beaucoup plus de rendement que celui qui se contenterait de rester fixé sur des projets donnés, même si ceux-ci bénéficient d'accroissement de rendement lié à l'amélioration de la productivité. Par ailleurs, on peut se demander quelle est l'importance du risque attaché au nouveau projet dans la période suivant immédiatement la création de valeur, dans la mesure où le rendement sera dopé par des plus-values qui compenseront très largement une éventuelle inflexion, d'ailleurs peu probable, des profits sur un horizon aussi court pendant lequel la visibilité sur les profits est bonne.

La seconde composante de la « création de valeur » consiste à réduire le risque supporté par l'actionnaire. Certes on peut admettre que, dans une certaine mesure, l'amélioration de productivité de la production qui s'opère aujourd'hui par l'introduction de nouvelles technologies dans la fabrication, améliore l'efficacité de la production sans accroître le risque. Mais, pour l'essentiel la réduction du risque supporté par l'actionnaire passe par son report sur d'autres acteurs, que ce soient les salariés ou d'autres entreprises sous-traitantes qui ne sont pas en position de force pour imposer ce même traitement aux autres. L'entreprise va ainsi chercher à ajuster plus rapidement qu'auparavant la quantité et le prix de la main d'œuvre. La flexibilité sous toutes ses formes sera recherchée (précarisation des contrats de travail, annualisation du temps de travail,...), et une partie de plus en plus importante de la rémunération des salariés se fera sous forme de revenus variables, sans que ce nouveau risque porté par le salarié ne soit rémunéré. En contrepartie néanmoins, les salariés les plus privilégiés bénéficieront de plus en plus de distribution d'actions à prix réduit dont ils espèrent recevoir en plus-values beaucoup plus que ne leur apporterait une augmentation de salaires.

Les dysfonctionnements résultant de la « création de valeur »

Dans la réalité, les entreprises sont, les unes après les autres, poussées par l'aiguillon du « gouvernement d'entreprise » à créer de la valeur. De sorte que les mouvements de la capitalisation boursière s'enchaînent les

uns derrière les autres et conduisent à une hausse qui semble continue. En fait, personne n'est capable de prévoir l'évolution de la capitalisation boursière, car il faut savoir apprécier et superposer les effets de reflux partiel liés à la « création de valeur » passée et les effets des nouveaux trains de « création de valeur » dont l'ampleur dépendra de la capacité des économies à trouver de nouveaux gisements.

Le risque est alors grand que les anticipations se fassent par extrapolation tendant à l'optimisme, donc fortement biaisées de façon optimiste. La surévaluation boursière en résulte. Selon sa gravité et selon la façon dont elle est gérée par les autorités publiques, cette surévaluation débouche sur un ou plusieurs ajustements assez violents (ce qui semble jusqu'à présent se passer dans les pays développés) ou sur une crise grave (ce qui a été réservé aux pays en développement dont les gouvernements, en donnant trop d'assurances aux investisseurs, ont probablement excessivement prolongé les dysfonctionnements financiers).

Les bulles que l'on observe alors sont en outre très complexes, car si elles appartiennent clairement dans un premier temps à la catégorie des bulles d'excès d'optimisme, liées à des erreurs d'anticipations, elles prennent ensuite une dimension de bulles spéculatives liées à des anticipations de gains en capital. En effet, plus les repères sont perdus, plus le jeu devient une façon comme une autre de prendre des décisions.

Par ailleurs, pour permettre aux petits comme aux gros actionnaires d'aller chercher, au moindre coût, la valeur là où elle est, quand elle y est, les actionnaires ont délégué leur pouvoir à des gérants. Ceux-ci travaillent à partir de benchmarks qui permettent de les classer. Si les anticipations sont correctes en moyenne, la gestion mimétique qu'implique la référence au benchmark ne pose pas de problème particulier. En revanche, plus l'anticipation est difficile à faire, plus les gérants se fieront à l'anticipation des autres, et plus l'erreur risque de s'amplifier par effet de contagion et d'exemplarité. On peut se faire une idée des ravages du mimétisme dans une situation où les repères sont perdus en pensant à des conducteurs de voiture qui manipuleraient leur volant en se fiant aux mouvements des autres conducteurs. Si tous les conducteurs connaissent la route par cœur, les dégâts d'un tel mode de conduite seront bien moindres que si les conducteurs font la route pour la première fois.

Les gérants sont d'ailleurs confortés dans cette attitude puisque, ceux qui sont prudents seront sanctionnés, s'ils sortent du marché trop tôt avant les autres et manquent ainsi un épisode de prise de valeur, alors qu'un gérant imprudent, mais conformiste (donc pas plus imprudent que les autres) conservera ses clients, car il ne fera « pas plus mal que les autres », s'il est pris, avec ses concurrents, dans la baisse de la Bourse.

Face à la pression des actionnaires pour créer de la valeur, on peut se demander si les dirigeants n'ont pas eu tendance à utiliser excessivement l'effet de levier. *A priori*, l'accroissement de l'effet de levier ne crée pas de

valeur, puisqu'il augmente le risque en même temps que le rendement. Mais, dans la réalité, il est possible que l'actionnaire ne soit pas conscient des risques supplémentaires que lui fait courir un endettement supplémentaire. On peut même penser que la création de valeur qui repose sur l'idée qu'il est possible d'accroître le rendement sans accroître le risque a rompu les réflexes qui associaient surcroît de risque à surcroît de rendement.

Comment savoir dès lors s'il y a ou non surendettement ? L'utilisation du ratio d'endettement, qui rapporte la dette à la capitalisation, n'est pas d'une grande utilité. En effet, si la capitalisation boursière a augmenté, il est normal, surtout si cette augmentation provient de la création de valeur sans risque supplémentaire, que le taux d'endettement optimal augmente. Mais, il se peut tout aussi bien que ce soit au contraire parce que l'endettement a crû de façon excessive que la capitalisation connaît une croissance, elle aussi indue.

Néanmoins, si l'on pense que la capitalisation est surévaluée, il semble prudent de juger l'endettement en tenant compte d'un probable réajustement de la capitalisation.

Le rachat d'actions, point de départ d'une chaîne extrêmement dangereuse

Une des manières d'augmenter le levier est d'accroître l'endettement de manière à financer des rachats d'actions ; ceci a les conséquences évoquées plus haut : augmentation du rendement mais aussi du risque, ce qui ne justifie les rachats d'actions que si le risque n'est pas pleinement perçu, et implique une hausse des cours puisqu'il y a réduction de l'offre ; cette hausse des cours peut être confondue avec celle qui résulterait d'une augmentation de la profitabilité, et induire des comportements d'achat.

À l'équilibre du marché des actions, il y a donc nécessairement une forte hausse des cours – puisque *ex ante* l'offre baisse et que la demande est forte – qui favorise :

- les cessions d'actions par les ménages, et l'utilisation des plus-values en capital pour consommer ;
- l'augmentation généralisée de la dette, rendue possible par l'accroissement de la richesse.

Un ensemble de mécanismes qui poussent à la hausse la totalité des rendements exigés

Nous avons passé en revue :

- l'augmentation du pouvoir des actionnaires, et l'apparition de fonds d'investissement en situation de concurrence comme actionnaires majeurs ;
- la recherche de « création de valeur » dans les entreprises, sous la pression de ces actionnaires ;

- le développement de l'illusion selon laquelle la hausse forte de la valeur des actifs obtenue lorsque des progrès de productivité, de gestion,... sont mis en œuvre peut être continue. En réalité, nous l'avons vu, dès lorsque le standard de rendement rejoint le rendement plus élevé qu'avaient initialement permis ces progrès, il devrait y avoir rechute des prix des actifs.
- la nécessité d'éviter cette rechute pousse les entreprises à se tourner vers une modification de la gestion financière (le levier d'endettement) pour maintenir la valeur de leurs actions, ce qui est le cas, d'une part, parce que l'offre d'actions est réduite par les rachats, d'autre part, parce que le risque lié au levier n'est probablement pas pleinement pris en compte.

C'est ici que la concurrence entre gérants joue : le standard de rentabilité atteint sur le capital des entreprises américaines finit par s'imposer à tous les actifs puisque chaque gérant cherche à dégager une performance supérieure à celle des autres.

C'est ainsi que nous expliquons les investissements massifs dans les actifs les plus risqués (titres émis dans les pays émergents par exemple), ou l'utilisation du levier par les fonds (hedge funds) pour démultiplier leur rentabilité.

Voici pourquoi nous parlons de *mécanismes à la fois microéconomiques et macroéconomiques*.

Au départ, c'est le rôle croissant des actionnaires qui pousse les entreprises à rechercher tous les moyens, légitimes (productivité accrue) ou non (levier) d'accroître leur valeur boursière ; c'est la structure concurrentielle du marché de la gestion qui pousse les gérants à rechercher des rendements élevés, donc à se diversifier vers des actifs plus risqués. Il y a donc, en amont, deux mécanismes microéconomiques. Les conséquences négatives se situent au niveau macroéconomique : à l'intérieur des pays, excès d'endettement et surévaluation des prix d'actifs ; au niveau international, circulation financière, inutile et dangereuse, comme on va le voir, au profit des pays émergents et dérèglement induit du système de changes.

Il nous faut donc maintenant examiner plus précisément à la fois les implications macroéconomiques et les causes microéconomiques de la recherche systématique de création de valeur.

Retour sur une crise financière internationale

Revenu par tête et croissance

Considérons les évolutions économiques dans six grandes zones de la planète : l'Asie (hors Japon et Chine), le Japon, la Chine, l'Amérique latine (y compris Mexique), l'Union européenne et les États-Unis. Par rapport aux États-Unis, les niveaux relatifs de revenu par tête sont présentés dans le tableau suivant.

Revenu par tête relativement aux États-Unis

États-Unis = 100

	1985	1997
Chine	8	17
Amérique latine	19	27
Asie	16	44
Europe	73	73
Japon	71	78

Source : ONU.

On voit qu'un processus de rattrapage est à l'œuvre, conformément à ce que prévoit la théorie néoclassique. Il est récent et encore très incomplet en Chine et en Amérique latine. Il a été très rapide en Asie, qui se trouve aujourd'hui dans une situation intermédiaire en termes de revenu par habitant. Enfin le rattrapage des États-Unis par le Japon et l'Europe semble très lent, mais il faut noter que la période retenue est très défavorable à ces derniers en termes de cycle économique.

En effet, la décennie quatre-vingt-dix se caractérise par une totale déconnexion des cycles économiques au profit des États-Unis qui semblent engagés dans une véritable révolution technologique alors que l'Europe et surtout le Japon ne parviennent pas à sortir du marasme.

Épargne, investissement, soldes courants

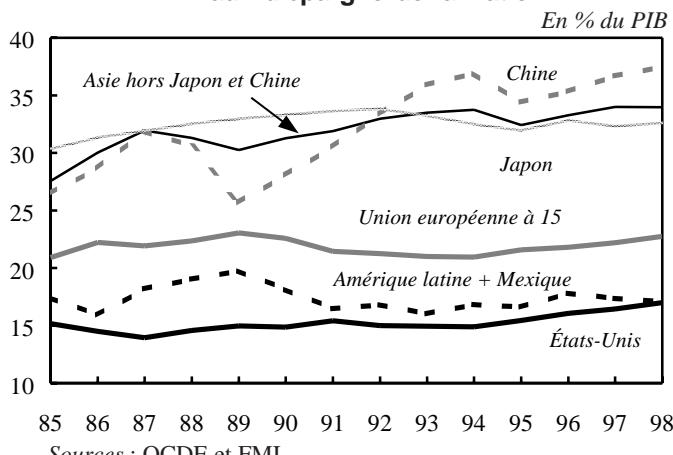
Les taux d'épargne et d'investissement (graphiques 1 et 2) sont relativement faibles en Europe et aux États-Unis (bien que le taux d'investissement soit sensiblement remonté aux États-Unis), relativement élevés en Chine et en Asie. Ces situations peuvent être jugées normales au regard des niveaux de développement des zones en question. En revanche, il est plus surprenant que les taux d'épargne et d'investissement soient aussi faibles en Amérique latine (sous-accumulation), et aussi élevés au Japon (sur-accumulation). Ce sont d'ailleurs sans doute les différences en matière d'épargne qui causent, dans ces deux cas, les différences en matière d'investissement.

Les soldes des transactions courantes sont égaux à la différence entre épargne et investissement de chaque zone (graphique 3).

Leur observation apporte quelques enseignements supplémentaires :

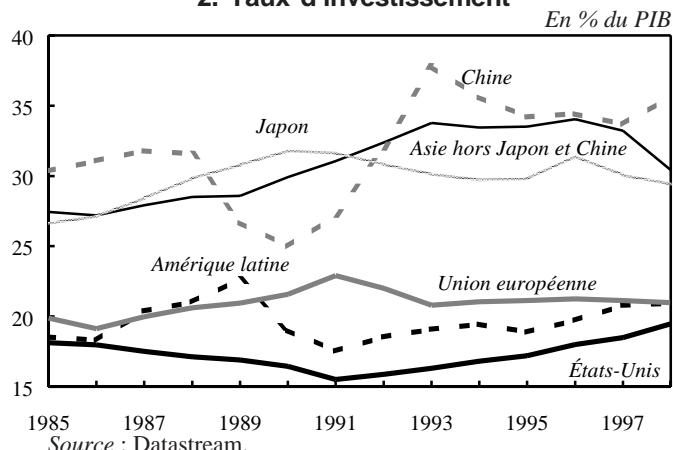
- le besoin de financement chronique des États-Unis est anormal. Certes, il est actuellement aggravé par le différentiel de demande intérieure entre ce pays et le reste du monde, et par le cycle d'investissement exceptionnel dans lequel il est engagé. Il faut cependant noter que même dans les phases récessives, les États-Unis, pays le plus avancé du monde en termes de technologie ou de revenu par tête, est financé par les autres pays. Comme nous le verrons plus loin, la cause essentielle de ce déficit est l'insuffisance de l'épargne privée ;

1. Taux d'épargne de la Nation



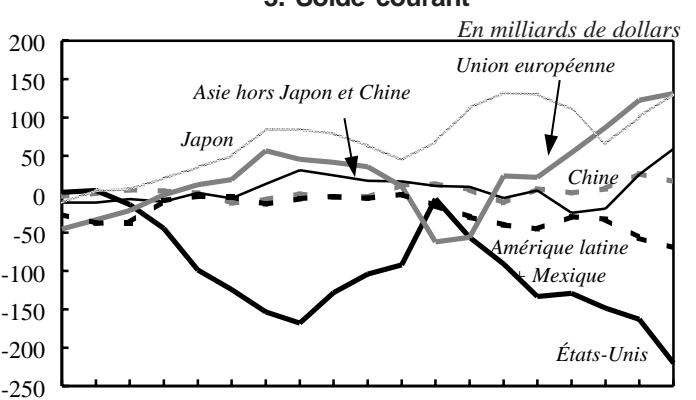
Sources : OCDE et FMI.

2. Taux d'investissement



Source : Datastream.

3. Solde courant



Source : Service de la Recherche, CDC.

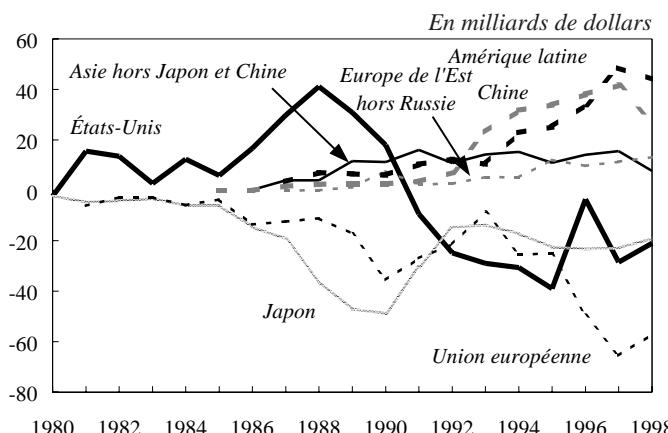
- l'insuffisance d'épargne est également un problème majeur pour l'Amérique latine. Sans doute liée à la mémoire de l'hyper-inflation, elle limite le taux d'investissement, débouche sur des déficits extérieurs, et rend l'Amérique latine dépendante des flux d'investissement direct étranger.
- inversement, le taux d'épargne très élevé de l'Asie a servi un investissement souvent excessif et inefficace : immobilier de bureau (Thaïlande, Malaisie), surcapacités industrielles (Corée). Plus de rigueur dans les choix d'investissement aurait permis aux pays asiatiques d'être totalement autonomes dans leurs processus de développement, d'éviter les déficits extérieurs et de n'avoir besoin que d'investissements directs sélectifs (transferts de technologie). C'est la stratégie de fait suivie par la Chine ;
- enfin l'Europe et le Japon semblent depuis quelques années incapables d'orienter une épargne abondante vers un surcroît d'investissement.

Mouvements de capitaux

Complétons ce constat par une revue des mouvements de capitaux.

Les flux d'investissement direct (graphique 4) sont bien conformes à la théorie, durant les années quatre-vingt-dix au moins : les États-Unis, le Japon et l'Europe sont exportateurs de capitaux, et les zones émergentes importatrices. On peut simplement noter le faible niveau des investissements directs en Asie (hors Chine), comparé à ceux qui se dirigent vers la Chine ou l'Amérique latine.

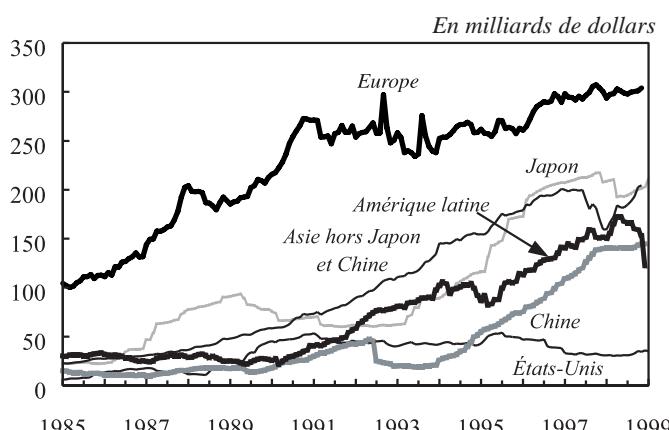
4. Investissement direct net



Source : Datastream.

Les réserves de change (graphique 5) sont restées à peu près stables en Europe et aux États-Unis (où elles sont très faibles) ; elles se sont très rapidement accumulées au Japon de 1993 à 1997, traduisant la volonté de la Banque du Japon, au cours de cette période, d'empêcher la hausse du yen malgré les excédents courants du pays ; en Chine, les réserves ont crû entre 1993 et 1997 et stagné depuis, parallèlement aux investissements directs ; elles ont régulièrement progressé en Amérique latine en dehors du creux de 1995 correspondant à la crise mexicaine. Le cas le plus intriguant est finalement celui de l'Asie, où jusqu'à la crise de 1997, les réserves de change ont continûment augmenté malgré le déficit courant et la faiblesse des investissements directs.

5. Réserves de change



Source : DRI.

Le tableau est complété par l'évolution des flux de capitaux financiers (graphique 6). L'Europe et le Japon ont exporté des capitaux, leurs investissements directs n'épuisant pas leurs excédents courants. Les États-Unis ont financé leur déficit courant et leurs investissements directs par des entrées de capitaux. La Chine a subi des sorties de capitaux à partir de 1997, ce qui explique la stagnation de ses réserves de change. Enfin les autres pays émergents (Asie et Amérique latine) ont importé plus de capitaux qu'il n'en fallait pour financer leurs déficits extérieurs, puisque les réserves de change ont augmenté. Ces entrées excessives ont porté une lourde responsabilité dans la crise des marchés émergents en 1997.

La crise des marchés émergents : entrées de capitaux et insuffisances institutionnelles

L'accent a été souvent mis sur les facteurs internes qui ont permis aux flux de capitaux orientés par les gérants de fonds occidentaux de déstabiliser les pays émergents, en particulier les choix de régimes de change, la régulation prudentielle du système bancaire et le degré de développement des marchés financiers.

En premier lieu, la surévaluation de la plupart des monnaies des pays émergents est reconnue comme l'une des principales causes de la dégradation des balances commerciales dans ces pays et finalement de la crise de 1997. Le graphique 7 montre l'évolution des taux de change d'un groupe de devises émergentes vis-à-vis du dollar. Après les chocs de 1994 (hyper-inflation en Amérique latine, dévaluation du yuan) et jusqu'à la crise de 1997, il y a stabilité des monnaies asiatiques, dépréciation régulière des monnaies d'Amérique latine. Cependant, si l'on tient compte des écarts d'inflation et de la remontée du dollar par rapport au yen, il y a eu de 1993 à 1997 une appréciation réelle continue des monnaies d'Asie et d'Amérique latine (graphique 8).

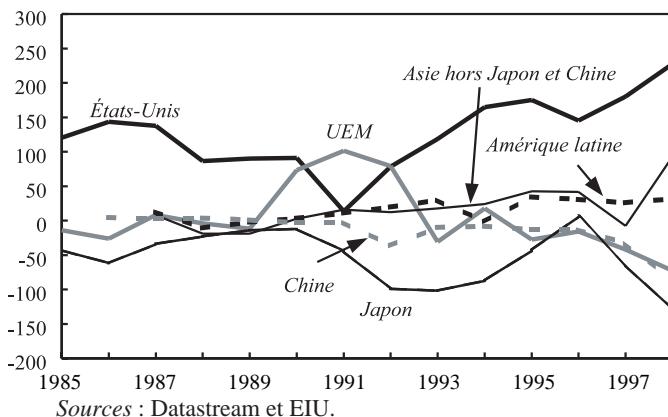
La surévaluation résulte dans un grand nombre de cas de choix erronés de système de change. En Asie, il s'agissait le plus souvent d'un ancrage nominal au dollar, alors que la structure du commerce extérieur était très différente (avec un fort poids pour le Japon en particulier) ; au Brésil, de l'utilisation de la surévaluation réelle, finalement destructrice pour l'économie, comme moyen d'accélérer la désinflation.

Il est toutefois difficile de considérer la politique de change comme un facteur exogène, indépendant des flux financiers. Entrées de capitaux et politiques de change inadaptées ont en fait été deux mécanismes vicieux qui se sont mutuellement renforcés jusqu'à la crise. Les entrées systématiques de capitaux ont permis les politiques de surévaluation réelle, qui sinon auraient buté sur l'épuisement des réserves. Inversement, la fixité du change par rapport au dollar a augmenté l'attrait de ces pays pour les investisseurs étrangers.

Deuxième facteur permissif, la régulation prudentielle des banques dans les pays émergents a été très déficiente, tolérant une absence totale d'analyse de la solidité des emprunteurs. Le plus souvent, les investisseurs occidentaux n'ont en effet pas pu prêter directement aux entreprises, à la fois en raison de l'inexistence de marchés de titres et parce que les entreprises locales n'avaient pas de comptes suffisamment fiables pour être des contreparties acceptables. Les capitaux ont ainsi transité, sous forme de prêts inter-bancaires, par les banques locales qui ont assumé l'essentiel du risque de contrepartie.

6. Mouvements nets des capitaux financiers

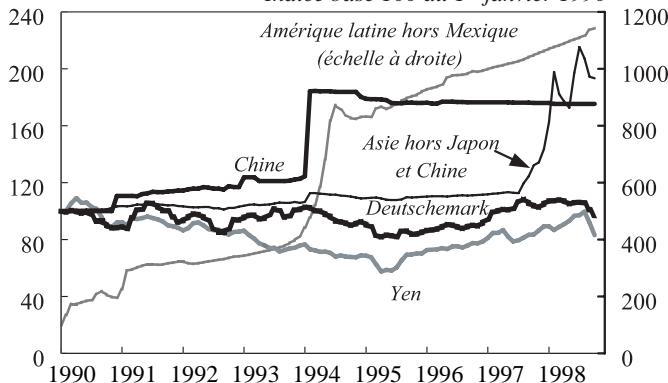
En milliards de dollars



Sources : Datastream et EIU.

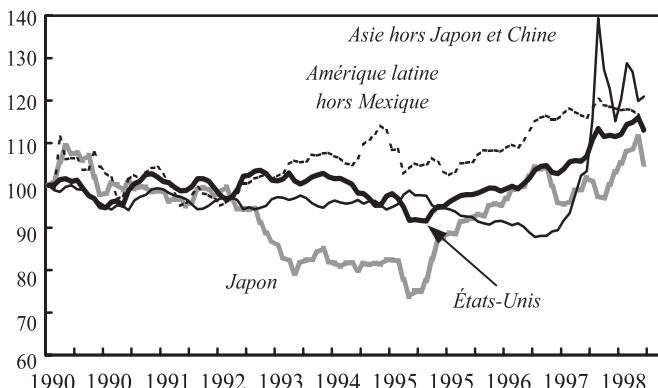
7. Taux de change par rapport au dollar

Indice base 100 au 1^{er} janvier 1990



Source : Datastream.

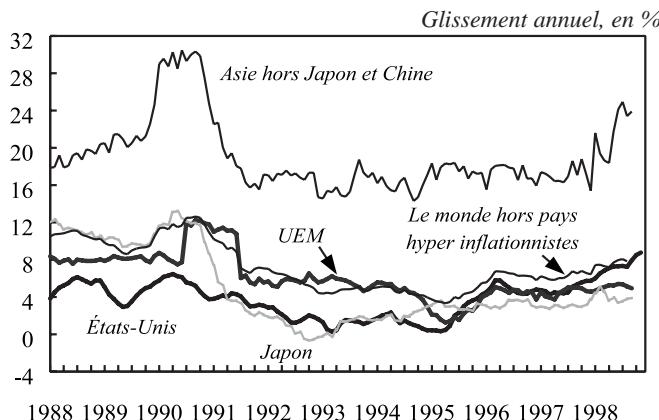
8. Taux de change effectif réel^(*)



Note : (*) Hausse = Dépréciation.

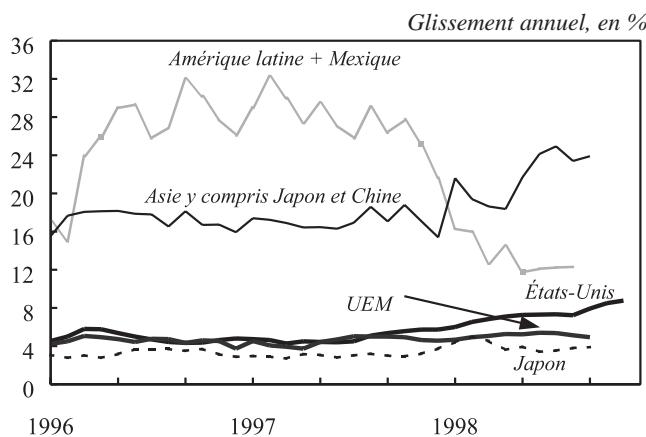
Source : Datastream.

9. Masse monétaire



Source : Datastream.

9bis. Masse monétaire

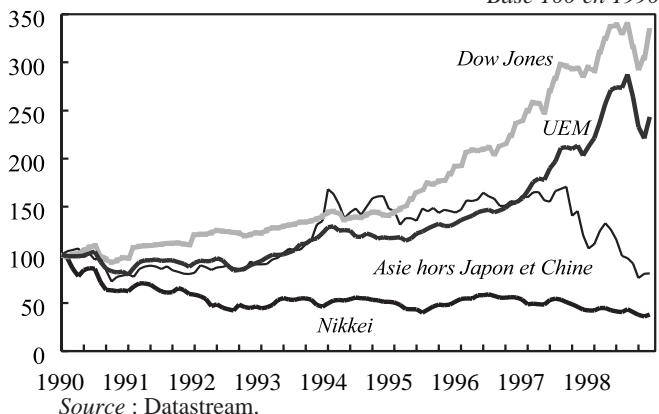


Source : Datastream.

Enfin, l'insuffisant développement des marchés financiers, et plus particulièrement la faiblesse de l'encours de dette publique négociable, a interdit aux Banques centrales d'intervenir pour stériliser les entrées de capitaux. L'afflux de liquidités s'est orienté vers les banques a conduit à une croissance anarchique de la monnaie et du crédit (graphiques 9 et 9 bis). Celle-ci, à son tour, a financé des investissements inefficaces, en particulier les placements spéculatifs en Bourse. Cela explique l'envolée des indices boursiers en 1993 et 1994 en Asie, de 1995 à 1997 en Amérique latine (graphiques 10 et 10 bis).

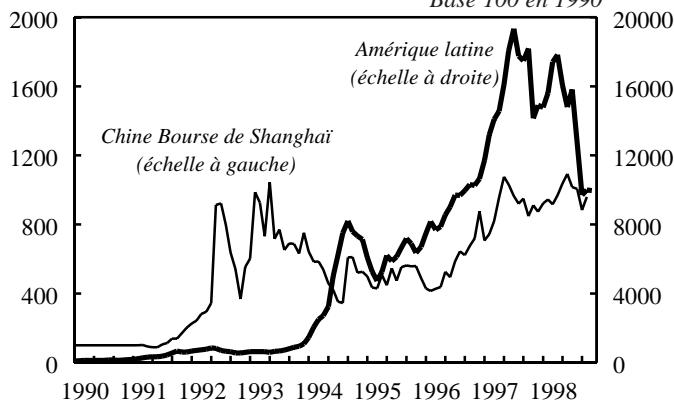
10. Indices boursiers

Base 100 en 1990



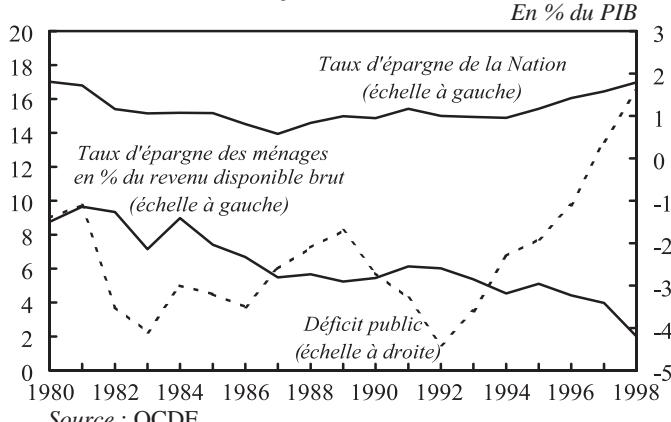
10bis. Indices boursiers

Base 100 en 1990



11. Taux d'épargne de la Nation, des ménages et déficit public aux États-Unis

En % du PIB



Il ne s'agit pas ici de minimiser les responsabilités particulières des pays émergents eux-mêmes dans l'apparition de la crise. Mais il apparaît clairement que les insuffisances institutionnelles des pays émergents ont vu leurs effets amplifiés par des entrées de capitaux excessives, à la recherche de la rentabilité mais peu enclines à tenir compte du risque.

Il ne faudrait pas croire cependant que la recherche de la rentabilité sans prise en compte correcte du risque soit le seul facteur explicatif de l'afflux de capitaux vers les pays émergents.

Ils ont été aussi attirés, dans certains cas (la Russie étant le plus clair), par la certitude (qui s'est révélée infondée dans le cas de la Russie) que les institutions internationales (FMI) joueraient le rôle de prêteur en dernier ressort, ou que les emprunteurs dans les pays émergents seraient toujours couverts par une garantie publique. Il faut aussi mentionner le rôle très négatif joué par les agences de rating, qui n'ont pas anticipé les crises puis ont massivement dégradé la notation des pays émergents.

Dysfonctionnements

Au total, le bref survol proposé dans cette section met en évidence certaines anomalies de la période récente dans les mouvements internationaux de capitaux.

On peut dire qu'il y a eu un « détournement » de capitaux vers les États-Unis, selon un cheminement complexe : les fonds américains ont investi dans les pays émergents ; les entrées de capitaux dans ces pays ont dépassé leurs besoins, de sorte que (jusqu'à la crise de 1997) leurs réserves de change se sont gonflées ; ces réserves (ainsi que celles du Japon) ont été réinvesties aux États-Unis, compensant les sorties nettes de capitaux financiers des États-Unis. Le recyclage de capitaux surnuméraires par les Banques centrales des pays émergents auprès des États-Unis traduit bien une circulation stérile de l'épargne.

En outre, les flux de capitaux financiers excessifs orientés vers l'Asie et l'Amérique latine ont alimenté la spéculation et les investissements inefficaces, mis en exergue les faiblesses institutionnelles de ces pays, et porté une lourde responsabilité dans la crise financière.

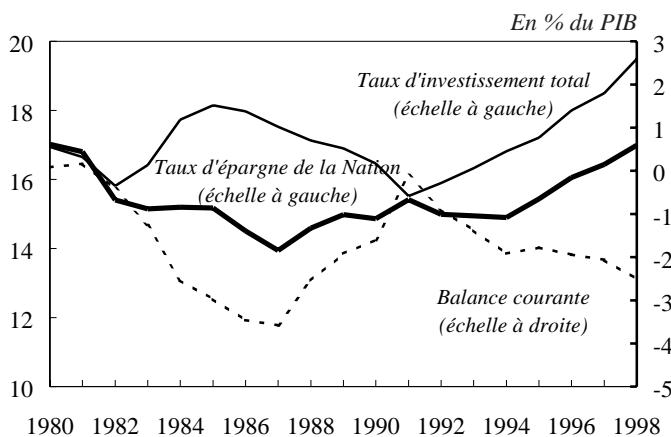
Le financement des États-Unis

Insuffisance d'épargne et surcroît d'investissement

Les États-Unis ont de façon chronique une épargne insuffisante. La phase de croissance actuelle a pourtant été mise à profit pour assainir les comptes publics. Notamment sous l'effet d'une réduction des transferts publics, et d'une hausse des impôts liée à la croissance ou aux plus-values en capital, un déficit public de plus de 4 % du PIB en 1992 a cédé la place à un excédent de près de 2 % en 1998. Cependant, le taux d'épargne des ménages a baissé fortement, de sorte que le taux d'épargne de la Nation n'a que peu augmenté (graphique 11). De son côté, le taux d'investissement a beau-

coup augmenté depuis le début des années quatre-vingt-dix, entraînant un creusement du déficit courant (graphique 12).

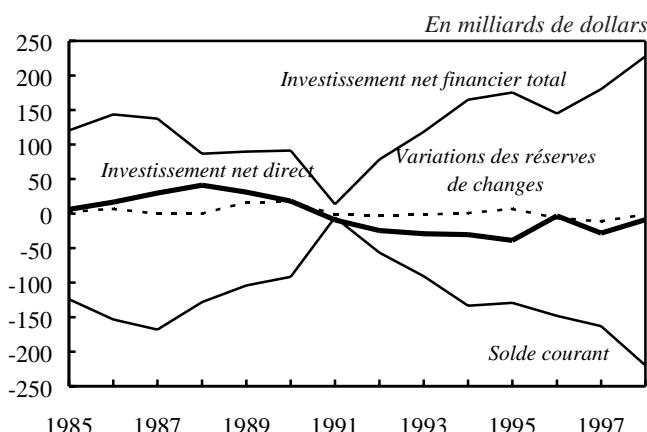
12. Taux d'épargne, taux d'investissement et balance courante aux États-Unis



Source : OCDE.

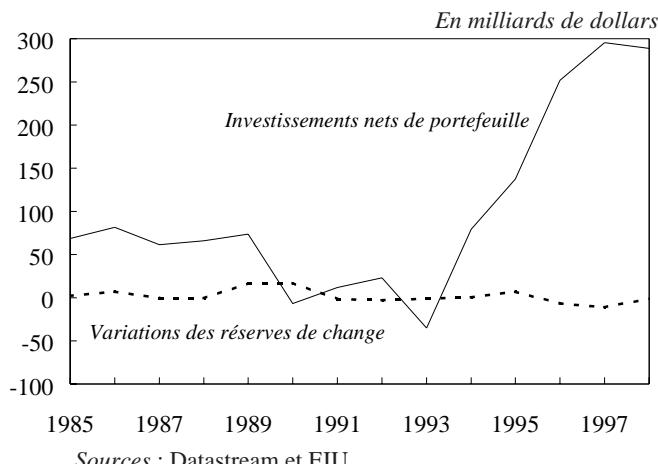
L'aggravation du déficit courant depuis 1992 ne s'est pas accompagné d'entrées supplémentaires d'investissements directs (graphique 13). Au contraire, les sorties de capitaux des États-Unis ont en la matière légèrement dépassé les entrées à partir de 1991. Le déficit courant a en fait été entièrement financé par des entrées de capitaux financiers, et plus précisément d'achats de titres (graphique 13bis), les flux à court terme étant légèrement en sens opposé notamment en raison des couvertures de change.

13. Solde courant, investissements directs, financiers et réserves de change aux États-Unis



Sources : Datastream et EIU.

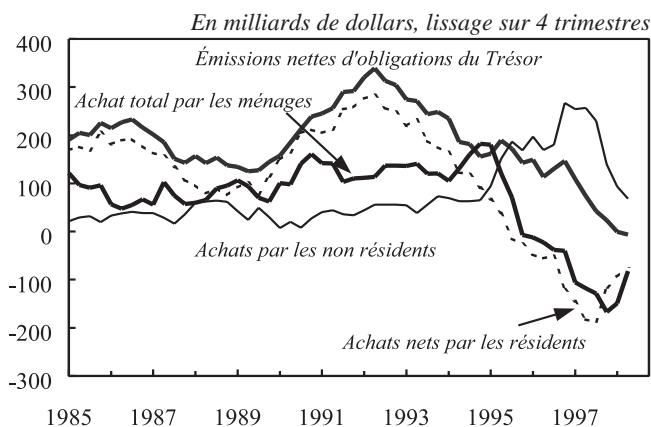
13bis. Investissements de portefeuille et capitaux de court terme aux États-Unis



Sources : Datastream et EIU.

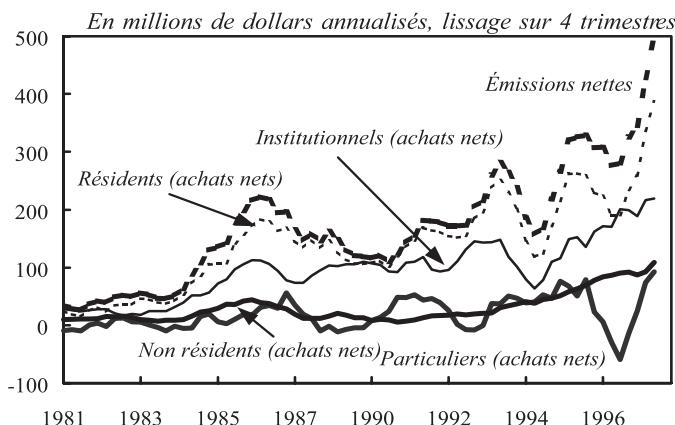
Quelle est la nature de ces investissements financiers des non résidents ? Les graphiques 14, 15 et 16 décomposent les flux d'offre et de demande sur les marchés des actions et des obligations publiques et privées aux États-Unis. Jusqu'en 1995, les non résidents étaient absents des deux marchés des titres privés. Ils ont ensuite graduellement renforcé leurs achats, dès 1995 pour les obligations d'entreprises et plus récemment pour les actions. Parallèlement, ils sont devenus très actifs sur les marchés des titres publics où ils étaient déjà présents depuis une dizaine d'années, à tel point que les investisseurs domestiques sont devenus vendeurs nets d'obligations d'État dans de larges proportions.

14. Achats nets d'obligations du Trésor américain aux États-Unis



Source : Datastream.

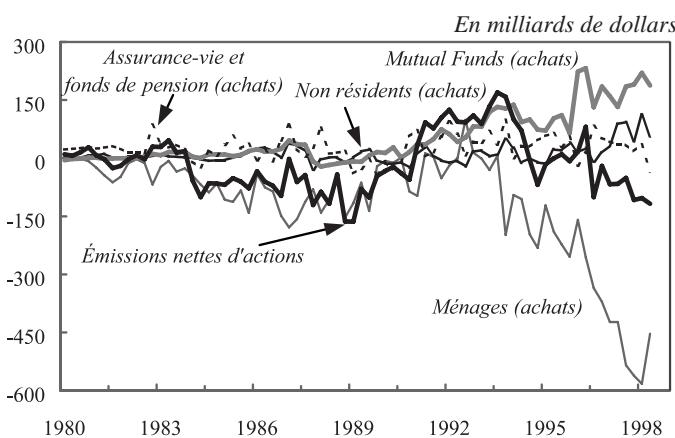
15. Obligations d'entreprises aux États-Unis^(*)



Note : (*) Y compris financières.

Source : DRI.

16. Achats et émissions nets d'actions aux États-Unis

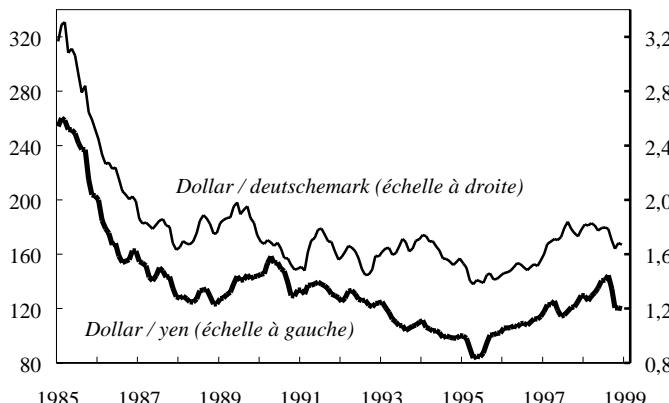


Source : DRI.

Qui sont, enfin, les investisseurs non résidents aux États-Unis ? Comme nous l'avons montré plus haut, entre 1994 et 1998, période de forte augmentation du déficit courant américain, les réserves de change du Japon, de la Chine et des autres pays asiatiques ont fortement augmenté (respectivement de 110, 120 et 40 milliards de dollars). Ces réserves étant très largement en dollars, les Banques centrales asiatiques ont ainsi financé une large part du déficit extérieur des États-Unis. Le reste des achats de titres est le fait d'investisseurs privés, en particulier japonais.

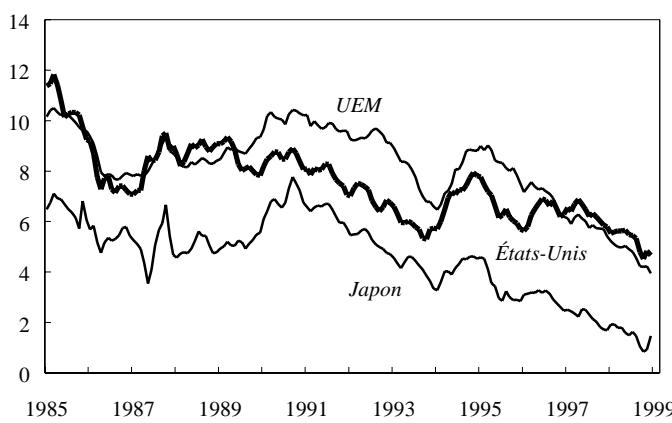
S'il faut en juger par l'évolution du taux de change et des taux d'intérêt qui équilibrivent la balance des paiements, le financement extérieur des États-Unis a été réalisé difficilement jusqu'au début de 1995, et beaucoup plus spontanément par la suite (graphiques 17 et 18).

17. Taux de change



Source : Datastream.

18. Taux d'intérêt à long terme



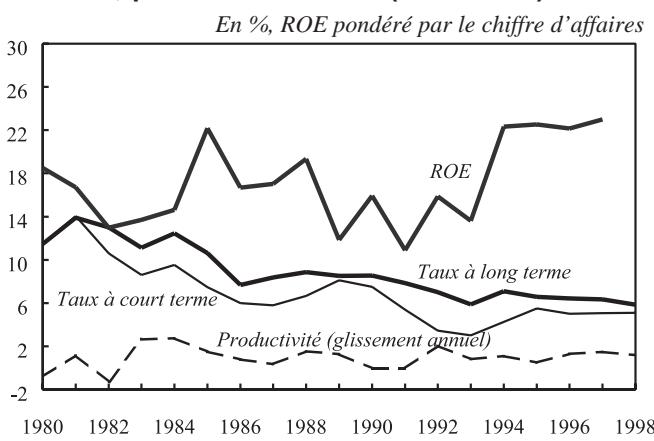
Source : Datastream.

Au total, une image en deux plans semble se dégager. En toile de fond, les États-Unis ont, tout au long de cette période, continué à drainer une partie de l'épargne des autres pays vers le marché de leurs titres publics, compensant ainsi l'insuffisance de leur propre épargne avec l'intermédiation des Banques centrales asiatiques. À partir de 1995, leur déficit courant s'est aggravé sous l'effet d'un regain d'investissement. Mais ils ont alors bénéficié de fortes entrées de capitaux non résidents orientés vers les marchés de titres privés et s'accompagnant d'une hausse du dollar. Tentons à présent d'expliquer ce soudain intérêt pour les placements en titres d'entreprises américaines.

Effet de levier et surendettement

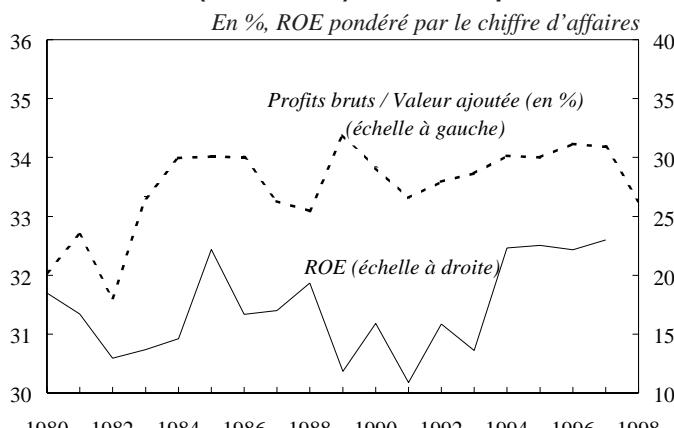
Le rendement des fonds propres (ROE) des entreprises cotées américaines a très sensiblement progressé au cours des années récentes (graphique 19). À moins d'une soudaine et forte divergence entre les entreprises cotées et non cotées, cette évolution ne résulte ni d'une accélération de la productivité, ni d'une hausse comparable du taux de profit (graphique 20). La thèse de la *Nouvelle économie*, qui voudrait que les gains de productivité et la croissance soient désormais beaucoup plus forts, ne trouve guère d'appui dans les données. En revanche, la hausse des ROE semble principalement liée à un accroissement de l'effet de levier, c'est-à-dire du rapport dettes-fonds propres.

19. Taux d'intérêt, productivité et ROE (Dow Jones) aux États-Unis



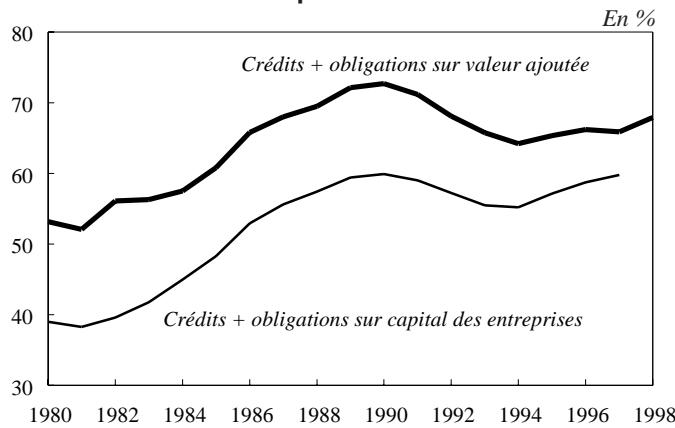
Sources : Datastream et calculs CDC Marchés.

20. ROE (Dow Jones) et taux de profit



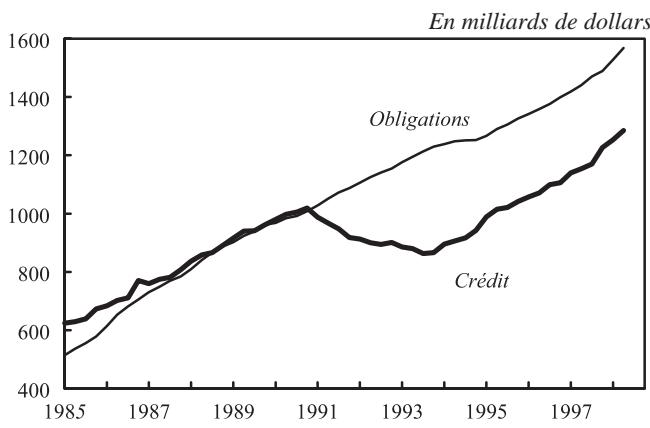
Sources : Datastream et calculs CDC Marchés.

21. Taux d'endettement des entreprises non financières aux États-Unis



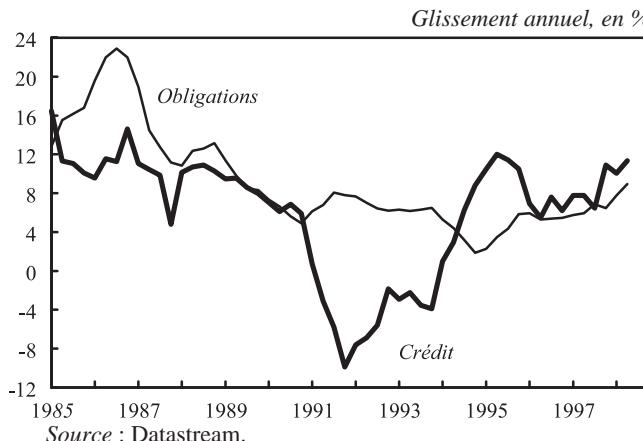
Source : DRI.

22. Endettement des entreprises non financières aux États-Unis



Source : Datastream.

22bis. Endettement des entreprises non financières aux États-Unis

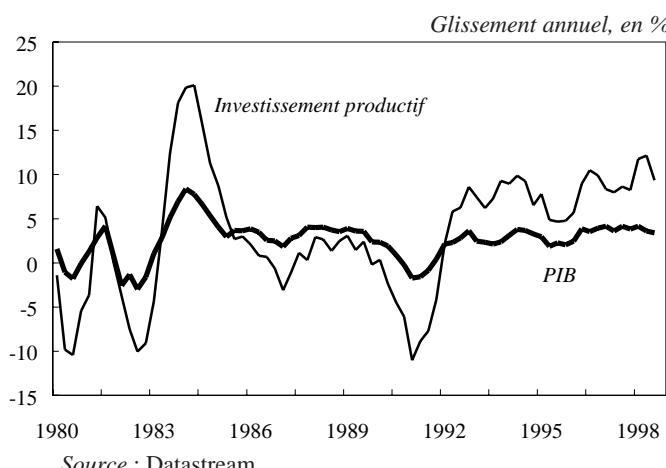


Source : Datastream.

Le taux d'endettement des entreprises américaines semble suivre un cycle (graphique 21) : hausse du taux d'endettement de 1982 à 1990, désendettement de 1990 à 1993, retour à l'endettement à partir de 1994. Cette évolution est plus marquée pour les crédits aux sociétés (60 % de l'endettement en 1998) que pour les obligations (40 % de l'endettement) (graphiques 22 et 22bis). Les encours de dette progressent aujourd'hui de près de 10 % par an.

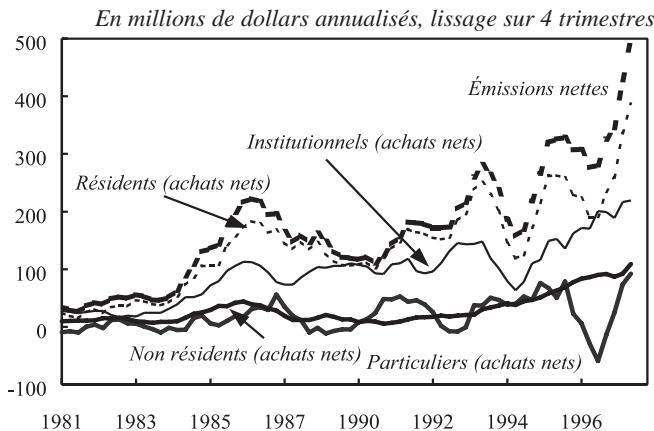
À quoi correspondent ces trois phases ? Dans la période 1982-1990, les États-Unis étaient dans un cycle de croissance, avec des taux d'intérêt élevés mais avec une progression très faible de l'investissement, en dehors du sursaut de 1983-1984 (graphique 23) ; les années quatre-vingt-dix à 1994 ont été celles de la récession et d'une sortie de récession assez laborieuse, marquée par la poursuite du désendettement ; à partir de 1994, l'expansion s'est nettement renforcée, principalement grâce à une forte progression de l'investissement.

23. Croissance et investissement des entreprises en volume aux États-Unis



L'examen de l'équilibre des marchés d'obligations d'entreprises (graphique 24) et d'actions (graphique 25) apporte quelques éléments supplémentaires sur la structure de détention des titres et l'usage de l'effet de levier. Les émissions d'obligations ont été fortes de 1985 à 1988, puis ont réaccéléré entre 1993 et l'été 1998, lorsque la crise financière a provoqué un effondrement de ce marché. Du côté des acheteurs, les non résidents et les particuliers (investisseurs individuels américains) n'ont été que peu présents sur ce marché : les investisseurs institutionnels ont réalisé la majorité des achats.

24. Obligations d'entreprises aux États-Unis^(*)

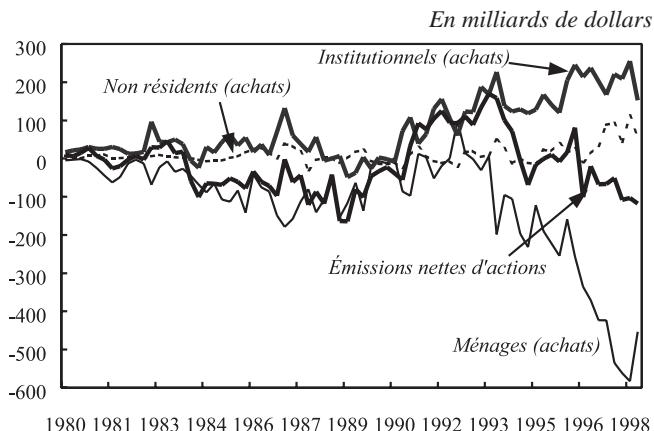


Note : (*) Y compris financières.

Source : DRI.

Les émissions nettes d'actions ont été négatives de 1984 à 1990, puis de 1994 à aujourd'hui, et nettement positives de 1991 à 1993. Dans la phase très marquée de destruction nette qui se déroule depuis 1993, on observe des ventes par les particuliers, et des achats par les investisseurs institutionnels, et plus récemment par les non résidents.

25. Achats et émissions nets d'actions aux États-Unis



Source : DRI.

Ces observations montrent l'usage cyclique de l'effet de levier par les entreprises américaines pour soutenir le rendement de leurs fonds propres. À partir de 1994, comme entre 1984 et 1990, les entreprises ont simultanément racheté leurs actions et accru leur endettement, à la fois par émission d'obligations et auprès des établissements de crédit. Durant ces phases, les particuliers ont vendu leurs actions, et placé leur épargne auprès des investisseurs institutionnels (assurance-vie, fonds de pension, fonds d'investissement...) qui se sont chargés de l'intermédiation dans la détenion d'actions. Dès 1985 et jusqu'au ralentissement de 1989, le rendement des fonds propres était proche de 20 %, à comparer à un taux d'intérêt à long terme de 10 %. Depuis 1994, le rendement des fonds propres est de 23 % environ, avec des taux longs proches de 6 %.

L'endettement est ainsi poussé jusqu'à ce qu'il apparaisse insoutenable. La prise de conscience peut être provoquée par un ralentissement conjoncturel, comme en 1989, ou, peut-on supposer, par un simple accident sur les marchés financiers. En tout état de cause, il ne fait pas de doute que le surendettement alors révélé aggrave les récessions, puisque les entreprises sont contraintes de se désendetter durant un recul de leur activité.

L'impératif de sur-rentabilité

La montée des investisseurs institutionnels semble donc jouer un rôle important dans le comportement financier des entreprises américaines et au-delà, dans le déroulement même des cycles aux États-Unis, à travers l'établissement de normes de rentabilité visiblement trop élevées.

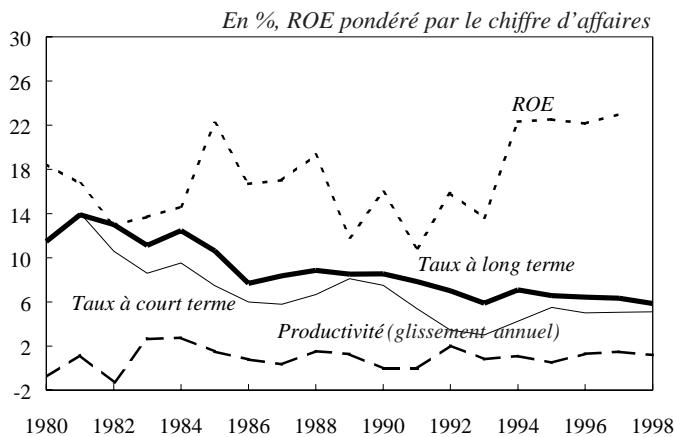
Cette recherche d'une sur-rentabilité est fréquemment attribuée à un retard d'ajustement à la désinflation : les taux d'intérêt nominaux ont eux-mêmes tardé à répercuter le recul de l'inflation (voir graphique 26) ; avec quelques années de retard, les investisseurs s'adapteraient à ces taux élevés en exigeant une hausse du rendement des fonds propres (ROE). L'inertie expliquerait qu'aujourd'hui encore, les investisseurs veuillent obtenir des ROE supérieurs à 20 % malgré la baisse des taux, et conduirait progressivement à une baisse du rendement exigé des fonds propres.

Une telle inertie serait pourtant surprenante, puisque les taux d'intérêt américains ont largement baissé entre 1984 et 1986. L'explication que nous avons esquissée dans la première partie de cet article, fondée sur l'organisation du marché de la gestion, le déséquilibre dans le rapport de forces entre gestionnaires et dirigeants de l'entreprise, la recherche d'une création de valeur continue nous semble bien mieux rendre compte des évolutions observées.

Cette dernière a conduit, dans un premier temps, à une regain d'efficacité. Les opérations de restructuration des entreprises américaines dans les années quatre-vingt, puis de nouveau dans les années quatre-vingt-dix, ont ainsi rationalisé leur gestion, réduit leurs coûts et fait monter par ce biais le rendement potentiel de leurs fonds propres. Cette amélioration n'est toutefois que transitoire : une fois que les restructurations sont achevées, le ren-

nement des fonds propres revient à un niveau normal. Les entreprises sont alors contraintes d'élever artificiellement leur ROE en accroissant leur effet de levier. Tous ces mécanismes ont été détaillés dans l'introduction.

26. Taux d'intérêt, productivité et ROE^(*) du Dow Jones aux États-Unis



Note : (*) Rendement des fonds propres.

Sources : Datastream et calcul CDC Marchés.

À nouveau, nous ne prétendons pas que la pression exercée par les actionnaires soit la seule cause de l'augmentation du levier. Dans une période de taux d'intérêt faibles et de croissance forte, il est optimal d'accroître le levier ; l'inégalité de taxation des intérêts sur la dette et des dividendes peut aussi être un motif.

Nous défendons cependant ici la thèse suivant laquelle un supplément de levier a été utilisé pour accroître le rendement des fonds propres et que, puisque le levier est obtenu en partie par les rachats d'actions, il organise un déséquilibre structurel entre la demande (forte en raison des achats structurels des fonds de pension dans une situation où la génération nombreuse est encore active) et l'offre d'actions, d'où la forte hausse des cours.

Fragilité d'un miracle économique

La hausse du rendement des entreprises entraîne une hausse de leur valorisation boursière. Le graphique 27 montre que la capitalisation boursière aux États-Unis a évolué à peu près parallèlement à la valeur du capital jusqu'à la fin des années quatre-vingt, beaucoup plus rapidement au cours des années quatre-vingt-dix. Le « *q* de Tobin » (rapport de la valeur boursière à la valeur du capital) est devenu nettement supérieur à 1 au cours de ces dernières années.

La capitalisation boursière des États-Unis représentait 120 % du Produit intérieur brut en 1998, contre 60 % en 1992 (graphique 28). Cette montée impressionnante a contribué à l'enrichissement global des Américains par une série de mécanismes qui s'auto-entretiennent : hausse de la Bourse, donc de la capacité à s'endetter des ménages américains ; baisse du taux d'épargne, regain de consommation et d'investissement-logement ; renforcement de la croissance. Le taux d'endettement total des ménages rapporté au revenu a ainsi augmenté de plus de 12 points entre 1992 et 1998 (graphique 29). À partir de 1992, l'investissement immobilier des ménages américains a fortement progressé (graphique 30), alimentant une pression continue à la hausse sur les prix de l'immobilier (graphique 31). L'enrichissement en Bourse a donc finalement conduit, au travers de la hausse des prix, à une nouvelle source d'enrichissement par la hausse de la valeur du capital immobilier détenu par les ménages américains (graphique 32).

Il est important de remarquer que, durant les dernières années, l'excès d'endettement ou de création de liquidités a abouti, non pas à une hausse du prix des biens mais à une hausse du prix des actifs. Si les Banques centrales ont comme seul objectif la stabilisation des prix, les politiques monétaires risquent de devenir très inadaptées, car elles ne réagiront pas aux vrais déséquilibres financiers.

Finalement, le taux d'épargne des ménages a chuté alors que l'investissement des entreprises progressait, conduisant, comme il a été dit, à une nette hausse de la dette extérieure (graphique 33) en dépit de la réduction du taux d'endettement public (graphique 34). Les entrées de capitaux des non résidents nécessaires au financement du déficit courant américain n'ont cherché à tirer profit de la rentabilité accrue des actions que marginalement et au cours des toutes dernières années. Pour l'essentiel, elles se sont portées sur les obligations, privées et publiques, finançant l'effet de levier américain : aux non résidents les titres de dette permettant aux entreprises d'augmenter le rendement des fonds propres, aux institutionnels américains les placements risqués bénéficiant de ce surcroît de rémunération.

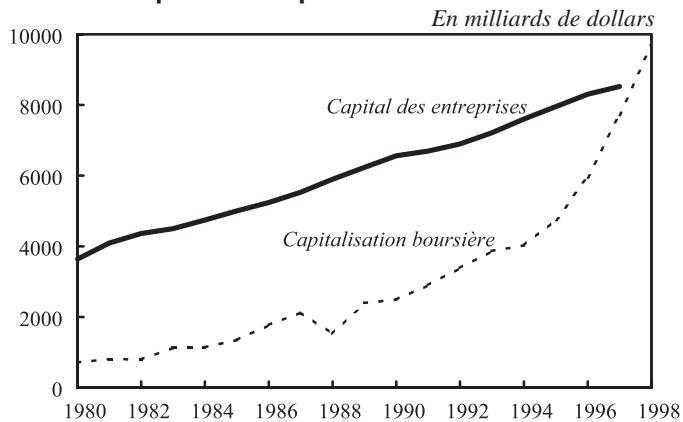
En conclusion, il est donc probable que la prochaine récession aux États-Unis sera brusque et sévère, quel qu'en soit le facteur déclenchant. Les effets de richesse risquent de jouer en sens inverse, révélant l'ampleur du sur-endettement qui a été initié par une recherche effrénée de la rentabilité.

Une conséquence très sérieuse de l'exigence d'une rentabilité élevée et stable des fonds propres : le transfert du risque vers les salariés

Une rentabilité des fonds propres non seulement forte mais stable est exigée

Nous nous concentrerons sur le cas américain. Depuis la seconde moitié des années quatre-vingt, le rendement des fonds propres des sociétés cotées est passé aux États-Unis bien au-dessus du rendement économique du capital (profits bruts/capital productif en valeur) ou des taux d'intérêt à long terme (graphique 35), comme on l'a vu plus haut.

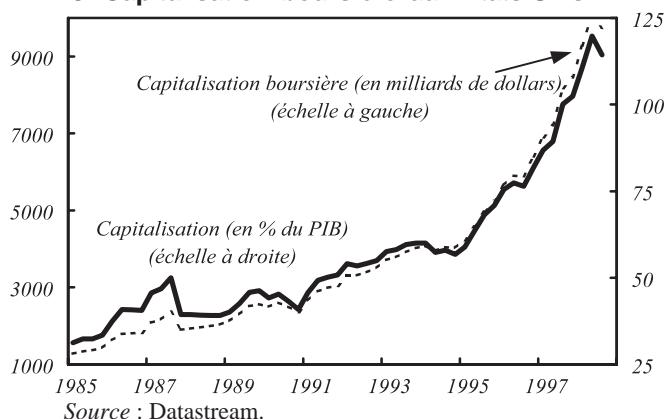
27. Capital des entreprises et capitalisation boursière aux États-Unis^(*)



Note : (*) Les deux séries ne sont pas directement comparables, la capitalisation boursière ne concernant que les sociétés cotées.

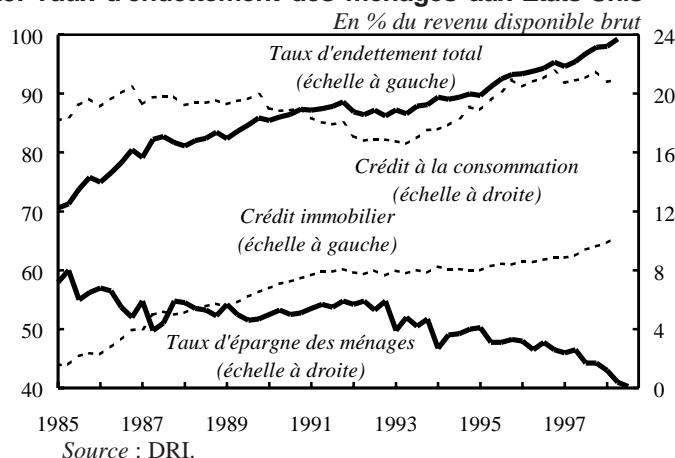
Source : DRI.

28. Capitalisation boursière aux États-Unis



Source : Datastream.

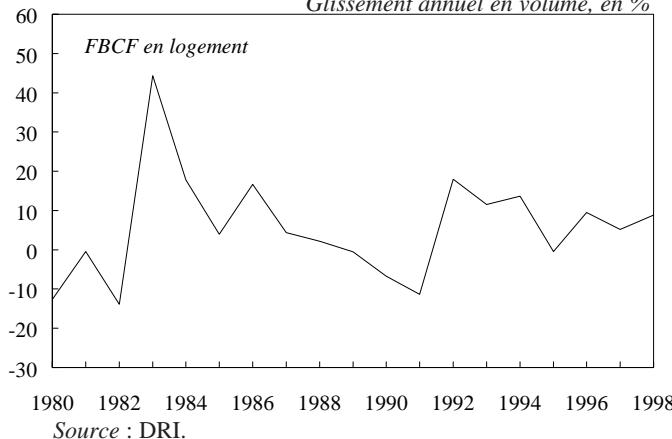
29. Taux d'endettement des ménages aux États-Unis



Source : DRI.

30. Investissements immobiliers des ménages aux États-Unis

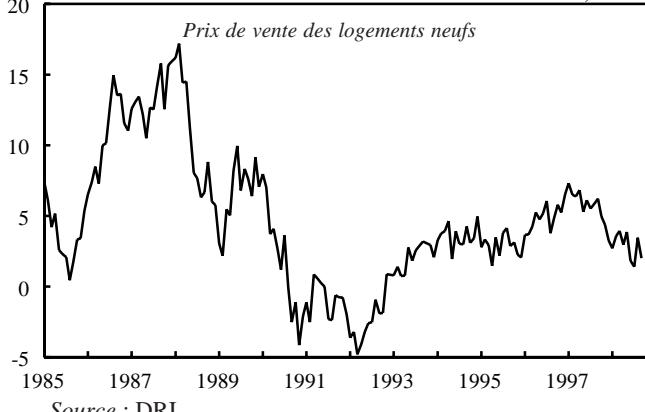
Glissement annuel en volume, en %



Source : DRI.

31. Prix de l'immobilier aux États-Unis

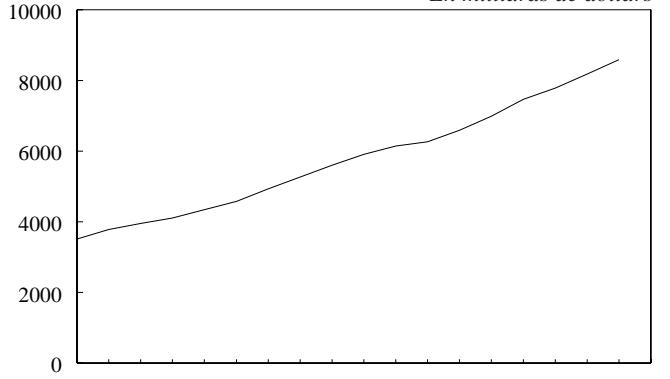
Glissement annuel, en %



Source : DRI.

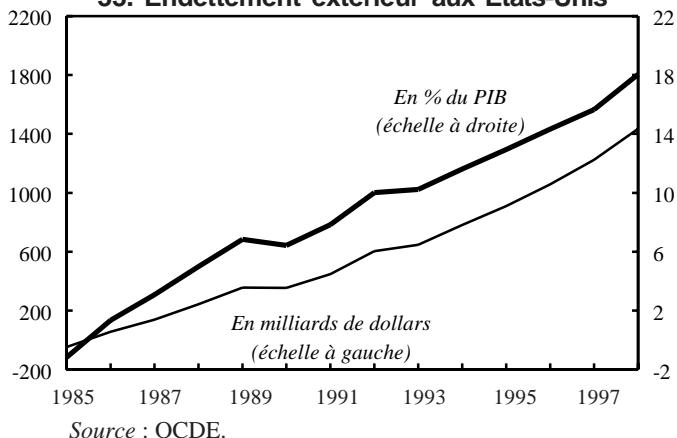
32. Capital immobilier des ménages aux États-Unis

En milliards de dollars



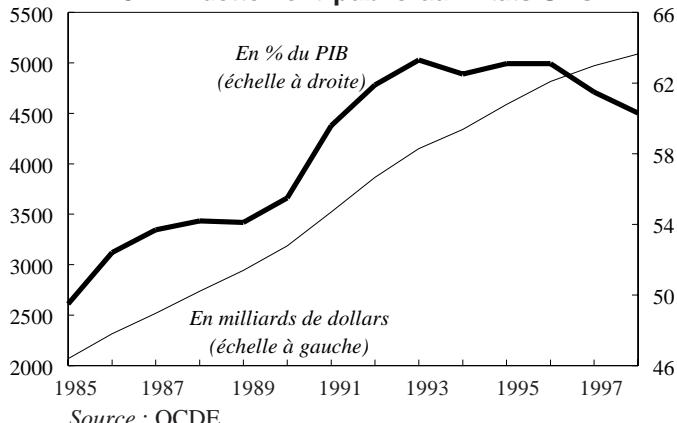
Source : DRI.

33. Endettement extérieur aux États-Unis



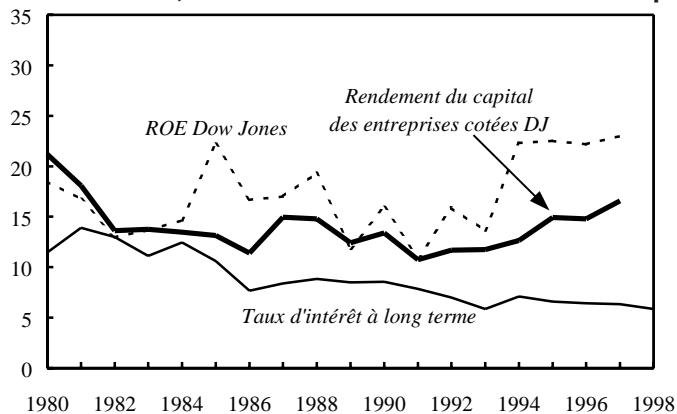
Source : OCDE.

34. Endettement public aux États-Unis



Source : OCDE.

35. Taux d'intérêt, ROE Dow Jones et rendement du capital



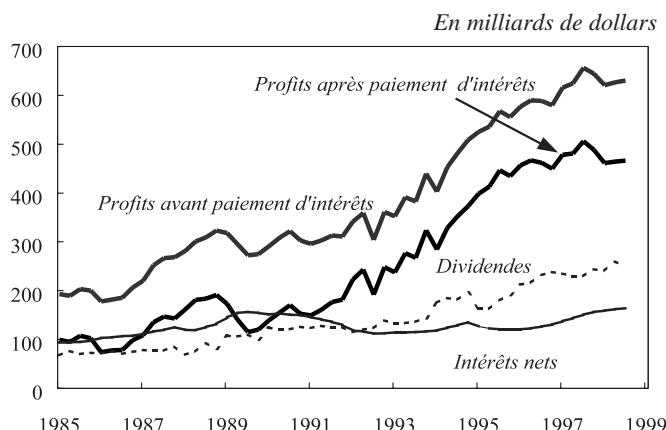
Sources : Datastream et calcul CDC Marchés.

Il est important de noter que les actionnaires exigent un rendement non seulement élevé mais aussi stable dans le temps. Une chute du ROE dégraderait la performance des fonds d'investissement actionnaires et ferait courir le risque d'un recul de la bourse (puisque le « *q* de Tobin », c'est-à-dire le rapport boursier cours/valeur économique de capital est, à l'équilibre, égal au rapport ROE/rentabilité économique).

Pour toutes ces raisons, les actionnaires exercent une forte pression sur les dirigeants pour le maintien des profits, même en période de ralentissement économique.

Avec l'effet de levier, les intérêts sur la dette deviennent importants et maintenir les profits lorsque les ventes ralentissent est plus difficile : depuis 1995, les paiements d'intérêts sur la dette (qui avaient profité en 1991 et 1993 de taux d'intérêt très bas) augmentent fortement et la croissance des profits nets des paiements d'intérêts devient nettement moins forte que celle des profits bruts (graphique 36).

36. Profits, intérêts et dividendes des entreprises aux États-Unis



Source : Datastream.

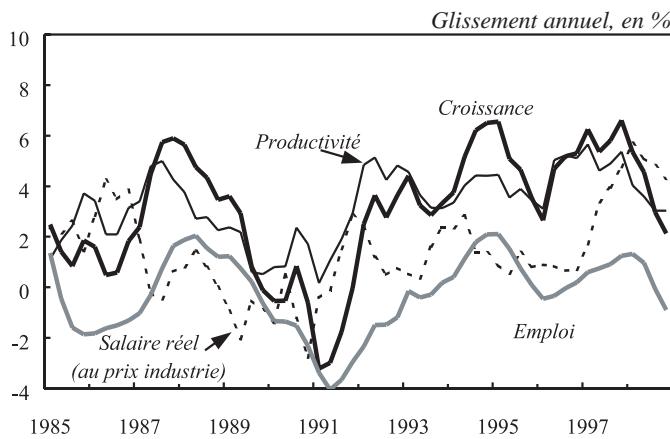
La pression à exercer sur les coûts lorsque le levier est grand est donc forte s'il faut maintenir les profits.

Conséquence logique : la pression sur l'emploi et les salaires réels sera forte dans les ralentissements cycliques

Le « problème » est que, depuis 1992, l'économie américaine dans son ensemble est très forte et que l'on n'a pas observé les effets d'une récession. En 1995, le ralentissement avait néanmoins provoqué un ajustement visible de l'emploi.

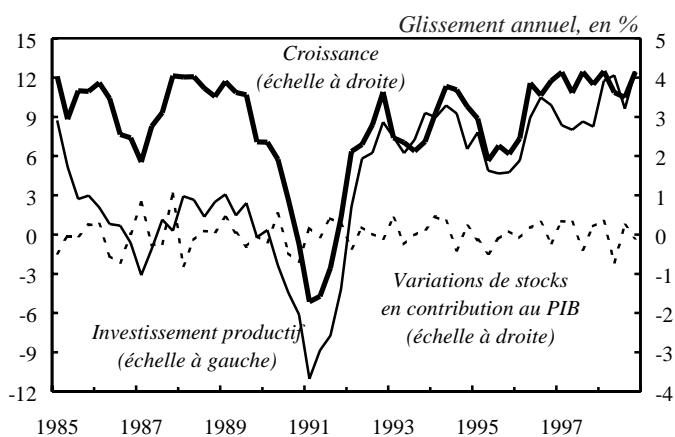
En 1990-1991, malgré la récession, le salaire réel avait continué à progresser moins que la productivité du travail. La situation est particulièrement claire si on observe uniquement l'industrie (graphique 37). Le cycle de l'emploi correspond très étroitement au cycle de la production et la productivité continue à progresser, même dans les périodes de fort recul de l'activité. Le salaire réel réagit aussi violemment au cycle : il y a bien, surtout dans l'industrie, maîtrise complète de la masse salariale dans les fluctuations cycliques aux États-Unis.

37. Croissance, productivité, emploi et salaire réel dans l'industrie aux États-Unis



Source : Datastream.

38. Croissance, investissement et variations de stocks aux États-Unis



Source : Datastream.

Qu'implique le transfert du risque cyclique des actionnaires (des profits) vers les salaires (vers la masse salariale) ?

La cyclicité des profits et la relative stabilité de la masse salariale, qui sont l’arrangement traditionnel, impliquent que le rendement du capital est plus risqué que le rendement du travail, donc justifient une prime de risque élevée. C’est le cas, puisque le rendement des actions est aux États-Unis, très supérieur aux taux d’intérêt à long terme.

À l’inverse, on l’a vu, le salaire réel, jusqu’au début de 1997, augmente moins vite que la productivité du travail : le rendement du facteur travail ne bénéficie pas d’une prime de risque.

S’il s’avère que le risque va dorénavant être porté par le travail et non plus par le capital, cette structure des primes de risque devient complètement inadaptée. Il faudrait que le rendement des actions soit à peine supérieur à celui des obligations et que le salaire réel soit en moyenne plus élevé pour compenser le caractère cyclique de la masse salariale.

Aujourd’hui, les actionnaires des sociétés américaines bénéficient à la fois de primes de risque fortes et de la stabilité des rendements, ce qui est complètement illogique.

L’autre conséquence est macroéconomique. Il est probable que la propension à consommer les salaires est plus forte que celle à consommer les profits. De ce fait, si les salaires deviennent plus cycliques et les profits moins cycliques, la cyclicité de la demande devrait être accrue, ainsi donc que l’ampleur des cycles conjoncturels.

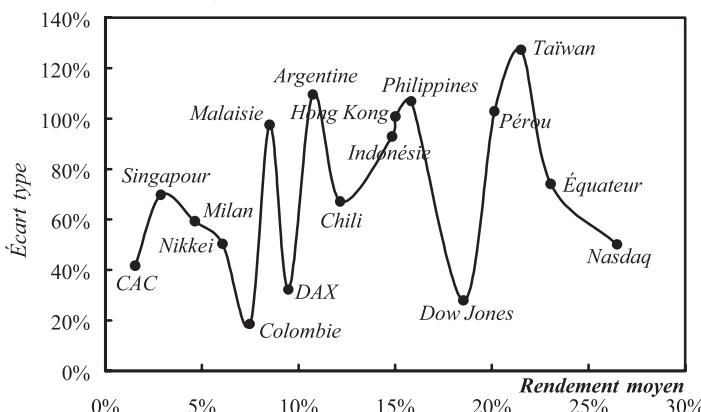
La disparition des primes de risque

Il peut être intéressant de mettre l’accent sur un aspect particulier de la recherche du rendement de la part des investisseurs et des gérants, à savoir l’amenagement des primes de risque. La recherche du rendement alimente en effet une hausse de la demande pour les actifs risqués qui n’a aucune raison de se répercuter mécaniquement sur l’offre. Dès lors, la prise de risque n’est plus rémunérée. Cette évolution est nettement visible dans les rendements boursiers.

Les investisseurs ont le choix entre différents actifs financiers qui se distinguent par leurs caractéristiques en termes de rendement et de risque. En principe, un rendement moyen plus élevé est associé à un risque plus élevé. L’ensemble des combinaisons efficaces (ce qui signifie qu’on ne peut pas obtenir autant de rendement avec moins de risque, ou de façon équivalente plus de rendement pour le même risque) des actifs financiers élémentaires est la frontière efficiente ; les investisseurs peuvent s’y positionner en fonction de leur degré d’aversion pour le risque. Une anomalie évidente est la pérennité d’actifs financiers « dominés » par d’autres, c’est-à-dire fournissant de façon récurrente un rendement faible pour un risque élevé (les choses étant toutefois un peu moins simples en raison des corrélations entre les différents rendements).

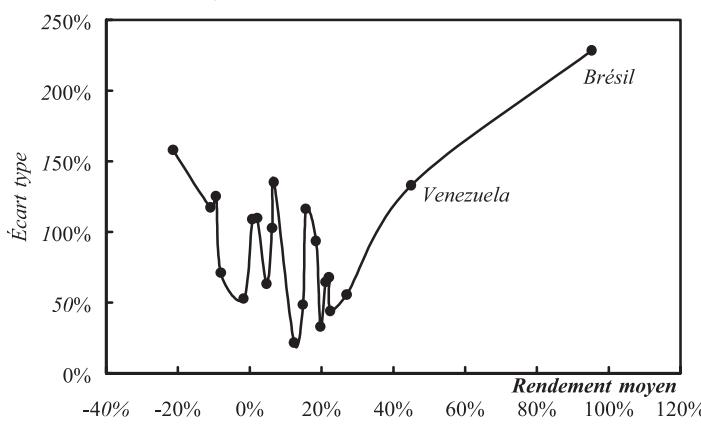
Or il n'existe plus, sur les marchés boursiers, de relation croissante entre le rendement et le risque. Dans certains cas (pays émergents), le risque pris est systématiquement trop élevé par rapport au rendement moyen obtenu ; dans d'autres cas (pays de l'OCDE), le risque apparent est trop faible pour justifier les rendements moyens : l'anomalie entre le rendement et le risque apparaît aux deux extrêmes de la gamme des risques.

39. Rendements et écarts types annualisés de janvier 1994 à décembre 1996



Sources : DRI et calcul CDC Marchés.

39bis. Rendements et écarts types annualisés de janvier 1994 à décembre 1996



Sources : DRI et calcul CDC Marchés.

Les graphiques 39 et 39 bis montrent, pour la période janvier 1994 à décembre 1996, pour vingt et une places boursières, le rendement mensuel moyen annualisé d'un placement et son écart type. Le Brésil et le Venezuela sont très particuliers avec des rendements et des écarts types très élevés,

dûs largement à la fin de la période d'hyper-inflation. Sur cette même période, la Corée et la Thaïlande ont déjà des rendements négatifs. Pour les dix-sept autres places, on observe, en moyenne, une relation croissante entre rendement et risque. Les anomalies sont cependant nombreuses : beaucoup de marchés boursiers émergents (Malaisie, Argentine, Chili, Indonésie, Hong-Kong, Philippines, Pérou, Taïwan) sont dominés, au sens où il est possible d'obtenir davantage de rendement moyen avec moins de risque sur des places des pays de l'OCDE, en particulier à New York et sur le Nasdaq ; les bourses européennes et le Nikkei sont dominés par les bourses américaines où les rendements sont élevés pour un risque modeste.

Ceci reflète probablement deux réalités assez bien connues : l'investissement sur les marchés émergents, même avant la crise, n'était pas efficace, le rendement ne payant pas le risque ; le marché américain a reflété beaucoup plus rapidement que le marché européen les exigences nouvelles des investisseurs en termes de rendement.

Ne prenons cependant ce qui précède que comme une indication. Nous ne voulons pas utiliser des données plus anciennes, qui couvriraient en particulier les périodes de récession en Europe ou aux États-Unis. La période utilisée (3 ans) est donc courte, ce qui rend fragile un diagnostic sur l'adéquation entre rendement et risque.

Le comportement des gérants et des banques et les moyens pour le modifier : quelques propositions

Comme nous l'avons vu plus haut, la structure concurrentielle du marché de la gestion a conduit à ce que le rendement élevé obtenu sur le capital des entreprises soit exigé des autres placements (dans les pays émergents par exemple) et des entreprises financières (dont les banques).

Nous avons aussi mis en évidence les effets négatifs de ces comportements : fragilisation des économies et amplification des cycles conjoncturels, puisqu'en cas de récession tous les agents économiques doivent se désendetter ; dans les pays émergents, afflux de capitaux qui ne servent pas à financer la croissance, développement incontrôlable de l'offre de monnaie et de crédit, distorsions des taux de change réels,...

Il reste à identifier les causes profondes du comportement des gérants et à connaître leurs motivations.

Une typologie des gérants

Ceux qui nous intéressent le plus ont le choix de leur structure d'investissement et peuvent intervenir dans les décisions de gestion des entreprises dans lesquelles ils investissent.

Ceci exclut deux types de gérants.

Ceux qui gèrent des fonds d'investissement dédiés, dont la totalité de l'actif est placé dans les marchés émergents ou dans les valeurs technologiques quoiqu'il arrive. Ce type de gérant doit investir sur son support naturel, et ne peut pas se retirer ou provoquer une crise financière. Ceux qui diversifient beaucoup leur portefeuille et détiennent de ce fait une fraction très faible du capital des entreprises dans lesquelles ils sont présents, n'interviennent pas dans les décisions de gestion et sont restés prudents dans leur exposition sur les pays émergents. Le risque avec ce second type d'investisseur, n'est pas son influence individuelle sur la gestion financière des entreprises ou sur la balance des paiements des pays émergents mais sa tendance au mimétisme.

Il faut rappeler et nous allons y revenir que les gérants sont jugés, non par rapport à leur performance absolue, mais par rapport à leur performance relative (comparée à celle des concurrents, des benchmarks-indices). Ceci les pousse à prendre essentiellement les mêmes décisions que les autres gérants pour ne pas s'écartez de la moyenne, d'où un mimétisme qui est évidemment déstabilisant.

Les conséquences du comportement des investisseurs qui prennent une position dominante dans les entreprises sont différentes : ils peuvent modifier la politique financière de ces entreprises, faire racheter les parts des actionnaires minoritaires...

Dans le premier cas, c'est la simultanéité des décisions qui peut être déstabilisante ; dans le second cas, c'est l'intervention dans les décisions des dirigeants.

Comment réduire les conséquences négatives, amplement décrites plus haut, du comportement des gérants ?

Modifier la structure concurrentielle du marché de la gestion en mettant en place une réglementation prudentielle des fonds

Les épargnants individuels (futurs retraités) n'ont pas besoin (et n'exigent pas) de rendements très supérieurs au taux d'intérêt de marché. Il est probable que si on leur fournissait le choix entre le rendement moyen et le risque réel des placements disponibles, ils accepteraient un rendement moyen assez faible en contrepartie d'un risque réduit.

C'est donc la structure concurrentielle du marché de la gestion déléguée qui est en cause. Les gérants professionnels qui réalisent les investissements pour le compte des épargnants finaux sont en concurrence, et ne peuvent pas se permettre de montrer, même sur une période assez courte, une performance inférieure à celle des autres gérants sous peine de perdre leur clients.

Au Royaume-Uni, les gérants de fonds de pension ont typiquement des mandats de trois ans, avec une évaluation fréquente de la performance et une rémunération basée sur la valeur du fonds à la fin de chaque année.

Le marché de la gestion externe de fonds de pension est extrêmement concurrentiel, d'où une baisse des commissions jusqu'à 22 points de base en moyenne (contre 60 à 80 points au Japon et 100 en Suisse où le marché est beaucoup moins concurrentiel). Le plus souvent, les gérants externes de fonds de pension montrent une rotation très rapide de leur portefeuille (leur gestion est très active), et, malgré tout, une performance inférieure à celle des indices (des benchmarks). Ceci peut être relié à leurs critères d'évaluation, qui les poussent à une gestion très active, qui se révèle finalement inefficace par rapport à une gestion passive.

Les gérants de fonds britanniques acceptent aussi^(*), lorsqu'ils sont interviewés, l'idée qu'ils sont poussés à être moutonniers par la pression de leurs mandants, qui le plus souvent les jugent par rapport à la performance du fonds moyen.

Au Canada, en théorie, les gérants externes peuvent être changés chaque année, mais en pratique les périodes de « probation » sont plus longues. Le « court termisme » lié à l'utilisation d'un benchmark pour mesurer la performance des gérants est bien documenté. La gestion indicielle (liée à un benchmark) fait disparaître les forces de rappel : si un actif est trop cher, il n'est pas à vendre puisque, au contraire, son poids dans le benchmark augmente ; à l'inverse un actif sous-évalué n'est pas acheté puisque ceci conduirait le gérant à s'éloigner du benchmark. C'est particulièrement vrai dans les périodes troublées, incertaines, où tous les gérants reviennent vers les benchmarks.

Il est vraisemblable aussi que les gérants qui souffrent d'un handicap (petite taille, moindre expertise, mauvaise information...) le compensent en choisissant des portefeuilles plus risqués que les autres, ce qui impose à ces derniers de réagir à leur tour.

Quoiqu'il en soit, à l'équilibre, des actifs trop risqués sont inclus dans les portefeuilles, initialement afin de doper le rendement moyen de ceux-ci. Deux problèmes se posent alors :

- il n'est pas certain du tout que les investisseurs finaux soient conscient de la « dose de risque » que leur font prendre les gérants délégués ; d'une part, ces investisseurs finaux auraient eux-mêmes choisi des portefeuilles moins risqués ; d'autre part, les gérants n'expliquent pas à ces investisseurs le vrai niveau de risque des portefeuilles (qui a expliqué à ses clients que les bourses des pays émergents pouvaient baisser de plus de moitié ?) ;

- par ailleurs, puisque tous les gérants délégués choisissent d'investir dans des actifs risqués, la relation rendement-risque se déforme ; la demande pour les actifs risqués étant forte, les primes de risque diminuent au

(*) Voir des détails dans Davis E.P. (1995) : *Pension Funds*, Clarendon Press, Oxford.

point, comme on l'a vu plus haut, que le supplément de risque pris n'apporte pratiquement plus rien en termes de rendement moyen.

Que faire pour éviter cette situation ? Nous faisons trois propositions :

- Allonger, de manière réglementaire, la durée des mandats de gestion des fonds dont l'horizon naturel est long (fonds de pension). Si les gérants externes des fonds de pension peuvent perdre leur mandat au bout d'une période de temps courte, ils privilégieront naturellement la performance à court terme, et accepteront un risque très élevé ; n'être jugé que sur une période de temps très longue changerait ce comportement.
- Modifier les règles de rémunération des gérants ; dans certains cas, ces règles ne génèrent aucune incitation à réduire le niveau de risque.

• Si la rémunération est proportionnelle à l'encours géré, il y a concurrence pour les parts de marché, d'où incitation au contraire à prendre des risques. S'il y a un supplément de rémunération pour le gérant lorsqu'il « bat le benchmark » et pas de pénalisation lorsqu'il fait moins bien, il y a aussi tentation d'accroître le risque. Une règle de rémunération symétrique, impliquant des pénalisations en cas de mauvaise performance, est indispensable : il faut responsabiliser les gérants.

L'utilisation d'un benchmark pose de toute manière problème. Si le benchmark retenu inclut les actifs les plus risqués (bourses des pays émergents...), inclure ces actifs dans le portefeuille ne fait courir aucun risque au gérant puisque, même en cas de crise, sa performance sera semblable à celle du benchmark.

• Si les fonds de pension doivent être créés en Europe, privilégier la concertation entre les gérants et les épargnants (salariés dans les entreprises). Il n'est pas certain du tout que les épargnants souhaitent qu'il y ait une gestion très active de l'épargne à long terme et pourtant la concurrence entre gérants pousse à ce type de gestion active. Ceci conduit à privilégier l'implication des épargnants dans les décisions de gestion, par le biais de structures *ad hoc* de pilotage de la gestion à créer dans les entreprises.

Réduire la nécessité de prise de risque par les banques

Les banques ont aussi joué un rôle majeur dans la prise de risque, par exemple au travers des prêts interbancaires aux banques des pays émergents, de prêts aux entreprises de ces pays, d'achats de titres très risqués (GKO russes). La raison de la prise de risque par les banques est double : les exigences de rendement des actionnaires (fonds d'investissement), ce qui rejoint le point évoqué plus haut ; le rendement insuffisant dans les activités traditionnelles (intermédiation, services financiers,...).

Le second problème peut lui-même avoir des causes diverses : réglementation (gratuité des services), surcapacité (réseaux), insuffisance de la demande (crédit).

Nous devons ici évoquer les possibles effets pervers du ratio de capital minimum (ratio Cooke) :

- il ne discrimine pas entre les emprunteurs en fonction de leur vrai risque : une grande entreprise solide a le même traitement qu'un fonds spéculatif ;
- il peut forcer les banques à surcapitaliser certaines activités qui en fait ne nécessiteraient pas tant de fonds propres ;
- l'excès de fonds propres qu'il faut rentabiliser pousse aussi à prendre des risques ;
- il n'est pas ajusté en fonction du cycle économique ; dans les périodes d'expansion, le ratio ne « mord » pas et les banques ont la capacité de réaliser des projets risqués ; dans les récessions, il se met à « mordre », et les banques sont contraintes de rationner le crédit, ce qui renforce la récession.

Il faudrait donc réfléchir à ces effets pervers avant d'étendre le ratio de capital à d'autres activités ou aux non banques.

Comment réduire l'exigence de rentabilité des fonds propres ?

Si notre analyse est correcte, le point de départ des anomalies financières est l'utilisation dans la période récente du levier pour doper la rentabilité anticipée des fonds propres des entreprises, les actionnaires ne réalisant pas pleinement l'effet sur le risque de ce comportement. Pour être efficace et non seulement descriptif, il faudrait être capable de proposer des moyens pour que les exigences de rendement diminuent, ou que la transparence sur le risque soit faite. Cette seconde proposition est peut être plus constructive puisqu'elle n'interfère pas avec les décisions de gestion. Il est probable que les épargnants finaux ne sont pas pleinement conscients du risque pris par les intermédiaires financiers.

La transparence peut être assurée par un rating plus indépendant, par un classement des gérants faisant apparaître clairement à la fois le rendement obtenu et sa volatilité, par la publication fréquente de la composition des portefeuilles.

Le prêteur international en dernier ressort

Michel Aglietta

Professeur à l'Université de Paris X et Conseiller Scientifique du CEPPII

Christian de Boissieu

Professeur à l'Université de Paris I et Directeur Scientifique du COE

Les crises financières à répétition ont remis au goût du jour un sujet qui sent le soufre pour les économistes et encore plus pour les banquiers centraux et les responsables des finances publiques qui adoptent généralement la maxime : « moins on en parle, mieux on se porte ». Pourtant les faits sont têtus. La réticence à affronter l'idée que les crises ne sont plus ce qu'elles étaient à l'époque du contrôle des capitaux, ni même dans les années quatre-vingt, rend les mécanismes de sauvegarde financière internationale largement inadéquats.

Les contrôles de capitaux incorporés dans les règles de Bretton Woods ont permis de nationaliser la fonction de prêteur en dernier ressort (PDR). Les difficultés de financements extérieurs furent prises en charge par le FMI au titre des aides transitoires à l'ajustement de la balance courante. L'endettement international à partir des chocs pétroliers et de l'établissement des changes flottants a débordé ces principes en accroissant énormément la taille des déséquilibres extérieurs des pays débiteurs et en provoquant des déséquilibres simultanés dans les pays en développement. Néanmoins la doctrine est restée la même. Les causes de l'accumulation des dettes étaient imputées à l'excès inflationniste de demande sous l'effet de politiques budgétaires irresponsables dans des systèmes financiers administrés qui ne pouvaient que monétiser les déficits publics. Le prêt en der-

nier ressort demeurait le soutien à la balance des paiements des pays pour éviter le défaut sur les dettes souveraines. Le FMI en était le grand ordonnateur. Des facilités de financement nouvelles furent inventées et associées à des conditions négociées avec les gouvernements des pays débiteurs. On ne sortait pas d'une stricte division des rôles. Les fonctions de PDR au niveau national et international ne recouvraient pas les mêmes phénomènes, pour autant que les pays en développement étaient concernés. La faillite de la Banque Herstatt et ses incidences sur les systèmes de paiement en dollars s'étaient chargées de démontrer dès 1974 que le temps de la séparation des systèmes financiers était révolu. La mise en place du comité de Bâle pour la concertation des Banques centrales et la définition de lignes de conduite pour réagir à des situations d'urgence en cas de crises de banques internationales susceptibles de perturber les paiements internationaux renouaient avec les formes de coopération entre Banques centrales qui avaient cours sous l'étalon or.

Toutefois la globalisation financière n'a commencée à être conforme à son appellation que dans les années quatre-vingt-dix. Les accumulations de dettes fragiles dans les pays en développement ne sont plus souveraines mais privées. Les prêteurs sont eux-mêmes des institutions financières privées les plus diverses et plus exclusivement des banques commerciales. Les dettes sont soit directement évaluées à des prix de marché, soit indirectement liées à des collatéraux évalués à des prix de marché. Des marchés financiers dits émergents sont apparus sous l'impulsion d'une doctrine de libéralisation financière. Ils sont intimement interconnectés aux marchés des grands pays, de sorte que la séparation des problèmes financiers du tiers-monde et de ceux des pays occidentaux a perdu toute signification. Il n'est pas étonnant dans ces conditions que la fonction de prêteur en dernier ressort du FMI soit sur la sellette. Car rien, ni dans les statuts, ni dans la pratique du FMI, ne le rend compétent pour enrayer des crises de marché à virtualité de propagation mondiale.

Pour réfléchir rigoureusement sur les principes du prêteur en dernier ressort international, il faut s'interroger sur ce qui a changé dans le système financier international du fait de la globalisation. Il faut aussi prendre en compte les conditions permanentes de l'efficacité de cette fonction, si particulière puisqu'elle suspend la logique de l'économie de marché au nom de la sauvegarde de cette même économie de marché. C'est pourquoi le PDR se meut dans l'ambiguïté que l'on veut constructive. Aussi ferons-nous quelques propositions sur l'organisation du PDR international en montrant que le FMI ne peut en être l'institution, contrairement à ce que prétend Stanley Fischer (1999). Nous compléterons cette analyse en faisant quelques observations sur les questions liées au PDR, à savoir les problèmes prudentiels en amont et le contrôle de la monnaie en aval.

Globalisation financière et risque de système

La globalisation financière a remis à l'ordre du jour les crises de marché dans la continuité de l'histoire des crises financières. Ces crises-là offrent donc un terrain de choix au prêteur en dernier ressort. En évitant le saut des prix d'actifs à des niveaux très déprimés, il empêche que la fragilité financière ne se transforme en insolvenabilité généralisée, dont le coût social est exorbitant et la durée de résolution très longue.

La globalisation financière comporte deux caractéristiques majeures qui influencent profondément les interdépendances à l'intérieur des systèmes financiers nationaux et entre ces systèmes. Les manières dont le risque apparaît et se propage sont radicalement différentes de ceux des systèmes intermédiaires, réglementés et séparés. Ces deux caractéristiques sont le « mark to market » généralisé par l'essor explosif des marchés dérivés et le contrôle interne du risque selon des méthodes statistiques dérivées de la théorie du portefeuille. La circulation des risques qui découle de ces caractéristiques consomme énormément de liquidités pour être efficace. Il s'ensuit que les crises de liquidité sont bien plus fréquentes et plus graves dans les conditions de la globalisation financière. Elles annoncent le besoin d'un PDR international qui soit une institution monétaire capable d'enrayer des effondrements de prix d'actifs non anticipés sur les segments de marché où ils se produisent et là où ils provoquent des faillites d'institutions financières (par exemple, incidences indirectes de l'effondrement du marché des bons du Trésor russe – GKO – sur la faillite du fonds spéculatif LTCM et sur la fuite vers la liquidité dans les marchés du dollar).

Les crises de liquidité devenant plus probables du fait du mode de fonctionnement des marchés, comme on le verra ci-dessous, des économies qui ne souffrent pas de détérioration prononcée des variables macroéconomiques usuelles peuvent subir des crises auto-réalisatrices. Ainsi la crise asiatique a-t-elle été imprévisible. La Banque mondiale avait célébré le miracle asiatique et avait souligné l'excellence de la gestion interne et du change. Les taux d'épargne interne très élevés permettaient de financer les économies sans recourir aux capitaux étrangers, avec des taux d'endettement élevés mais soutenables. Même après coup les « fondamentaux macroéconomiques » sont très loin d'expliquer la violence et la profondeur de la crise. Le renversement des flux de capitaux en a été le témoignage le plus saisissant. Provoquant d'une année sur l'autre des variations de soldes courants de plus de 10 % du PIB des pays victimes, ce renversement fait plus que suggérer que les répercussions sont allées du bas de la balance vers le haut et non l'inverse.

On rappellera les principaux résultats sur la nature de ces crises auto-réalisatrices, qui soulignent l'importance décisive de la liquidité et les processus de contagion qui y sont attachés. La contagion a des traits communs avec l'attaque spéculative initiale : imprévisibilité du déclenchement, changement brutal des anticipations et actions dans le même sens des opéra-

teurs, multiplicité d'équilibres puisque la contagion se produit entre des pays qui n'ont pas de liens commerciaux et financiers significatifs. L'extension des analyses de l'attaque spéculative à la contagion financière nécessite de se placer du point de vue du fonctionnement des marchés et de la gestion des portefeuilles. En recherchant en quoi la globalisation financière exacerbe les problèmes de liquidité dans les situations de stress, on peut repérer des canaux de transmission de la contagion compatibles avec l'arbitraire apparent de son étendue, tant géographique que par le nombre de marchés atteints.

Endettement international et crise auto-réalisatrice

La complexité des crises financières depuis 1997 vient de ce qu'elles sont liées les unes aux autres, tout en appartenant à des types différents. Ainsi la crise russe est-elle le type même de crise souveraine, dite de première catégorie. Les finances publiques étaient sur une tendance insoutenable, en sorte que les opérateurs pouvaient craindre une monétisation de la dette. Celle-ci était incompatible avec le régime de change dès lors que les réserves n'étaient pas suffisantes pour faire face aux retraits possibles des capitaux en dollars. Néanmoins, dans ce cas, la théorie des crises de première génération nous dit que la date de la crise est largement prévisible et que la ruée sur les réserves se produit de manière que les spéculateurs ne fassent pas de perte. En Russie d'autres éléments ont modifié la nature de la crise. On peut soutenir que les spéculateurs sur les GKO s croyaient que la dette russe était garantie par un droit de tirage sur les ressources du FMI. Cela ajoute un aléa moral qui rend la date de la crise incertaine. Le caractère déterministe des modèles standard de première génération ne tient donc pas, comme le remarque Krugman lui-même, à une logique de la spéculation qui serait différente des autres processus, mais à l'hypothèse que l'évolution des fondamentaux suit une trajectoire parfaitement lisible. Dès que s'introduit un facteur d'aléa moral, la date de la crise devient indécidable. En l'espèce, deux équilibres étaient possibles selon que les spéculateurs coordonnaient leurs anticipations sur la persistance du soutien du FMI ou pas.

Les attaques répétées et conjointes sur la bourse et sur le dollar de Hong-Kong en octobre 1997 et à la fin du printemps 1998 sont, au contraire, typiques des crises de deuxième génération. La robustesse du système financier et la flexibilité de l'économie plaident pour des fondamentaux de qualité qui ne justifiaient en rien un scénario de crise. Pourtant le « currency board » est un mécanisme qui révèle immédiatement le coût de la défense du change contre une attaque en induisant automatiquement une montée des taux d'intérêt fortement croissante avec la perte de réserves. Les spéculateurs peuvent donc concevoir un scénario d'attaque auto-réalisatrice. La spéculation peut être gagnante parce qu'il est possible de croire que les autorités vont la valider en modifiant le régime de change. Mais ni la date de déclenchement d'une telle crise, ni son issue ne sont prévisibles. Dans

son déclenchement comme dans son déroulement, c'est un pur problème de liquidité. Si les opérateurs sont convaincus que la liquidité sera toujours suffisante, la crise ne se déclenche pas. Mais la liquidité est elle-même directement fonction de la coordination des anticipations. Elle ne peut venir à manquer que si elle est testée.

La plupart des théoriciens soutiennent que ces deux modèles de crises couvrent tous les cas possibles. Pour le prêteur en dernier ressort les crises pures de deuxième génération sont un terrain idéal. L'externalité, qui a un coût social élevé si la spéculation est victorieuse, ne vient que de la défaillance du marché. La crainte que la liquidité puisse être insuffisante provoque la ruée des opérateurs du marché qui assèche la liquidité et justifie leurs craintes. En apportant la liquidité qui peut faire défaut, le PDR coordonne les anticipations sur le bon équilibre. Les prix demeurent dans leur plage qui correspond aux anticipations faites sur les valeurs des actifs et des dettes. Au contraire, la rupture de cet équilibre, par effondrement du taux de change par exemple, rend insolvable un grand nombre d'agents qui avaient emprunté des devises et qui combinaient risque de crédit et risque de change. L'insolvabilité dans les crises de deuxième génération est la conséquence d'une crise de liquidité résultant de la carence du prêteur en dernier ressort. Ce défaut de coordination sur la liquidité résulte de l'externalité qui la définit. Ce n'est pas une situation d'information asymétrique ; en conséquence il n'y a pas d'aléa moral attaché à l'action du PDR dans ce contexte. On peut cependant soutenir que cela peut en créer un pour l'avenir. C'est bien pourquoi le PDR doit intérioriser l'externalité en impliquant les intermédiaires les plus concernés comme teneurs de marché dans un consortium de soutien au marché.

Peut-on considérer que la crise asiatique est un mélange d'éléments de première et de seconde génération ou doit-on évoquer un troisième type de crise pour en interpréter toutes les facettes ? Il ne fait pas de doute que les attaques sur le système monétaire de Hong-Kong sont du deuxième type. Il a été argumenté que la crise en Thaïlande était du premier type à cause d'un déficit insoutenable de la balance courante et d'un taux de change réel surévalué. Soit, mais quid de la Corée ? C'est le pays par excellence du miracle asiatique célébré par la Banque Mondiale. Il est difficile de croire que son étude très approfondie était intrinsèquement fausse de bout en bout. Y a-t-il eu une dégradation fulgurante des fameux « fondamentaux » macro-économiques entre 1993 et 1997 ? À l'évidence non. Il semble pourtant qu'on ne puisse entièrement assimiler Hong-Kong et la Corée dans l'étiologie des crises. La différence se trouve dans les structures financières : sont-elles solides ou fragiles ? Mais alors si on introduit la fragilité financière dans les fondamentaux, on élargit sérieusement cette notion par rapport aux modèles de crises de première génération. Il n'est peut-être pas si arbitraire que cela de parler de crise d'un troisième type qui, soit dit en passant, était la crise financière standard dans la finance globalisée de l'étalon or étudiée notamment par Kindleberger.

La fragilité financière n'était pas préexistante à l'étude de la Banque Mondiale. Le système financier à contrôle direct du crédit par l'État était construit pour fonctionner avec des taux d'endettement élevés en toute sécurité. La fragilité est venue de l'innovation systémique qu'a été l'ouverture brutale du système après 1993. Les symptômes de la fragilité ont été la sous-évaluation du risque par les emprunteurs et les prêteurs, l'ampleur du levier héritée des habitudes passées, l'exposition au risque de marché à cause de l'afflux de capitaux étrangers en devises et en partie sur supports titres associés à des produits dérivés. Mais si la fragilité financière est un fondamental à prendre en compte, cela ne se fait pas comme la détérioration d'un déficit public, une inflation excessive, ou une dégradation de la compétitivité. Ces dernières variables peuvent être considérées comme exogènes dans une large mesure dans la dynamique spéculative. Tous les opérateurs les observent et forment les mêmes anticipations à leur égard. Rien de tel avec une notion aussi ambiguë que la fragilité financière. D'abord il n'en existe pas d'indicateur objectif observable sur lequel les anticipations se polarisent. Ensuite et surtout, dans un univers de « mark to market », il y a un effet réflexif de la dynamique des prix de marché sur la fragilité financière. Selon les anticipations que les opérateurs font de l'incidence de la fragilité financière sur les mouvements des prix de marché et au premier chef sur le change, ils provoquent la spéulation qui valide leur perception de cette fragilité. Il y avait donc une vulnérabilité préalable au risque de crédit, mais c'est l'interaction auto-réalisatrice du risque de crédit et du risque de marché qui rend *ex post* les débiteurs insolubles si l'attaque réussit. On est donc dans un univers d'équilibres multiples, c'est-à-dire une crise de deuxième génération, mais avec des traits sous-jacents que l'on peut attribuer à des fondamentaux dégradés, ces fondamentaux découlant eux-mêmes des comportements microéconomiques des agents privés. Il n'est pas usurpé d'appeler cela une crise du troisième type. En conséquence, la crise éclate de manière imprévisible par effondrement de la confiance, assèche la liquidité dans des marchés critiques par le renversement de sens des mouvements de capitaux, entraîne des effets de contagion dans tous les systèmes financiers qui ont peu ou prou connu les mêmes symptômes.

On peut utiliser les enseignements des modèles de crise pour la légitimité du prêteur en dernier ressort. Les crises de première génération sont celles où il peut être le plus contesté. La priorité est le redressement de la politique économique et celui-ci peut requérir une aide de la communauté internationale pour renforcer les réserves de change de manière à éviter qu'un effondrement du taux de change ne rende l'ajustement structurel beaucoup plus difficile. C'est le domaine bien rôdé des programmes FMI où la conditionnalité à l'égard des débiteurs est censée contrecarrer l'aléa moral ; ce qui n'est pas le cas du côté des prêteurs. Il y a donc place pour une collaboration institutionnelle entre le FMI et les superviseurs des intermédiaires financiers engagés dans les financements internationaux en faveur des débiteurs souverains.

Les crises de seconde génération ne peuvent être prévenues que par des interventions en dernier ressort qui s'adressent le plus souvent à des marchés plutôt qu'à des institutions financières : action concertée de la Bundesbank et de la Banque de France en septembre 1992, de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon en juin 1998. L'objectif de ces actions est de pallier les défaillances de coordination des marchés. Par essence, les Banques centrales assument alors l'essentiel des responsabilités. Lorsque l'intervention en dernier ressort passe par l'apport de liquidité à un établissement financier, le PDR est d'abord l'organisateur du consortium composé des intermédiaires les plus actifs sur le marché en crise, ceux-ci apportant le soutien requis et partageant les risques inhérents. Mais c'est toujours le souci de préserver la confiance du marché (cas de LTCM par exemple) qui domine. Lorsqu'un problème d'aléa moral se pose, le prêteur en dernier ressort le traite en organisant le consortium des intervenants les plus importants et en coordonnant leurs apports de liquidités. Dans toutes les crises de cette catégorie, le PDR est un club de Banques centrales à géométrie variable selon les marchés soutenus.

Dans les crises de troisième génération qui sont du domaine de la finance privée, le prêteur en dernier ressort demeure indispensable, puisque ces crises comportent des évaporations de liquidités auto-réalisatrices assorties d'un fort pouvoir de contagion. Mais le risque systémique peut être diminué si la fragilité sous-jacente est contenue. C'est avant tout le domaine des autorités prudentielles de chaque pays. Cependant une coopération internationale s'avère nécessaire. On verra dans la seconde partie de ce texte comment elle peut être organisée. Auparavant il faut être beaucoup plus précis et détaillé sur les processus de propagation des crises de liquidités dans un univers de marchés globalisés, processus qui sont ignorés des modèles de crises financières, mais dont la connaissance est essentielle à la pratique du prêteur en dernier ressort.

En quoi le système financier international a-t-il changé ?

Les méthodes d'évaluation et de contrôle des risques ont dû s'adapter au « mark-to-market ». Ces méthodes, approuvées par les superviseurs des pays développés, sont ambivalentes. Elles contribuent à disséminer le risque dans des conditions de marché caractérisées par une volatilité et des corrélations stables entre les rendements des actifs. Mais elles propagent le risque et connectent des marchés dont les évolutions devraient rester déconnectées lorsqu'une baisse soudaine des prix et une augmentation imprévue de volatilité se produisent sur un des marchés. La crise obligataire mondiale de 1994 est un exemple célèbre des réactions uniformes des opérateurs qui sont incorporées dans les systèmes de gestion du risque. On prend à tort pour des contagions psychologiques en forme de paniques ce qui est imputable à des connexions systémiques provoquées par les ajustements au risque des participants des marchés financiers. Cette remarque est plutôt inquiétante parce qu'elle suggère que les crises en finance globalisée

sont d'autant plus fréquentes qu'elles ne sont pas les conséquences de comportements aberrants, et donc rares, des opérateurs. Les comportements moutonniers résultent des méthodes statistiques de gestion du risque, lorsque des chocs communs de grande ampleur perturbent de la même manière imprévue les bases de données sur les rendements des actifs qui sont la matière première des choix de portefeuille.

Montrons donc en quoi la gestion du risque est une source de contagion entre les marchés lorsque des perturbations locales se produisent dans un segment de marché. Mettons ensuite l'accent sur le rôle des marchés dérivés dans le développement des crises spéculatives.

Contrôle interne des risques et défauts de coordination de marchés en temps de crise

La méthodologie de la « Value-at-Risk » (VaR) résulte de la conceptualisation du risque d'un portefeuille exposé à la variation des valeurs de marché de ses composantes. C'est la perte maximale associée à un intervalle de confiance déterminé qui est supportée par la détention d'un portefeuille de structure donnée pendant un temps prédéfini. Le capital mis en provision contre la perte potentielle est fonction croissante de la VaR.

Quelles que soient les modulations des modèles utilisés par les institutions financières, tous se recommandent de la diversification des portefeuilles, donc de cette mesure agrégée du risque. Pour la mettre en pratique, tous utilisent des matrices de variance-covariance internationales entre les rendements des actifs munis de prix de marché. Si donc il existe une sous-évaluation endémique du risque de marché, elle doit se trouver dans ces matrices. Dès lors que le financement des positions d'actifs se fait contre collatéral ou par l'intermédiaire d'effets de levier construits à l'aide de positions dérivées en utilisant des swaps, le « mark-to-market » s'étend au crédit. Enfin la transposition directe de la méthodologie VaR au risque de crédit est fort hasardeuse. La loi de probabilité des rendements de prêts est asymétrique avec queues de distribution épaisses du côté des pertes, mesure de la volatilité des rendements dépendant des variations discontinues de la qualité des prêts et estimation des corrélations qui ne sont pas directement observables.

En effet, le profil du rendement d'un prêt est convexe pour le créancier et concave pour le débiteur. Le rendement pour la banque ne change pas pour de petites variations de la situation financière du débiteur tant que le prêt est performant. Mais il peut s'effondrer lorsque le prêt devient non performant. Quant aux événements qui font varier la qualité des prêts, ils sont peu fréquents et ne sont observables qu'indirectement : variation des primes de risque ou modification conventionnelle des notations des emprunteurs. Il s'ensuit que la mesure statistique du risque de crédit d'un portefeuille est particulièrement sensible à des réévaluations discontinues de la VaR due au crédit lorsque la perception de la qualité des dettes se détériore.

L'interdépendance entre les risques de marché et de crédit est incorporée dans les instruments hybrides d'endettement en devises étrangères que sont par exemple les swaps. Dans les swaps, le risque de contrepartie a un profil d'option : il n'est positif pour la partie prêteuse en dollars que si la valeur de marché du swap l'est aussi au moment où la contrepartie emprunteuse dans le pays émergent subit une baisse de qualité de ses crédits sur les agents locaux. Si la contrepartie locale fait défaut, le montant de la perte est la différence entre la valeur positive du swap au moment du défaut et le collatéral qui peut être réalisé sur le débiteur.

L'interdépendance entre risque de crédit et risque de marché est donc inscrite dans la structure même de l'instrument. Elle est d'une importance critique parce que les swaps – en pratique toujours de gré à gré – sont le principal instrument dérivé pour le financement en devises. La perte potentielle sur le swap dépend de deux processus stochastiques : d'une part, la probabilité de défaut de la contrepartie locale, d'autre part, l'exposition potentielle future qui dépend de la valeur agrégée du portefeuille de swaps entre les deux contractants. Celle-ci est extrêmement volatile dans le cas des swaps de devises parce qu'elle dépend des variations du taux de change et des taux d'intérêt qui structurent le profil du risque de marché des swaps constituant le portefeuille. Le risque de crédit est très généralement sous-estimé parce que la corrélation entre les processus stochastiques qui gouvernent la variation de la qualité des crédits d'une part, les fluctuations des variables financières d'autre part, est exclue de la méthodologie VaR standard et inconnue à partir des données historiques dont les banques disposent, surtout pour les pays émergents qui ont connu une libéralisation financière précipitée.

Pourtant cette corrélation entre risque de crédit et risque de marché est la source même du risque de système. Elle n'est pas significative dans des conditions normales de stabilité des prix de marché des actifs, mais elle s'élève de manière fulgurante lorsque le système financier devient fragile à cause d'un levier très élevé en période de volatilité très forte des prix d'actifs. Une baisse brutale du taux de change tend à coïncider avec une augmentation de la probabilité de défaut des emprunteurs, les deux processus venant interagir positivement dans les swaps en devises. Dans la mesure où ces situations dites de stress ne sont pas incorporées dans les calculs de VaRs et les provisions liées, on peut dire que la sous-évaluation du risque est structurellement inhérente aux supports de la mobilité des capitaux qui résultent de la libéralisation financière.

Il y a donc des raisons fondamentales pour que le risque de système ne puisse être détecté au niveau des participants aux marchés internationaux par des analyses statistiques même sophistiquées. Les conditions extrêmes de marché correspondent à des changements de régime qui ne sont pas captées par les distributions de probabilité historiques. Elles ne sont pas plus captées par les scénarios issus de la méthode de Monte Carlo utilisée dans les tests de stress. Car cette méthode requiert que les données futures

alimentant les simulations soient engendrées par le même processus stochastique que celui qui a engendré les données historiques. Cela veut dire que la seule source d'incertitude présente dans les tests de stress est l'incertitude sur les prix futurs, pas sur le modèle qui détermine les trajectoires aléatoires des variables financières. Cela revient à supposer que ces modèles sont stationnaires.

On rencontre ici, dans les apories de la gestion microéconomique du risque, le caractère irréductible au calcul de probabilité de l'incertitude épistémique. Quand une crise financière éclate, la volatilité et les corrélations ne peuvent pas être inférées des séries temporelles incluses dans la base de données. Il n'y a donc pas à s'étonner que les modèles internes des banques internationales donnaient tous des feux verts à la veille de l'éclatement de la crise asiatique.

On pourrait objecter que ce mode de contrôle du risque ne concerne que les banques commerciales ou d'affaires. Mais il en est de même des fonds communs de placement dont le passif est liquidable à la demande et qui sont donc soumis à des contraintes de liquidités semblables à celles des banques. Toutefois les investisseurs institutionnels, dont le passif est constitué d'épargne contractuelle, ne sont pas dans le même cas. Lorsqu'un marché s'effondre et que son prix devient très inférieur à sa valeur de long terme, pourquoi ne se précipitent-ils pas pour racheter les titres, reconstituant ainsi la liquidité du marché ? L'observation empirique montre qu'ils ne le font pas. La raison se trouve sans doute dans l'asymétrie d'information extrême entre les gestionnaires de fonds et leurs mandants, couplée à la concurrence féroce des gestionnaires de fonds. Il est impossible de conclure des contrats contingents sophistiqués sur longue période dans les conditions d'incertitude aussi radicale que celle des placements dans des pays en mutation rapide. Il n'est pas question de pouvoir identifier les éventualités de l'avenir, d'autant que les incidences financières des crises sont essentiellement endogènes à la dynamique des marchés que ces crises déclenchent. L'établissement de contrats courts avec performances affichées fréquemment – au moins tous les trimestres – est la manière dont les épargnants peuvent avoir un droit de regard sur les gestionnaires. Ce droit de regard consiste à les mettre en concurrence. Les gestionnaires doivent donc s'intéresser au rendement de leur portefeuille relativement à celui de leurs concurrents. Ces deux traits de l'organisation de la gestion de fonds signifient que les gestionnaires vont « hurler avec les loups ». Ils doivent impérativement réduire la diversité de leur portefeuille devant une crise de marché. La fuite vers la qualité les empêche de jouer un rôle stabilisant.

Les canaux de propagation des crises

Malgré les difficultés d'évaluation, le gros avantage de la méthodologie VaR est d'améliorer la protection contre le risque parce qu'elle repose sur des positions nettes. Ainsi une banque occidentale qui achetait des GKO et se couvrait par un contrat à terme de vente de roubles contre dollars avait

une position nette en dollars. Un investisseur institutionnel qui achetait des actions russes pouvait utiliser la corrélation avec des actions brésiliennes en vendant les secondes à découvert de manière à réduire sa position nette.

On peut alors comprendre les mécanismes objectifs qui conduisent à l'augmentation brutale et massive des besoins de liquidités, sources des défaillances de marché. Une hausse brusque de la volatilité des rendements des actifs dans un pays quelle qu'en soit la raison, ou l'anticipation de la modification du régime de change, accroissent automatiquement l'estimation des risques de crédit et de marché dans tous les pays où les rendements sont corrélés. Les pertes potentielles sur les positions de change et sur les positions d'actifs dont les prix baissent, ainsi que sur tous ceux qui sont corrélés, se réfléchissent dans les positions nettes des portefeuilles et se répercutent sur les contreparties dont le risque augmente à l'unisson. Celles-ci déclenchent des appels de marge ou refusent de renouveler les lignes de crédit qui nourrissaient les leviers de financement. Ces besoins de liquidité sur des portefeuilles englobant plusieurs marchés internationaux entraînent la vente précipitée des actifs et des devises dont les prix baissent. Il en résulte une nouvelle modification des paramètres statistiques qui provoque une nouvelle réévaluation du risque, laquelle déclenche de nouvelles demandes de liquidités qui en retour entraînent de nouvelles ventes.

On aboutit ainsi à un ensemble de processus qui sont autant de symptômes des défaillances de marché :

- La couverture dynamique de portefeuilles sensibles à la variation des prix de marché des actifs entraîne la réévaluation des risques qui provoque des ventes à sens unique, donc des demandes fonctions croissantes des prix sur les marchés de report. C'est la raison d'être de la fuite vers la qualité.
- Les ventes à sens unique se font en cascade au fur et à mesure que les besoins de liquidité provoqués par la réévaluation du risque venant de la baisse précédente entraînent la baisse suivante. Dans cette dynamique de marché il est impossible que les investisseurs institutionnels agissant selon un principe d'assurance de la valeur de leur portefeuille puissent avoir une attitude fondamentaliste et se porter contrepartie des titres mis en vente. La crise de liquidité et la crise de valorisation des actifs vont ensemble. Elles aboutissent de concert à l'absence de perception d'un prix plancher où le marché pourrait se récupérer par l'arrivée d'un courant acheteur.
- La contagion découle de la corrélation internationale des augmentations de la volatilité transformée en augmentation du risque par la méthode VaR. Le « mark to market » provoque donc le désengagement sur tous les marchés corrélés à celui qui a subi le premier des pertes en capital.
- Lorsque des crises de liquidité de marché se produisent, les intermédiaires teneurs de marché ne peuvent pas faire face aux ventes à sens unique sur ces segments. Ils sont en effet exposés à un risque involontaire par incapacité à dénouer leurs positions s'ils se portent contrepartie du courant de vente. Ils doivent donc se reporter sur d'autres compartiments en se couvrant dynamiquement. Ils contribuent ainsi à étendre la contagion.

L'ensemble de ces canaux de propagation des défaillances de marché montre que les participants individuels se protègent rationnellement de l'incertitude par des comportements grégaires qui minimisent leurs pertes relatives. La contagion systémique est le fruit d'un mode de coordination lorsque l'ajustement de marché sur un équilibre unique fait défaut. Elle découle des équilibres multiples. Ceux-ci ont eux-mêmes leurs fondements microéconomiques dans le « mark-to-market » et les modes d'évaluation du risque étudiés ci-dessus. La révision des anticipations et les réaménagements des portefeuilles pendant la crise sont hautement réflexifs et conduisent aux cascades de décisions dans le même sens, lesquelles provoquent les ventes à sens unique. En tentant de retrouver la liquidité par répercussion de marché en marché, les remodelages de portefeuille diffusent la crise jusqu'à ce qu'éventuellement des marchés plus profonds puissent l'absorber. La contagion conduit finalement les prix vers un équilibre, mais très loin de ceux désirables du point de vue de l'efficacité économique et de l'utilité sociale. Telle est l'issue du risque de système et *a contrario* la légitimité de l'action publique pour le combattre.

La perversité de la crise systémique vient de ce que le déclenchement des processus qui aboutissent à l'équilibre désastreux a été préparé par une évolution dont on espérait qu'elle allait améliorer l'équilibre désirable, à savoir, les entrées de capitaux dans les pays emprunteurs. Ces entrées massives provoquent, en effet, des hausses de prix d'actifs qui sont temporaires mais que les comportements de crédit contre collatéral tiennent pour durables. Si la dynamique des prix d'actifs ne s'accompagne pas d'une dégradation observable des variables macroéconomiques, la possibilité d'équilibres multiples donne à la crise un caractère auto-réalisateur.

Les marchés dérivés dans la propagation des crises

Les marchés dérivés jouent un rôle essentiel dans la globalisation financière. Ils permettent de s'affranchir en partie des réglementations prudentielles, de tourner les contrôles de capitaux, d'avoir des leviers d'endettement très élevés. Ils ont été des canaux de transmission dans toutes les crises spéculatives de change des années quatre-vingt-dix. L'explosion des marchés dérivés, surtout de gré à gré, a permis la formation d'un marché de gros mondial de la liquidité sur supports titres. Ce phénomène est contemporain de la crise du marché interbancaire en contre-coup des faillites bancaires de la fin des années quatre-vingt.

L'avantage comparatif de ces marchés est de séparer les risques au moindre coût. Les banques internationales, qu'elles soient commerciales ou d'affaires, ont intermédiaié ces segments de gré à gré pour gérer la dissociation des risques à l'avantage des investisseurs institutionnels et des fonds spéculatifs. La capacité des marchés dérivés à séparer les risques a pour corollaire que les intermédiaires de marché prennent des risques plus élevés qu'auparavant. En outre, par leur opacité les marchés dérivés de gré à

gré brouillent le repérage des positions à risque par les superviseurs. Ils rendent trompeuses les informations sur les mouvements de capitaux tirées des balances de paiements, donc sur les indices de crise tirés de ces balances. Car ces informations proviennent exclusivement de positions de bilan.

L'instrument standard de l'attaque spéculative contre une monnaie dans un marché des changes développés est le contrat de vente à terme. Cet instrument n'est pas seulement utilisé par les spéculateurs purs, mais surtout par les gestionnaires de fonds, les entreprises et les banques internationales conformément à leurs programmes de couverture découlant de leurs méthodes de gestion du risque. Les pays émergents ne disposent pas de tels contrats car leurs marchés de change sont rudimentaires. Mais cela n'a aucune importance parce que le contrat de vente à terme d'une devise émergente contre dollar est équivalent à une vente au comptant de la devise combinée à un swap de change de gré à gré entre une banque locale et une banque internationale, la banque locale pouvant opérer à partir d'une localisation offshore. Ainsi les marchés monétaires du monde entier sont-ils effectivement intégrés. En l'absence de marchés organisés, des marchés de gré à gré ont pris un essor explosif, mais avec des risques beaucoup plus élevés et une opacité beaucoup plus grande.

Les swaps sont des instruments de crédit très utilisés par les banques internationales parce qu'ils incorporent des risques de contrepartie beaucoup moins consommateurs de capital que les crédits traditionnels où la provision porte sur l'encours de crédit entier. Les swaps ne se contentent pas de connecter les marchés monétaires. Les swaps d'action, par exemple, font de l'investissement de portefeuille ou du réinvestissement des profits de l'investissement direct l'une des formes de capital les plus spéculatives et les plus volatiles qui soient.

Les swaps d'action permettent d'établir des positions sur actions avec de forts leviers, le crédit venant de sources étrangères en devises. De tels accords transfrontières sont très répandus.

Une banque d'un pays émergent qui veut acquérir à découvert des actions dont les prix montent dans une bulle spéculative et qui veut emprunter des dollars conclut un swap d'action avec une banque d'affaire internationale qui peut emprunter des dollars au LIBOR. Le swap d'action échange le rendement total du titre (dividende + gain en capital) contre un rendement d'intérêt en dollar (LIBOR + prime). Prenons l'exemple donné par Garber (1998) d'une banque mexicaine qui conclut un swap au moyen duquel elle reçoit le rendement total de l'action d'une entreprise pétrolière contre le paiement du LIBOR plus 300 points de base sur un notionnel d'un milliard de dollars. La banque d'affaires américaine demande un dépôt de marge de 200 millions de dollars. Elle achète l'équivalent d'un milliard de dollars d'actions de cette société à l'aide des 200 millions de collatéral et de 800 millions qu'elle emprunte au LIBOR. Elle le fait sur le marché boursier du pays émergent pour couvrir sa position courte en actions dans le swap, puisqu'elle doit fournir l'équivalent du rendement total. La ban-

que locale paie l'intérêt sur son emprunt de dollars. Son levier est de 5 puisqu'elle a mis 200 millions de dollars de fonds propres pour acquérir un actif d'un milliard de dollars. Elle a une position longue en actions locales et courte en dollars. De son côté, la banque américaine a un risque de crédit puisqu'elle a une position longue en prêts à court terme en dollars sur une banque d'un pays émergent. Il y a en réalité un flux d'entrée de capitaux courts interbancaires en dollars de 800 millions de dollars. Mais ce flux est hors bilan. La balance des paiements ne reflète pas du tout cette réalité. Elle enregistre un investissement de portefeuille de la banque américaine d'un milliard de dollars et une sortie de capitaux liquides sous la forme de 200 millions de dollars de dépôts bancaires. Elle impute le risque action à un non-résident, alors que le risque action et le risque de change sont portés tous les deux par la banque du pays émergent, soit une double source de fragilité, dont la composante change est dissimulée.

Lorsque la bulle s'effondre sur le marché action, la marge initiale est rapidement mangée et la banque d'affaires fait un appel de marge supplémentaire. La banque locale doit se ruer sur les dollars liquides. Ainsi la baisse de la bourse est-elle directement connectée à la spéculation sur le change, sans qu'il soit nécessaire de recourir à une explication par détérioration de la confiance. Bien entendu, cela va se produire si les engagements en devises à liquider et si les besoins de liquidités liés aux positions sur dérivés se manifestent brusquement et sont très au-dessus des réserves de change mobilisables par la Banque centrale. Mais la supériorité de l'explication proposée ici se manifeste sur deux points : le déclencheur est mécanique de sorte que le changement de l'état de confiance n'est pas exogène ; les positions sur dérivés ne sont pas connues, de sorte que les agents économiques sont pris par surprise et vont donc réagir violemment et tous dans le même sens.

En conclusion de cette analyse, il semble assez solide de dire que le « mark-to-market » généralisé, la méthodologie VaR, l'explosion des marchés dérivés sont les piliers de la globalisation financière. Ce sont aussi les processus de la propagation des risques en risque de système et les processus qui ont dégradé la supervision prudentielle des marchés de capitaux et des banques internationales qui sont devenus prépondérants. Les risques atteignent des amplitudes et des directions qui surprennent à la fois les agents de la finance et les régulateurs prudentiels. Les principes comptables des balances de paiements deviennent largement obsolètes pour évaluer des indicateurs de crise. Les besoins de liquidités varient très rapidement sur des marchés en amont du marché au comptant des changes et lorsqu'ils s'y déversent la crise est déjà en pleine vigueur. Enfin c'est la baisse des prix d'actifs qui est la raison première de la fragilité bancaire, puisque le crédit à la transaction contre collatéral a largement supplanté le crédit à la clientèle avec engagement réciproque dans la durée. Tout cela indique que la réponse aux crises financières implique le maintien de conditions ordonnées de liquidités sur des marchés interconnectés, sans que l'on puisse repérer à l'avance quels sont les agents qui sont les sources de la crise de liquidité.

À la recherche du prêteur international en dernier ressort

La théorie du prêteur en dernier ressort a près de deux siècles d'existence. Mais les problèmes d'identification des situations de risque systémique et de leurs conséquences sur les comportements financiers n'ont pas connu de solution satisfaisante. L'ambiguïté attachée à cette fonction n'est devenue constructive qu'au terme d'une pratique semée d'échecs, comme en témoigne la multiplication des crises bancaires dans les pays occidentaux. Tout au moins peut-on énoncer les meilleures pratiques dans un cadre national.

Les conditions générales d'intervention du PDR

Ces conditions dépendent bien sûr de la nature de la crise à traiter, et elles débouchent naturellement sur des problèmes d'efficacité de l'intervention.

La nature de la crise bancaire ou financière

L'intervention en dernier ressort concerne les marchés de la liquidité, parce que ces marchés sont sujets à des défaillances et que celles-ci provoquent des réactions contagieuses, d'autant plus étendues que les marchés sont interdépendants. Cela n'interdit pas de prêter à des institutions financières particulières si celles-ci jouent un rôle majeur en tant que teneurs de marché. Mais cela ne doit pas être confondu avec la résolution des crises de solvabilité avérées qui comporte généralement une socialisation au moins partielle des pertes par les budgets publics. Autrement dit, le PDR agit dans l'urgence du désordre des marchés, sans laisser de trace persistante sur les structures financières si tout est fait convenablement. Il peut même agir en organisateur d'un club bancaire et apporteur de garanties aux banques qui fournissent la liquidité en avant-dernier ressort. Au contraire, les restructurations bancaires sont des processus de longue haleine qui altèrent de manière irréversible la structure financière des pays où ils se produisent. Mais, bien sûr, dans la finance de marché la carence du PDR peut précipiter l'insolvabilité des banques dont les actifs se dévalorisent brutalement et dont le passif doit être refinancé à des coûts rapidement croissants.

Dans une économie financière libéralisée, le prêteur en dernier ressort intervient dans des marchés financiers qui souffrent de problèmes temporaires de coordination, lesquels sont les sources les plus fréquentes de risque systémique. Il peut aussi traiter avec des institutions financières privées en tant qu'organisateur d'une action collective. Les ressources du prêteur en dernier ressort doivent être potentiellement illimitées, c'est-à-dire immédiatement mobilisables et très au-dessus des besoins de liquidités non anticipés qui apparaissent dans les marchés en crise. L'expérience pratique des crises a permis de mettre en place une division du travail acceptable au

niveau national : entre création de liquidité par la Banque centrale et crédit concerté par un consortium bancaire sous l'autorité et avec la garantie de la Banque centrale d'une part ; entre l'intervention en dernier ressort proprement dite qui est la fonction de Banque centrale par excellence, et la résolution des faillites bancaires avec injection de fonds publics sous responsabilité gouvernementale. En effet, seuls les gouvernements ont l'autorité pour allouer des fonds publics sur une grande échelle. Par ailleurs, bien que la libéralisation financière ait érodé les solidarités de place et rendu le crédit concerté plus difficile à organiser, le sauvetage de LTCM a montré que cette implication des banques est toujours un moyen efficace à la disposition de la Réserve fédérale.

La position de Fischer est que n'importe quelle institution publique qui peut émettre de très larges montants de créances jugées sans risque peut être prêteur en dernier ressort. C'est faire bon marché de l'essentiel de ce rôle étudié dans la première partie : éviter les crises de liquidités en coordonnant le consortium des intermédiaires de marché grâce aux relations continues de supervision exercées à l'égard de ces opérateurs. Ensuite le PDR doit agir immédiatement s'il a diagnostiqué qu'une crise de liquidité sur un marché précis dans un contexte donné peut déclencher un risque systémique. Le diagnostic de risque de système implique une expertise sur les positions susceptibles de se dénouer et les canaux de contagion, en clair une expertise de Banque centrale. Mais surtout prêter en dernier ressort est un acte de souveraineté qui n'est crédible que si les moyens disponibles sont potentiellement illimités, c'est-à-dire non prédéterminés par des montants préalables ou empruntables instantanément ; bref il faut une élasticité infinie de l'offre de monnaie. On appelle usuellement Banque centrale l'agent qui a ces caractéristiques, parce qu'il crée sa propre dette *ex nihilo*. Il est clair que le FMI, que les gouvernements ont toujours empêché de devenir une Banque centrale et qui ne peut même pas emprunter sur les marchés de capitaux, ne saurait jouer ce rôle. Certes un gouvernement peut le faire. On peut envisager qu'il ordonne à sa Banque centrale de le faire. Mais cela voudrait dire que l'on applique aux relations internationales une doctrine opposée à la doctrine de l'indépendance adoptée partout au niveau national. C'est justement cette incohérence qui a caractérisé les relations financières et les pays émergents et qui a abouti aux désastres que l'on sait. Au contraire, la globalisation financière conduit à une banalisation de la situation des marchés émergents. Un ensemble complètement interdépendant de marchés de la liquidité conduit à un principe commun d'organisation du PDR au niveau national et au niveau international.

La distinction entre banques illiquides et banques insolvables est cruciale et très délicate à la fois lorsque l'assistance en liquidité se fait en faveur d'institutions financières particulières. Car c'est seulement après coup, et parfois avec pas mal de recul historique, que le clivage illiquidité-insolvenabilité s'éclaire et devient incontestable. Et les autorités ont rarement la possibilité de se donner le temps, face à une crise, d'affiner le diagnostic.

Le clivage illiquidité-insolvabilité ne se pose évidemment pas lorsque l'intervention se fait pour rétablir le fonctionnement normal d'un marché. C'est pourquoi certains voudraient que le PDR n'agisse qu'à l' « open-market » pour éviter de soutenir des banques particulières. C'est ce qui se passe lorsqu'il intervient sur des marchés de change, comme l'ont fait conjointement la Réserve fédérale et la Banque du Japon pour stopper la crainte d'un effondrement du yen exprimée dans le marché en juin 1998. Mais on a vu plus haut que les interdépendances de la globalisation financière passaient par des marchés de gré à gré dont les teneurs sont des banques en petit nombre et dont les positions à risque sont bien souvent hors bilan. Cela rend nécessaire une surveillance plus exigeante de ces intermédiaires par la coopération de leurs superviseurs, mais aussi cela ne peut exclure des actions en dernier ressort qui passent par le canal d'institutions spécifiques. Il en est ainsi, par exemple, lorsque le défaut d'une banque internationale sur le règlement d'engagements interbancaires provoque des blocages dans un ou plusieurs systèmes de paiements pluri-devises.

Une autre remise en cause du clivage illiquidité-insolvabilité provient de l'effet-taille et de l'argument du « too big to fail ». La restructuration des systèmes bancaires et financiers s'accompagne d'une concentration constatée un peu partout, inégalement justifiée selon les opérations annoncées par la présence d'économies d'échelle. Quoi qu'il en soit, ce mouvement de concentration n'est pas encore arrivé à son terme. L'objectif de part de marché va rester primordial dans un contexte où l'euro renforce les pressions à la baisse sur les marges unitaires (volonté de compenser par le volume la réduction des marges). Il existe en outre des éléments de surcapacité sur le marché des services bancaires et financiers au plan mondial, qui vont alimenter la poursuite de la restructuration et de la concentration. Enfin, les statistiques suggèrent que le mouvement de concentration n'a pas atteint le seuil à partir duquel pourraient jouer des considérations anti-trust : le Crédit Agricole, par exemple, premier réseau français avant la concrétisation éventuelle de l'opération BNP-Société Générale-Paribas, représente 20 % du marché français, 3 % du marché européen, 0,3 % du marché mondial.

Face aux mastodontes bancaires et aux conglomérats financiers, les Banques centrales, légitimement soucieuses de la gestion des risques systémiques, vont avoir des difficultés croissantes à ne pas appliquer le « too big to fail ». Et dans l'espace européen, ceci va concerner les Banques centrales nationales (BCN) comme la Banque centrale européenne (BCE). Nous pensons que la BCE devra nécessairement s'impliquer dans les crises bancaires ou financières de liquidité à implication européenne (concernant au moins deux pays-membres) voire paneuropéenne (touchant la totalité de la zone euro, ou même de l'Union européenne). Le tableau ci-après représente par une croix ces cas de figure.

Une telle implication de la BCE, directe ou bien indirecte (*via* une coordination étroite exercée par elle des interventions effectuées par les BCN),

n'est pas organisée explicitement par le Traité de Maastricht mais elle n'est pas non plus interdite par lui. Elle déroulera logiquement de l'intégration totale des marchés de capitaux dans la zone euro depuis janvier 1999, et des interdépendances croissantes entre les systèmes bancaires et financiers des pays-membres. La concentration mettra en jeu le « too big to fail », avec la question centrale de la détermination des opérateurs à même de remplir la fonction de PDR. Ceci conduit à affiner la typologie des crises, en les distinguant selon la nature des solutions mises en œuvre.

Nature de la crise Aire géographique	Illiquidité	Insolvabilité
locale		
européenne	X	
pan-européenne	X	

Dans cette optique, il faut distinguer trois catégories de crises bancaires ou financières, qui appellent des approches différentes du PDR^(*).

- Celles qui sont résolues par appel à des capitaux privés. Ici, la Banque centrale intervient comme PDR, non pour fournir de la liquidité mais pour organiser l'apport de liquidité par des opérateurs privés (actionnaires...). L'impact monétaire direct est nul, et donc il n'existe dans ce cas aucun conflit entre l'objectif de stabilité des prix et le souci de la stabilité financière. On trouve plusieurs illustrations de ce type d'interventions : celles effectuées en France au titre de l'article 52 (alinéa 1) de la loi bancaire (le gouverneur de la Banque centrale « invite » les actionnaires à apporter leur soutien à un établissement de crédit en difficulté), la procédure employée par la Réserve fédérale américaine pour organiser avec le concours de ses créanciers le sauvetage du fonds LTCM, etc.

- Les crises dans lesquelles le PDR fournit des liquidités en faveur d'un établissement ou d'un ensemble d'établissements, ou bien au profit du marché financier dans son ensemble (par exemple, la gestion du krach boursier d'octobre 1987 par la Réserve fédérale). Ici existe potentiellement un conflit d'objectif entre stabilité des prix et stabilité financière.

- Toute une série de crises à la fois structurelles et systémiques nécessitant l'intervention non pas de la Banque centrale et de la politique monétaire, mais de l'État (ou de ses démembrements) intervenant, selon notre terminologie, comme « investisseur en dernier ressort » (IDR). Dans des chocs aussi variés que la crise des « savings and loans » aux États-Unis à la fin des années quatre-vingt, les crises bancaires des pays nordiques à la

(*) Nous convergeons ici sur de nombreux points avec l'analyse de Padoa-Schioppa (1999).

même époque, la crise bancaire actuelle au Japon et dans de nombreux pays d'Asie du Sud-Est, etc., les États ont été amenés à recapitaliser des pans entiers du secteur bancaire et financier. L'intervention de l'IDR prend souvent la forme d'une quasi-nationalisation d'établissements rachetés par une agence étatique créée à cet effet, suivie après toilettage de la revente de ces établissements en blocs ou par « appartements ». Elle provoque dans un premier temps une augmentation des dépenses publiques et des ponctions sur les contribuables, suivie au moment de la revente par des recettes additionnelles. Il est donc indispensable de séparer la fonction de PDR, susceptible de solliciter la politique monétaire (cas 2 ci-dessus), et le rôle d'IDR qui met en jeu la politique budgétaire.

Le débat sur le rôle exact des Banques centrales, dans certains cas stimulatrices de concours privés dans d'autres pourvoyeuses de liquidités (« monnaie Banque centrale »), et sur l'implication des États dans la fonction d'IDR, se pose dans chaque pays mais aussi au plan international. Pour le préciser, envisageons plusieurs hypothèses en ayant pour référence la zone euro.

- Si une crise du style LTCM intervenait dans la zone euro (les États-Unis n'ont pas de raison de conserver le « monopole » de ce type de mauvaise surprise...), la BCE et les BCN devraient sans doute mobiliser des opérateurs privés (actionnaires, créanciers...) pour contenir le risque systémique.
- Un choc comparable à celui d'octobre 1987 amènerait la BCE à agir comme PDR et, dans l'hypothèse d'une conflagration mondiale, à se coordonner étroitement avec la Réserve fédérale américaine pour calibrer l'injection de liquidités.
- Des crises bancaires structurelles, mettant en jeu des problèmes d'instabilité potentiellement ou effectivement systémique dans plusieurs pays-membres (le fait d'envisager un tel scénario ne va pas, heureusement, suffire à déclencher sa réalisation...) nécessiterait l'intervention de plusieurs IDR (au moins un par État-membre) ; elles pourraient menacer, à court terme, le respect du pacte de stabilité et nécessiteraient une coordination poussée des politiques budgétaires nationales.

L'efficacité des interventions du PDR

Le PDR, qu'il soit international ou domestique, bute sur deux catégories de difficultés : le phénomène d'aléa moral et le choix d'interventions plus ou moins prévisibles.

Il est pratiquement impossible de supprimer tout aléa moral des mécanismes d'assurance des dépôts ou des interventions du PDR. On l'a constaté, une fois de plus, à l'occasion des crises asiatique et russe : le FMI, partiellement PDR, a dû intervenir pour calmer le jeu à court terme mais, ce faisant, il a contribué à ancrer dans les esprits l'idée que les excès ayant potentiellement des répercussions systémiques ne seraient pas sanctionnés.

Le soutien du Mexique en 1994-1995 par la Réserve fédérale soulevait le même type de défi. En assurant la liquidité à court terme, le PDR risque d'engendrer des effets pervers sur les opérateurs, persuadés d'être secourus de toute façon, et l'aléa moral est renforcé par la quasi-certitude, pour les établissements dépassant une certaine taille, qu'ils profiteront quoi qu'il arrive du « *too big to fail* ». Dans une telle configuration, il est difficile d'éviter des arbitrages entre les exigences du court terme et les objectifs de solidité à plus long terme des systèmes bancaires et financiers. Par contre, il faut se donner les moyens de contenir l'aléa moral à l'intérieur de certaines proportions, en jouant sur tous les tableaux à la fois : limiter la garantie en généralisant les systèmes de couverture partielle et de co-assurance (les établissements ou les marchés à l'origine de l'intervention du PDR supportant une partie significative du coût), multiplier dans les réglementations bancaires et financières et dans les procédures de contrôle interne (aux établissements) les incitations pour réduire l'ampleur de l'aléa moral, etc.

L'autre défi est une illustration particulièrement importante d'une décision plus générale, le choix entre règles et mesures discrétionnaires. Le PDR, international ou domestique, doit-il afficher à l'avance et dans la transparence ses règles d'intervention (donc sa « fonction de réaction »), ou bien a-t-il intérêt à jouer d'une « ambiguïté constructive » ? Ni en théorie, ni en pratique le débat n'est aujourd'hui clairement tranché. L'ambiguïté constructive est donc une stratégie de Banque centrale qui s'est développée sur la position de cette institution dans les systèmes de paiements nationaux. Parce qu'elle a le monopole d'émission du moyen de règlement ultime des engagements interbancaires, la Banque centrale et elle seule peut résoudre les crises de liquidité. Sa capacité de diagnostic lui vient de sa connaissance intime des marchés monétaires. L'endiguement de l'aléa moral procède de l'autorité sur les banques dans deux directions. D'un côté, la Banque centrale doit exercer la supervision ou être en rapport permanent avec les agences de supervision des banques et des marchés pour pouvoir appliquer l'action correctrice précoce. D'un autre côté, elle doit être l'organisateur et la garantie des interventions d'urgence avant d'être elle-même le fournisseur de liquidités vraiment ultime.

On voit bien ce que l'affichage *ex ante* du comportement du PDR pourrait apporter à la transparence et à la stabilisation des anticipations des agents privés, mais en même temps l'« ambiguïté constructive » est aussi une façon de limiter l'aléa moral et de permettre à chaque fois des interventions adaptées aux circonstances. Spécialement sensibles à ce dernier argument, nous proposons donc que les institutions assurant la fonction de PDR international définissent de façon pragmatique les contours d'une « ambiguïté constructive ». Ne pas afficher *a priori* son comportement, mais en même temps ne pas trop jouer des effets de surprise et ne pas multiplier les attitudes volatiles : tels devraient être les principes de base du PDR international.

Le prêteur en dernier ressort international : un réseau de coopération contingente

La problématique générale

L’extension de ces pratiques aux crises internationales est une question non résolue. C’est pourquoi la solution de Bretton Woods, consistant à localiser le PDR dans chaque pays grâce aux contrôles des mouvements de capitaux internationaux, était robuste du point de vue de la sécurité financière. Elle avait en outre le mérite, bien oublié aujourd’hui, de ne pas faire la confusion entre le prêt en dernier ressort et l’aide conditionnelle du FMI au financement temporaire des balances de paiements. Elle permettait surtout de ne pas confondre le prêt en dernier ressort et la garantie systématique contre les pertes accordée par le FMI aux intérêts financiers conjugués des groupes dirigeants des pays débiteurs et des banques créancières, au détriment des populations des pays débiteurs qui en payent le coût social. Cette garantie est devenue la doctrine du Fonds monétaire dans les années quatre-vingt-dix. Elle a accompagné le changement complet d’attitude du Fonds qui est passé du guidage des politiques macroéconomiques des pays en développement à une intrusion dans les choix de structure des gouvernements au nom de la promotion du libéralisme économique.

La globalisation des marchés financiers a rendu le dispositif de séparation des risques inopérant. Il n’en demeure pas moins que le principe de l’ambiguïté constructive est le seul garde-fou dont on dispose pour contenir les effets secondaires redoutés de l’assistance en dernier ressort. Comprendre ce que ce principe implique pour l’organisation de la régulation prudentielle est un préalable pour s’interroger sur la manière de le transposer sur le plan international. Parce que la souveraineté monétaire est fractionnée en devises concurrentes, cette transposition ne peut être qu’incomplète. Le prêteur en dernier ressort international ne saurait être une institution unique. C’est au mieux un réseau de veille des situations de marché, de lignes de crédit impliquant les banques internationales et de coopérations dans la surveillance des institutions financières liant les Banques centrales du monde. Dans ce réseau le FMI comme la Banque mondiale ont leur place. Mais celle-ci ne saurait être ni prépondérante, ni *a fortiori* exclusive. Ces organisations n’étant pas des Banques centrales et n’ayant pas de compétence dans la supervision bancaire, ni dans celle des marchés, ne peuvent pas faire le lien essentiel du PDR avec la prévention du côté des créanciers en amont, la politique monétaire en aval.

Comment ce dispositif issu de l’expérience des crises bancaires des années quatre-vingt peut-il s’appliquer à des marchés monétaires interconnectés par la libéralisation des mouvements capitaux ? Il faut d’abord penser marchés plutôt que pays. Dans une finance globalisée, où le secteur privé est prépondérant pour le crédit, il y a de moins en moins de raisons que les crises de liquidité soient des crises de dette souveraine. Mais avec

la supervision laxiste des prêteurs, de pressions des banques internationales pour être intégralement garanties, de nationalisation des dettes lorsque la situation des banques locales est devenue désespérée, d'apport public de fonds par le FMI avec un retard qui permet aux banques internationales de se dégager, toutes les crises internationales deviennent souveraines. C'est cet enchaînement institutionnel pervers qu'il faut modifier pour que la logique du prêteur en dernier ressort ait quelques chances d'opérer au niveau international.

Nos propositions

La pratique actuelle consiste donc à transformer toute crise de liquidité en crise générale de solvabilité, à nationaliser les problèmes financiers et à appeler le Fonds monétaire une fois que la situation est désespérée ; ce qui oblige le Fonds à des apports de plus en plus démesurés. Il est clair que ce traitement des crises est diamétralement opposé à l'ambiguïté constructive. Les institutions impliquées ne sont pas celles qui peuvent détecter et enrayer une crise de liquidité à sa source. Le choix de déresponsabiliser les banques exacerbé l'aléa moral au lieu de le contenir.

L'exemple de la crise coréenne de l'automne 1997 est éloquent à cet égard. Lorsque la crise de liquidité a éclaté le 23 octobre après le krach de la bourse de Hong-Kong, les banques étrangères ont retiré précipitamment leurs lignes de crédit arrivant à échéance. La pression sur le change a fait fondre les réserves de la Banque centrale sans empêcher la dégringolade du won. Sous la menace d'un défaut de paiement et de faillites bancaires en chaîne, le gouvernement se résolut à faire appel au Fonds monétaire le 21 novembre. La négociation avec le Fonds, qui est une procédure lente, fut accélérée sous l'insistance pressante de l'Administration américaine pour qui la Corée est d'un intérêt stratégique. Un accord fut conclu le 3 décembre avec toute la panoplie habituelle : tranches de versements successives, politiques restrictives et réformes structurelles. Cela était bel et bon, mais on avait oublié qu'il fallait d'abord étouffer la crise de liquidité. Dès que l'accord fut connu, il déclencha immédiatement la panique puisque c'était licence au sauve-qui-peut de tous ceux qui cherchaient à couvrir ou liquider leurs avoirs en Corée. L'hémorragie des capitaux et l'effondrement du change se précipitèrent alors que (ou parce que ?) le programme du Fonds était adossé à des moyens financiers sans précédent. Étouffer la panique, c'était faire acte de prêteur en dernier ressort international pour empêcher un défaut de paiement immédiat. Cela voulait dire impliquer les banques internationales pour stopper les sorties de capitaux. L'initiative est passée du FMI aux institutions qui avaient la capacité d'engager les banques dans une action collective, c'est-à-dire le Trésor des États-Unis et la Réserve fédérale. Lorsque la collaboration des banques est acquise, l'injection des liquidités nécessaires pour alimenter le marché n'est plus qu'une question technique. Persuader les banques est un subtil mélange de carotte et de bâton. Mais la condition *sine qua non* est la connaissance précise des

positions au bilan et hors bilan des banques sur les marchés en crise et leur incidence sur la situation globale des banques. Cela passe par un réseau de communication entre la Banque centrale locale, les superviseurs des pays d'origine des banques concernées et les Banques centrales de ces pays communiquant directement et par l'intermédiaire de la Banque des règlements internationaux (BRI), sous la houlette d'un chef de file qui en l'espèce était la Réserve fédérale.

La primauté de la Réserve fédérale en tant que gardien ultime de la liquidité internationale s'est affirmée dans les semaines qui ont suivi la faillite de la Russie. On y a vu à quel point la globalisation financière pouvait propager la détérioration de la confiance jusqu'au cœur du système financier international. Mais c'est une primauté contingente et par défaut. Car en son principe le prêteur en dernier ressort international n'a pas de centre. Mais la passivité européenne inquiète, alors que la formation d'un grand système financier en euros peut permettre de régionaliser quelque peu le rôle directeur qui consiste à diagnostiquer le risque systémique et à organiser la concertation des banques.

En tout état de cause, rappelons pourquoi le FMI ne saurait être le prêteur en dernier ressort des crises de liquidité sur les marchés globalisés. Le PDR doit pouvoir modifier très rapidement le montant de ses engagements et la « monnaie Banque centrale » ; le FMI n'a pas aujourd'hui vraiment cette faculté. Le PDR interagit avec des marchés et fait coopérer des banques ; le FMI traite avec des gouvernements. Le PDR empêche des cessations de paiements et les contagions qui en découlent parmi les agents financiers privés ; le FMI guide les politiques macroéconomiques et, ce qui est plus discutable, inspire les changements de structure parmi les pays en développement. Le PDR enrôle les crises de change ; le FMI analyse les régimes de change, surveille les évolutions des taux de change et conseille les gouvernements sur leurs politiques de change. L'action du PDR vise la liquidité par des transactions très courtes ; l'action du FMI est de longue haleine pour changer l'équilibre économique d'un pays ou financer des réformes structurelles. Le PDR agit de manière discrétionnaire pour préserver l'ambiguïté constructive ; le FMI négocie des contrats avec des autorités politiques souveraines en stipulant à l'avance les obligations de chacun.

Il devrait donc être clair pour tout le monde que la fonction de prêteur en dernier ressort dans un système financier globalisé à monnaies multiples est complémentaire du rôle du FMI. La confusion qui empêche de reconnaître cette distinction se trouve dans l'assimilation des crises actuelles et de celles des années quatre-vingt. Cette confusion atteint son apogée dans la proposition d'équiper le Fonds d'une nouvelle ligne de crédit (une de plus !) pour faire face aux crises de liquidité en prêtant d'urgence des devises aux pays dont les monnaies sont attaquées. Comme le Fonds n'est pas armé pour détecter les crises de liquidité, il faudrait définir *a priori* les pays qui bénéficieraient de cette facilité et ceux qui en seraient exclus. On ne peut être plus éloigné des principes théoriques du prêteur en dernier ressort !

Si des lignes de crédit mobilisables en situation de crise de liquidité peuvent être envisagées *a priori*, pour formaliser dans la mesure du possible le réseau de crédit concerté que le PDR doit constituer en temps de crise, c'est entre quelques grandes banques non résidentes et les Banques centrales des pays débiteurs qu'elles devraient être conclues. Contrairement au FMI, la Banque mondiale qui peut emprunter sur les marchés internationaux peut aider à lever la réticence des banques en garantissant le collatéral que l'État emprunteur propose pour couvrir le risque de ces prêts contingents. Le rôle du FMI est de réduire les éventualités d'éclatement des crises de liquidité par son guidage macroéconomique, avant tout en faisant la promotion de régimes de change robustes.

Une vue synthétique et certains débats institutionnels

Notre analyse vise non pas à écarter le FMI, mais, reconnaissant les limites inhérentes à sa nature, à promouvoir le réseau des grandes Banques centrales face à certaines catégories de crise.

- Pour les crises de liquidité touchant les agents privés et les marchés financiers, à caractère potentiellement ou effectivement systémique, la fonction de PDR doit être confiée à ce réseau de Banques centrales, car il s'agit d'injecter des liquidités instantanément, de façon discrétionnaire et sans imposer de conditionnalité au sens habituel du terme. On peut bien sûr débattre à l'infini des différences et des (quelques) ressemblances entre le FMI et une Banque centrale. Dans le monde actuel, le pouvoir de création monétaire n'est pas toujours facile à identifier, et la frontière entre la monnaie et les titres a été rendue plus conventionnelle par le foisonnement des innovations financières. Quoi qu'il en soit, comme indiqué, le FMI ne peut pas modifier le volume de ses engagements avec la rapidité et la souplesse d'une vraie Banque centrale ; il n'intervient qu'avec une forte conditionnalité, et en appliquant des règles en principe définies à l'avance.
- Pour les crises impliquant la dette souveraine en liaison avec des défaillances dans la gestion macroéconomique (exemple, parmi tant d'autres, de la crise brésilienne), le FMI doit conserver sa pleine compétence et sa pleine capacité d'intervention. Car alors la conditionnalité devient l'élément central pour réduire (ou s'efforcer de réduire) l'instabilité dynamique.
- Parce que les différents moments et les différents aspects de toute crise bancaire ou financière à caractère systémique sont étroitement imbriqués, il faut faire prévaloir une logique de coopération entre les autorités concernées.
 - la coopération entre le réseau de Banques centrales et le FMI (déjà efficace, par exemple, entre la Réserve fédérale américaine et le FMI lors de la crise mexicaine de 1994-1995) devra être approfondie.

- la coopération entre ce réseau de Banques centrales et la BRI, avec en toile de fond une concertation accrue et éventuellement des interventions conjointes FMI/BRI, est indispensable. En pratique, la BRI n'est pas « la Banque centrale des Banques centrales », et elle n'est pas dotée des compétences ni d'une nature lui permettant de remplir la fonction de PDR international. Mais elle joue un rôle essentiel dans la prévention des crises, en améliorant le dispositif de supervision et de contrôle prudentiel. Nous avons fait par ailleurs des propositions pour renforcer son rôle dans la formation des superviseurs, dans l'analyse des risques systémiques et dans l'intervention concrète sur le terrain aux côtés du FMI, de la Banque mondiale, etc. Par sa grande pratique de la coordination internationale, la BRI doit aussi catalyser le renforcement du réseau des Banques centrales intervenant, en cas de besoin, comme PDR.

Un autre aspect institutionnel concerne la composition exacte et l'équilibre des forces dans le réseau des Banques centrales évoqué. Pas d'exclusion *a priori*, la primauté du pragmatisme et de l'adaptation aux circonstances particulières de chaque choc. Ces principes peuvent faire l'objet d'un consensus. En même temps, des considérations de « realpolitik » doivent être introduites. L'arrivée de l'euro et le recul assez brutal du rôle international du yen (il s'agit bien du rôle, et non du taux de change de la devise nippone) – un recul qui n'a rien d'irréversible mais semble s'être accéléré depuis quelques mois – font que la triade monétaire vire à un duopole monétaire asymétrique (compte tenu de la prédominance du dollar sur l'euro telle que mesurée par les parts de marché dans les réserves de change ou dans la facturation du commerce mondial). Il faudra tirer les conséquences des ambitions légitimes de l'Europe pour l'euro. Autrement dit, face à des crises internationales de liquidité dans les années qui viennent, le tandem Fed-BCE sera forcément au cœur du dispositif proposé pour exercer la fonction de PDR international.

Notre position est, on l'aura compris, motivée à la fois par des considérations structurelles et des éléments plus circonstanciels. Si les statuts du FMI étaient sensiblement modifiés, au point de revenir par exemple à certaines des ambitions initiales du plan Keynes, alors la fonction dévolue dans notre schéma au club des Banques centrales serait transférée par hypothèse au FMI. Mais nous en sommes loin... En attendant, il faudra savoir apporter des réponses adaptées aux prochaines crises bancaires ou financières qui ne manqueront pas de voir le jour.

Renforcer les compétences des Banques centrales et la composante « Banques centrales » du G7 implique, parallèlement, des exigences accrues sur la transparence et la responsabilité (« accountability ») de ces institutions. On ne peut certainement pas négliger ici la dimension démocratique du débat sur la répartition des compétences entre Trésors et Banques centrales et ses aspects institutionnels.

Les aspects complémentaires à prendre en considération

L'intervention du ou des PDR, de nature curative par définition, ne peut et ne doit pas être isolée d'autres phases qui se manifestent dans les crises bancaires ou financières. Des efforts doivent être faits « en amont », pour resserrer le dispositif de prévention de telles crises ; ils doivent aussi concerner l'« aval », c'est-à-dire la maîtrise des conséquences monétaires des interventions du PDR.

L'action en amont : le dispositif prudentiel et la garantie des dépôts

Dans une contribution antérieure pour le Conseil d'Analyse Économique (Aglietta et de Boissieu, 1998), nous avons eu l'occasion de souligner quelques implications de la crise financière pour la supervision bancaire et le contrôle prudentiel. Il faut renforcer le dispositif prudentiel dans les pays émergents ou en transition, et surtout veiller à son application effective. Au plan mondial, la BRI et le Comité de supervision bancaire (« Comité de Bâle ») doivent jouer un rôle accru et disposer de moyens additionnels pour renforcer la coordination internationale des réglementations prudentielles et de la supervision bancaire. Contrairement à ce qui est proposé ici ou là, il ne faut pas renforcer les compétences du FMI en matière prudentielle, mais promouvoir des interventions conjointes entre celui-ci et une BRI renforcée. Au-delà de ces principes, l'effort doit concerner plusieurs aspects précis.

- La transparence accrue de l'information. Dans notre schéma, le réseau coordonné de Banques centrales en charge de la fonction de PDR doit disposer du même type d'informations que celles collectées par les commissions bancaires nationales et la BRI. Cela implique donc un fort degré de coordination entre les autorités prudentielles nationales et internationales et celles chargées du rôle de PDR international. Il y a là une condition indispensable pour améliorer la rapidité d'intervention des unes et des autres (exigence de la « prompt corrective action »). Il faut bien sûr appliquer cette exigence de transparence accrue de l'information à l'ensemble des engagements bancaires, y compris ceux déjà évoqués sur instruments dérivés, aux discussions sur le mode de valorisation de ces engagements (question du « mark to market »), etc. Le souci de transparence de l'information doit être satisfait avec un certain discernement, pour ne pas rajouter de l'instabilité à l'instabilité. Ainsi, autant il est indispensable que les autorités prudentielles et celles chargées de la fonction de PDR disposent de l'information la plus fréquente possible, autant une information incessante donnée aux actionnaires, aux créanciers, etc. est susceptible de provoquer des réactions ou des spéculations non justifiées avec le recul de quelques jours. Le « mark-to-market » intégral serait certainement éclairant pour les autorités monétaires et bancaires, il pourrait dans certains cas accroître l'instabilité systémique. C'est pourquoi il ne faut pas se priver de certaines asymétries d'information : les autorités, si elles veulent être à même d'assurer une intervention rapide, doivent connaître des éléments qui ne font pas

nécessairement partie, tout de suite, de la connaissance commune des actionnaires, des créanciers... d'un établissement.

- La redéfinition des ratios de solvabilité. L'intégration, à côté des risques de signature, des risques de marché était nécessaire ; elle a été opérée mais elle n'est pas suffisante. Il faut, entre autres évolutions, modifier la définition des classes de risque et la définition des pondérations utilisées pour calculer le ratio de solvabilité. Il faut aussi mieux préciser le champ d'application du « mark to market », en distinguant éventuellement comme suggéré plus haut l'information donnée par chaque établissement aux autorités de contrôle, et l'information donnée par lui à ses actionnaires, créanciers, etc.
- L'élargissement du périmètre de la coordination internationale. Le Comité de Bâle et la Commission de Bruxelles doivent se saisir de projets de recommandations (Bâle) et de directives (Bruxelles) concernant les règles de liquidité mais aussi l'organisation du contrôle interne.
- À propos du contrôle interne, il faut en préciser le socle grâce à la réglementation (on pourrait à Bâle et à Bruxelles s'inspirer du règlement 97-02 adopté en France sous l'égide du Comité de la réglementation bancaire et financière, mais en allant plus loin dans la volonté d'harmonisation entre pays-membres). Il faut aussi affiner les modèles internes, spécialement ceux appliqués aux engagements sur instruments dérivés. Il faut également renforcer le rôle et la responsabilité des auditeurs extérieurs dans l'évaluation des procédures de contrôle interne.
- En matière de garantie des dépôts, plusieurs axes méritent d'être privilégiés. Partout, y compris dans les pays émergents ou en transition, il convient de privilégier les systèmes garantis par des primes collectées par un organisme d'assurance *ad hoc* (systèmes « funded »), au détriment de la solidarité *a posteriori* (systèmes « unfunded »). Pour limiter l'aléa moral, ces primes doivent tenir compte du risque total (risques de signature et risques de marché) propre à chaque établissement. Enfin, dans le contexte européen, la volonté d'harmonisation, sans pousser à l'irréaliste identité des schémas nationaux de garantie des dépôts, doit aller au-delà de la directive trop minimaliste de 1994.

L'action en aval : concilier stabilité financière et stabilité monétaire

L'intervention comme PDR d'une ou plusieurs Banques centrales agissant de façon concertée se traduit à très court terme par une création monétaire dès qu'il y a apport de liquidités nouvelles. Certains voient dans cette création monétaire une aubaine, c'est-à-dire la manière d'éviter un effondrement du stock de monnaie et la déflation. D'autres dénient justement à la Banque centrale cette dimension de la fonction de PDR, parce qu'ils craignent de sacrifier l'objectif de stabilité des prix au profit de l'intégrité du système bancaire et financier. Les réticences traditionnelles de l'Allemagne, et de quelques autres pays culturellement proches, à l'égard de l'im-

plication de la Banque centrale dans l’apport de liquidités au titre du PDR, viennent en grande partie de là.

Selon nous, ces réticences n’ont pas vraiment de raison d’être. Une Banque centrale est aujourd’hui techniquement en mesure de récupérer, grâce à ses instruments de politique monétaire (« open-market », refinancement des banques commerciales, éventuellement réserves obligatoires rémunérées, etc.), tout ou partie des liquidités injectées lors de l’exercice de la fonction de PDR. Le 20 octobre 1987, le lendemain du krach, la Réserve fédérale a massivement injecté des liquidités, et elle a su les reprendre (les « stériliser ») dans les trois-quatre semaines qui ont suivi. On ne trouve guère de trace dans les agrégats monétaires américains mensuels de l’action pourtant massive de la Fed comme PDR à ce moment-là.

Il y a des leçons importantes à tirer de cet exemple de 1987. Face à une crise internationale de liquidité, la Réserve fédérale et la BCE, avec l’appui éventuel de la Banque du Japon, devront jouer leur rôle de PDR à condition de se coordonner entre elles étroitement. Elles devront aussi – et elles en ont les moyens – stériliser pour l’essentiel les conséquences monétaires de leurs interventions. Donc le pire n’est pas toujours certain, et la gestion des crises bancaires et financières qui se manifesteront inévitablement ne devrait pas constituer une menace pour le régime d’inflation proche de zéro dans lequel nous nous installons pour quelque temps.

En outre, le gain social de l’intervention en dernier ressort en présence de risque de système l’emporte sur le coût de l’aléa moral du point de vue de la conduite de la politique monétaire elle-même. Car les comportements des agents économiques après une crise financière qu’on a laissé se développer ne sont pas ce qu’ils étaient avant. Sans aller invoquer l’expérience de la grande dépression, l’exemple actuel du Japon est assez éloquent. La demande de monnaie est complètement perturbée. La vitesse de circulation de la monnaie de base s’effondre et les multiplicateurs monétaires sont déstabilisés. La fragilité étendue dans le système bancaire rend les banques inaptes à véhiculer convenablement les impulsions de la politique monétaire, soit parce qu’elles entassent des réserves excédentaires sans prêter, soit parce qu’elles neutralisent les baisses de taux d’intérêt directeurs pour tenter de reconstituer de leurs marges.

On ne devrait pas oublier qu’un système bancaire robuste est indispensable à la bonne transmission de la politique monétaire. C’est pourtant ce que font ceux qui prétendent que le prêteur en dernier ressort perturbe nécessairement la politique monétaire. En situation de risque systémique c’est exactement l’inverse. Il n’y a pas de dilemme entre l’intervention en dernier ressort et la préservation de la crédibilité de la politique monétaire.

Références bibliographiques

- Aglietta M. (1999) : « La maîtrise du risque systémique international », *Économie Internationale*, n° 76, 4^e trimestre.
- Aglietta M. et Ch. de Boissieu (1998) : « Problèmes prudentiels » in *Coordination Européenne des Politiques Économiques*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique n° 5, La Documentation Française.
- Bisignano J. (1999) : « Precarious Credit Equilibria: Reflections on the Asian Financial Crisis », *BIS Working Papers*, n° 64, mars.
- Bordo et Schwartz (1998) : « Under Such Circumstances, Past and Present, Have International Rescues of Countries in Financial Distress Have Been Successful? », *NBER Working Paper*, n° 6824, décembre.
- Boughton J.M. (1997) : « From Suez to Tequila: The IMF as Crisis Manager », *IMF Working Paper*, n° 97/90.
- Calomiris C. (1999) : « The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort », *Cato Journal*, vol. 17, n° 2, février.
- Capie F. (1998) : *Can There Be an International Lender of Last Resort*, mimeo, City University Business School, octobre.
- Chang R. et A. Velasco (1998) : « The Asian Liquidity Crisis », *Federal Reserve Bank of Atlanta WP*, 98-11, juillet.
- Contamin R. et C. Lacu (1998) : « Origines et dynamiques de la crise asiatique » in *L'année de la régulation*, la Découverte.
- Davis E.P. (1995) : « Market Liquidity Risk » in *The Competitiveness of Financial Institutions and Centers in Europe* (Fair et Raymond eds), Kluwer Academic Publishers.
- Delargy P.J.R. et C. Goodhart (1999) : « Financial Crises : Plus ça change, plus c'est la même chose ! », *LSE, Financial Markets Group and ESRC Research Centre Special Paper Series*, n° 108, janvier.
- Doolgy M. (1998) : « A Model of Crisis in Emerging Markets », *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, n° 630, novembre.
- Eichengreen B. (1996) : *Hegemonic Stability Theory and Economic Analysis: Reflections on Instability and the Need for an International Lender of Last Resort*, mimeo, University of California, Berkeley, octobre.
- Eichengreen B. et A. Moby (1998) : « What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt? Fundamentals or Market Sentiment? », *NBER Working Paper*, n° 6408, février.

- Feldstein M. (1998) : « Refocusing the IMF », *Foreign Affairs*, vol. 77, n° 2.
- Fischer S. (1999) : « On the Need for an International Lender of Last Resort », *American Economic Association and American Finance Association*, NY, janvier.
- G-22 (1998) : *Report of the Working Group on International Financial Crisis*, octobre.
- Garber P. (1998) : « Derivatives in International Capital Flows », *NBER Working Paper*, n° 6623, juin.
- Giannini C. (1998) : « Enemy of None but a Common Friend of All? An International Perspective on the Lender of Last Resort Function », *Banca d'Italia*, Termi di discussion, n° 341, décembre.
- Goodhart C. et D. Schoenmaker (1998) : « Institutional Separation Between Supervisory Monetary Agencies » in *The Emergency Framework of Financial Regulation*, Goodhart (ed), Central Banking Publications.
- Goodhart C. et H. Haizhou : (1999) : « A Model of the Lender of Last Resort », Financial Markets Group, *LSE Discussion Paper*, n° 313, janvier.
- Greenspan A. (1998) : « Testimony devant la Chambre des Représentants pour justifier l'intervention de la Fed auprès du Fonds spéculatif LTMC », 1^{er} octobre.
- Guttentag J. et R. Herring (1983) : « The Lender of Last Resort Function in an International Context », *Princeton Essays in International Finance*, n° 151, mai.
- Guttentag J. et R. Herring (1987) : « Emergency Liquidity Assistance for International Banks » in *Threats to International Finance Stability*, Portes et Swoboda (eds), CEPR.
- Humphrey T. (1975) : « The Classical Concept of the Lender of Last Resort », *Economic Review*, vol. 61, janvier-février.
- IMF (1999) : *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises*, Policy Development and Review Department, avril.
- Jeanne O. (1999) : « Sovereign Liquidity Crises and the Global Financial Architecture », *IMF mimeo*, février.
- Kaminsky G. : (1998) : « Currency and Banking Crises: The Early Warning of Distress », *Board of Governors of the Federal Reserve System*, International Finance Discussion Papers, n° 629, octobre.
- Kaufman G. (1990) : « Lender of Last Resort: A Contemporary Perspective », *Federal Reserve Bank of Dallas*, avril.
- Kenen P. (1996) : « From Halifax to Lyons: What Has Been Done About Crisis Management? », *Princeton Essays in International Finance*, n° 200, octobre.

- Kim W. et S.J. Wei : (1999) : « Foreign Portfolio Investors Before and During Crisis », *NBER Working Paper Series*, n° 6968, février.
- Kindleberger C.P. (1986) : « International Public Good without International Government », *American Economic Review*, vol. 76, pp. 1-11.
- Kindleberger C.P. (1994) : *Histoire mondiale de la spéculation financière*, PAU Édition.
- Krueger A.O. (1997) : « Whither the World Bank and the IMF? », *NBER Working Paper*, n° 6327, décembre.
- Krugman P. (1999) : *Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crisis*, mimeo, janvier.
- Leonard J. (1987) : « Keynes et le prêteur international en dernier ressort » in *Keynésianisme et sortie de crise*, Zerbato (ed), Dunod.
- Marshall D. (1998) : « Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as a Coordination Failure », *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, 3^e trimestre.
- Mishkin F. (1998) : « Systemic Risk, Moral Hazard, and the International Lender of Last Resort », *Graduate School of Business, Columbia University, National Bureau of Economic Research*, avril.
- Orlean A. (1995) : « Contagion spéculative et globalisation financière : quelques enseignements tirés de la crise mexicaine » in *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, Cartapanis (ed), Economica.
- Padoa-Schioppa T. (1999) : *EMU and Banking Supervision*, Conférence à la London School of Economics, février.
- Radelet S. et J. Sachs (1998) : « Diagnosis, Remedies, Prospects », *Harvard Institute for International Development*, avril.
- Reisen H. (1999) : « After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows », *OECD Development Center, Policy Brief*, n° 16.
- Sachs J. (1995) : *Do We Need an International Lender of Last Resort?*, mimeo, Frank D. Graham Lecture, Princeton University.
- Schwartz A. (1998) : « International Financial Crises: Myths and Realities », *Cato Journal*, vol. 17, n° 3, septembre.
- Sgard J. (1999) : « Contrôler une panique : le won coréen en 1997 », *l'Économie Politique, Alternatives Économiques*, 2^e trimestre.
- Wyplosz C. (1998) : « Globalized Financial Markets and Financial Crises », *Graduate Institute of International Studies*, Genève, mars.
- Zettelmeyer J. (1999) : « The Case Against Partial Bail-Outs », *IMF mimeo*, janvier.

Commentaire

Olivier Blanchard

Professeur au MIT

Le rapport de Michel Aglietta et Christian de Boissieu est très dense et tout à fait passionnant. Il me suggère une observation et une question. Le problème fondamental en cas de crise est de distinguer entre problèmes de liquidité et de solvabilité. Ceci est difficile à juger de façon instantanée et demande de laisser du temps au temps. Quand on réfléchit à la fonction de prêteur en dernier ressort, ne faut-il pas y penser dans un contexte où existe la possibilité de déclarer une forme de moratoire en cas de crise – un moratoire qui permette de juger s'il s'agit purement d'un problème de liquidité ou non ?

Je suis en accord avec plusieurs recommandations du rapport de Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet. Les Banques centrales devraient communiquer aux marchés leur évaluation du taux de change « rationnel », non pas dans un but d'intoxication, mais dans un but d'information. Et pour le moment, je suis d'avis que l'on s'arrête là en matière de réforme des régimes de change entre grandes devises.

Je me concentrerai dans la suite de ce commentaire sur le rapport préparé par Patrick Artus et Michèle Debonneuil. Je dois avouer que je ne comprends pas la thèse centrale – la diabolisation des fonds de pension. Je n'en vois pas la logique, et je n'en vois pas la démonstration.

D'abord les points d'accord avec le rapport :

- Je suis d'accord sur le fait que la Bourse américaine, comme probablement d'autres, peut être jugée surévaluée par rapport à sa valeur fondamentale.

Une manière de regarder les chiffres est la suivante. La formule de Gordon implique que la prime de risque est égale au rapport dividende-prix, plus le taux de croissance à long terme des dividendes réels, moins le taux d'intérêt réel à long terme. Un rapport dividende-prix d'environ 2 % (si l'on rajoute les rachats d'actions aux dividendes), un taux de croissance à long terme des dividendes de 3 % (au plus) et un taux d'intérêt réel sur les obligations longues de 3 % (à en juger par le taux sur les obligations à long terme indexées) impliquent donc une prime de risque sur les actions de seulement 2 %. Même s'il y a de bonnes raisons de penser que la prime de risque devrait être moins élevée que par le passé, 2 % paraissent trop bas. Pour dire les choses d'une autre façon, les actions paraissent trop chères compte tenu des perspectives que l'on peut raisonnablement formuler en matière de profits.

- Je suis d'accord sur le fait qu'il peut y avoir des bulles en bourse. On peut distinguer deux types « purs », la plupart des bulles étant une combinaison des deux. Des bulles spéculatives, où les investisseurs achètent en anticipation d'une augmentation du cours des actions, et donc de gains en capital. Des bulles découlant d'un optimisme excessif, où les investisseurs surestiment la croissance des dividendes dans l'avenir. Il me paraît probable que l'évolution de la Bourse américaine ces dernières années s'explique par une combinaison de ces deux types de bulles. Beaucoup d'investisseurs ont conclu que les cours boursiers ne peuvent que monter. Et les prévisions de croissance de profits (par exemple, les prévisions collectées par IBES) paraissent avoir une forte composante extrapolative, au point d'être souvent extravagantes.

- Je suis d'accord sur le fait que les fonds de pension jouent un rôle de plus en plus important, à la fois quantitativement dans l'économie, et qualitativement dans la gestion des entreprises.

- Je suis d'accord sur le fait que ceci affecte le comportement des entreprises. En bien ou en mal. En général en bien. La pression des investisseurs a amené beaucoup d'entreprises américaines à se restructurer, en général pour produire mieux. Les chercheurs américains se sont posés la question de savoir si ceci n'amenait pas les dirigeants d'entreprise à avoir des horizons à trop court terme. Cette discussion, qui a eu lieu à la fin des années quatre-vingt, prenait place dans un contexte où le Japon était triomphant, et où les vagues d'OPA aux États-Unis paraissaient excessives. Le Japon n'est plus aussi en forme. Les OPA se sont révélées largement justifiées. Le débat a quasiment disparu, au moins aux États-Unis.

Mais ici s'arrêtent les points d'accord.

- Je ne suis pas d'accord sur le fait que la pression des fonds de pension ait amené les entreprises à se financer par la dette. Pour deux raisons.

Je trouve l'argument théorique bien difficile à accepter. Il faudrait que les fonds de pension soient bien stupides pour se laisser berner. L'augmen-

tation de l'effet de levier augmente le risque de l'achat d'actions et n'aboutit ainsi à aucune « création de valeur ». Le théorème de Modigliani et Miller est maintenant enseigné dans les cours de finance de base. Il faudrait que les fonds de pension soient bien inconscients pour prendre le risque de berner ainsi les épargnants.

Et, de fait, l'évolution de la dette des entreprises a peu de rapport avec la description suggérée par Patrick Artus et Michèle Debonneuil. La dette des entreprises a augmenté, mais beaucoup moins que leur capitalisation boursière : leur ratio d'endettement (*leverage ratio*) a diminué. Une autre manière de regarder les chiffres (peut-être plus convaincante parce qu'elle ignore l'augmentation de la capitalisation boursière) est la suivante : les charges d'intérêt, qui représentaient 34 % du profit total des entreprises non financières en 1989, ne représentaient plus que 26 % du profit total en 1992, 17 % en 1995 et 13 % en 1998. On est bien loin d'une explosion du rôle de la dette dans le financement des entreprises.

- Je ne suis certainement pas d'accord pour dire que l'importance croissante des fonds de pension, et leur obsession pour les taux de rendement (si obsession il y a), amène naturellement à des bulles. Bulles spéculatives ? Si les résultats sont médiocres, pourquoi accepter de payer encore plus ? Bulles d'optimisme excessif ? Il semble peu probable que les fonds de pension soient plus sujets à ce problème que d'autres.
- Je ne vois pas pourquoi il serait dans l'intérêt des entreprises de transférer le risque vers leurs travailleurs (à l'exception peut-être de certains cadres supérieurs, pour des raisons d'incitation et de performance). Les travailleurs sont infiniment moins capables d'absorber ces risques que les actionnaires, et donc exigeront une compensation élevée. Même si les entreprises se retrouvent en position plus forte dans les négociations salariales, elles ont intérêt à diminuer les salaires, plutôt que d'utiliser leur pouvoir de marchandage pour transférer le risque.
- Je ne suis pas d'accord avec l'interprétation donnée par le rapport aux mouvements de capitaux vers les pays émergents. Les fonds de pension y avaient investi sur la base de ce qu'ils percevaient comme des promesses implicites d'assurance des gouvernements. Il y a eu sous-estimation des risques. C'était certainement une erreur, mais cela ne peut pas être interprété comme un problème systémique (il y a des problèmes systémiques, certains d'entre eux associés aux fonds de pension, mais celui-ci n'en est pas un).

- Je ne comprends pas l'analyse de la balance des paiements américaine. C'est vrai qu'il y a un déficit de la balance (la santé relative des États-Unis y est bien sûr pour beaucoup, et on retrouve là un vieil effet keynésien). Et il est vrai aussi que les États-Unis sont passés d'une position de créateur net à une position de débiteur net. Vue la profitabilité perçue dans les pays émergents, il est normal que l'on observe un flux d'investissement direct des États-Unis vers l'extérieur, qui doit être nécessairement com-

pensé par l'achat d'obligations américaines par les étrangers. Rien là de très étonnant, et pas d'implications systémiques évidentes (le rôle de l'augmentation des réserves de change des pays d'Asie dans le financement du déficit de la balance des paiements américaine me paraît être un élément tout à fait marginal).

En résumé, je vois dans ce rapport une série de faits intéressants, mais un raisonnement que je ne trouve pas convaincant. Les fonds de pension jouent un rôle croissant et complexe dans l'économie mondiale. Mais ils ne méritent ni excès d'honneur, ni l'excès d'indignité que leur attribue ce rapport.

Commentaire

Gérard Maarek

*Chef du Département des Études Économiques et Bancaires
de la Caisse Nationale de Crédit Agricole*

La crise récente des pays émergents, les crises passées ou à venir dans les pays développés sont imputées alternativement :

- soit au fonctionnement des marchés financiers, leur « exubérance irrationnelle », la myopie et le mimétisme des opérateurs. Cette thèse est plutôt « de gauche », en ce qu'elle suggère une méfiance plus grande à l'égard des mécanismes de marchés qu'envers les capacités d'intervention des États ;
- soit à l'incohérence et à l'inconsistance des politiques publiques, thèse réputée libérale.

Ma position serait plus « centriste », je l'énoncerais ainsi :

Des « dynamiques économiques » (d'autres auraient dit des « régulations ») peuvent émerger à un moment donné et être perçues comme des modèles dignes d'intérêt. Ces dynamiques mêlent étroitement des comportements microéconomiques de marché et des arrangements institutionnels (institutions politiques et sociales nationales, accords internationaux, régimes de change, etc.). Mais en général la chose précède le mot. C'est lorsque ces évolutions sont suffisamment avancées qu'on en fait la théorie. Le régime de croissance des économies asiatiques ou le régime de croissance actuel des États-Unis en constituent des exemples.

La représentation, en générale positive, que l'on a de ces dynamiques conduit à les renforcer, à les auto-valider. Ces dynamiques peuvent ensuite

être fragilisées, puis s’interrompre, pour toutes sortes de raisons ; par suite de chocs exogènes, parce qu’elles rencontrent de façon imprévue des limites physiques (inflation) ou financières (excès d’endettement).

Dans le cas asiatique, un ralentissement économique était perceptible en Corée dès le début de 1997. Un grand groupe avait fait faillite. L’industrie des micro-processeurs était entrée en crise. L’appréciation du dollar par rapport au yen avait entamé la compétitivité des pays de la zone, dont la monnaie était ancrée au dollar.

Lorsque les choses tournent mal, la représentation de cette dynamique change alors radicalement de nature. Elle est complétée, enrichie de ses dysfonctionnements potentiels, mais c’est en général trop tard. *In cauda, veritas.*

Ce schéma général n’est pas différent de celui proposé par Kindleberger pour décrire les crises financières, mais il est cette fois étendu à des formations sociales plus larges que le marché des tulipes. La globalisation et la marchéisation des économies ont fait croître (ou réapparaître) de tels risques d’instabilité. Ces risques sont d’autant plus importants que le processus politique reste national et intègre mal toutes les conséquences et les contraintes de la globalisation.

Je tire comme conséquence de cette vision que les prix d’actifs et les « fondamentaux » sont dans une relation dialectique. Les fondamentaux n’ont pas d’existence intrinsèque.

Quelle est la valeur « vraie » d’un immeuble de bureaux rénové dans le « triangle d’or » à Paris ? En principe, la valeur actualisée des loyers à venir. Ceux-ci dépendent de l’état de la conjoncture et des perspectives des grands groupes installés en France. Si ces perspectives sont bonnes, les banques prêteront sans discuter aux promoteurs désireux d’aménager des sièges sociaux à leur intention. Du fait de leur rareté, le prix de ces biens (qui servent de collatéral aux créances) augmentera, autorisant une nouvelle progression des financements. Ces valeurs majorées valideront un temps les loyers plus élevés exigés par les bailleurs. Ainsi se crée l’illusion sur le « fondamental ». Les arbitrages en faveur de localisations moins prestigieuses ou de la construction neuve ne peuvent être que progressifs. C’est à l’occasion d’un resserrement général du crédit que le « fondamental » est réévalué.

Une analyse de même nature vaut pour la Corée des années quatre-vingt-dix. Les taux d’endettement élevés étaient cohérents avec une croissance rapide de l’économie et avec l’existence d’un système bancaire garanti implicitement par l’État. L’entrée de la Corée dans l’OCDE montre que la confiance dans cette économie était largement partagée.

Le rapport de Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet et celui de Michel Aglietta et Christian de Boissieu sont une tentative pour réformer, non pas telle ou telle « régulation » économico-politique particulière,

mais certains aspects du système global des relations internationales, de façon à éviter la réédition de catastrophes semblables à celles de 1997-1998. J'y reviendrai dans un deuxième temps.

Le rapport de Patrick Artus et Michèle Debonneuil est plus spécifique. Il cherche à mettre en évidence les dysfonctionnements potentiels de l'actuel modèle de croissance américain. De leur analyse découle l'annonce d'une correction sévère du marché des actions américain. Le complément de Daniel Baudru et François Morin s'inscrit dans la même ligne. Si je partage volontiers le diagnostic d'une grande vulnérabilité de Wall Street, j'adhère beaucoup moins à l'analyse des causes.

Je crois en particulier que le rôle des gérants de fonds est notoirement surestimé par les auteurs, et ce pour des raisons à la fois logiques et factuelles.

Des raisons factuelles d'abord

Il est question, dans l'une de ces deux contributions, d'un petit nombre de puissants gérants de fonds. Je ne crois pas que l'on puisse parler ainsi des 900 000 fonds couvrant 46 % des salariés américains, pour 5 300 milliards de dollars. Ces fonds sont regroupés dans pas moins de 3 000 sociétés gestionnaires, dont 500 *mutual funds*.

L'asset management reste une activité éclatée à travers le monde. Les gérants ont une pratique assez individuelle. Leur comportement vise à préserver l'intérêt de leur mandants, futurs retraités japonais ou américains. Ils ne sont que de simples intermédiaires, prestataires de services. Je soutiens que ce mode de gestion a renforcé la démocratie économique et la transparence de l'action des dirigeants.

Ce métier est en voie d'industrialisation et de concentration. Mais le mouvement est loin d'être achevé.

S'agissant du comportement mimétique, stigmatisé par les auteurs du rapport et du complément, s'il était avéré, il aurait dû conduire à une très grande instabilité du marché des actions. En réalité, il existe de nombreux investisseurs (l'investisseur final – les fonds de pensions – les *hedge funds*) intéressés par la performance absolue et non plus relative. Les arbitrages de ces acteurs concernent non seulement les actions, mais aussi les autres classes d'actifs. Le prix des actions est maintenu en équilibre avec celui des autres formes de richesse.

Des raisons logiques ensuite

On ne comprend pas le lien introduit par Patrick Artus et Michèle Debonneuil entre le comportement mimétique et le haut rendement que les gérants vont exiger. La convention commune de rendement aurait pu s'établir sur n'importe quelle valeur de ce rendement.

L'exigence d'un rendement élevé sans risque est de plus une impossibilité théorique. Si une telle performance a pu être obtenue sur un intervalle

de temps, rien assure qu'elle sera reproductible. Il y a dans ces deux rapports une confusion entretenue entre risque *ex ante* et risque *ex post*. Les mesures constatées de la volatilité et du rendement n'ont aucune raison de s'inscrire *ex post* convenablement dans le diagramme rendement-risque.

Par ailleurs, je crois qu'on peut se passer de la figure maléfique du géant pour rendre compte du fonctionnement du régime de croissance américain des années quatre-vingt-dix. Toute une série de boucles positives s'est mise en place au cours de la période, elles ont eu pour effet de doper la croissance. Je cite en vrac :

- libéralisation reaganienne de la décennie quatre-vingt ;
- irruption des *baby-boomers* et des fonds de pension (programme ERISA, 401K) ;
- le capital neuf, les entreprises à créer, coûtent de moins en moins cher au regard du capital ancien (les entreprises cotées), donc montée du « *q* de Tobin » ;
- d'où une augmentation massive de l'investissement et des créations d'entreprises...
- ... notamment dans les nouvelles technologies (lesquelles sont moins la cause que l'effet du modèle de croissance) ;
- espoir d'enrichissement rapide des créateurs d'entreprises (stock options) ;
- enrichissement des salariés-actionnaires ; moindre revendication des salariés ;
- plus grande maîtrise salariale de la part des entreprises ; et c'est sans doute là le rôle disciplinant des fonds collectifs ;
- abaissement du taux de chômage d'équilibre ;
- gain de productivité du fait des fusions-acquisitions et de l'effort de rationalisation ;
- faible inflation ;
- baisse des taux d'intérêt ;
- hausse de la profitabilité, etc.

En d'autres termes, la prospérité américaine est le résultat de l'heureuse conjonction : libéralisation reaganienne + fonds de pension + stocks options + A. Greenspan.

Cette configuration est-elle fragile ? A-t-elle atteint ses limites ? Difficile à dire, j'admire beaucoup ceux qui peuvent affirmer avec aplomb que le marché boursier est aujourd'hui surévalué de 10 ou de 25 %. Qu'est-ce qui fait qu'ils seraient les seuls à détenir cette information ? Si ce diagnostic était partagé, le marché aurait plongé depuis longtemps.

Les PER sont à peu près en ligne avec les taux longs et une anticipation de croissance des profits raisonnable (celle du PIB en valeur) :

$$1/PER = 3\% \text{ (si } PER = 33) = 5\% \text{ (taux long)} - 5\% \text{ (PIB en valeur)} + 3\%$$

Une prime de risque de 3 %, c'est peu au regard des années soixante et soixante-dix. Mais le contexte a radicalement changé. Dans les années soixante-dix, les chocs pétroliers avaient pesé sur la rentabilité des entreprises. Les opérateurs étaient victimes d'une illusion nominaliste sur les taux d'intérêt à long terme. Le contexte était moins favorable à la culture d'entreprise.

Ce régime de croissance (on peut parler d'*equitization* de la société) est-il exempt de risques ? Non. Les cercles vertueux peuvent se muer en cercles vicieux :

- en cas de surendettement des entreprises (mais, sur cette question, le graphique du rapport de Patrick Artus et Michèle Debonneuil n'est pas convaincant) ;
- en cas de surendettement (prêt sur titres) des ménages (la baisse du taux d'épargne peut poser problème) ;
- en cas de fragilité financière des banques ou des fonds de pension à prestations définies, liée à la détention de titres.

Il n'y a pas encore, me semble-t-il, d'évidence quant à une menace imminente dans ces différents domaines. Les facteurs déclenchants possibles pourraient être :

- une surchauffe inflationniste et une hausse des taux longs qui produiraient une chute mécanique de la Bourse. Conséquence d'une faute d'inattention ou d'une fausse manœuvre de la Fed ;
- un ralentissement mondial prononcé accompagné de la « détresse financière » de certains intervenants (on en a eu un aperçu au cours de l'automne 1998) ;
- une baisse structurelle du dollar contre euro, entraînant en retour une hausse des taux d'intérêt « défensive » aux États-Unis. Mais on n'en prend pas le chemin aujourd'hui.

L'expérience de la crise financière de 1998, pendant laquelle la Bourse américaine a perdu 20 % de sa valeur pour battre un peu plus tard des records historiques, montre qu'une correction n'est pas nécessairement synonyme de rupture majeure. Le modèle de croissance américain pourrait connaître une crise passagère sans pour autant s'effondrer.

J'en viens maintenant aux deux rapports relatifs à « l'architecture » du système monétaire international ; d'une part, celui de Bergsten, Davanne et Jacquet et, d'autre part, celui de Aglietta et de Boissieu. Ces deux rapports se complètent bien. Et je ne suis pas vis-à-vis d'eux en désaccord total. Je m'interroge moins sur le bien-fondé des mesures proposées que sur la possibilité de les mettre en œuvre dans un environnement où tous les acteurs sont dotés de capacités stratégiques. Je crains également que les réformes proposées ne ressemblent quelque peu à la Ligne Maginot. On se prépare à remédier à la crise passée, alors que peut-être se prépare une crise de nature différente.

Dans le rapport portant sur les régimes de change, Bergsten, Davanne et Jacquet préconisent de maîtriser/réglementer les entrées de capitaux. Or les pays d'Asie sont aujourd'hui confrontés à une pénurie de prêts internationaux privés. Même le Chili, semble-t-il, a renoncé à sa taxe spécifique.

Aglietta et de Boissieu, quant à eux, énumèrent la typologie des crises spéculatives :

- type 1 : sanction de politique économique inadaptée ;
- type 2 : test destructeur d'un régime de change ;
- type 3 : éclatement d'une bulle de crédit internationale...

La liste est elle vraiment close ?

Bergsten, Davanne et Jacquet s'intéressent aux régimes de change. Ils ont raison de distinguer les arrangements relatifs aux « pays » du G3 et ceux qui concernent les pays émergents. Il reste néanmoins toute une zone intermédiaire de pays avancés n'appartenant pas au G3 et qui rencontrent des problèmes *sui generis* (le Canada, l'Afrique du Sud, l'Australie, la Nouvelle Zélande, les pays de l'Union européenne restés en position « out » face à l'euro, la Suisse, la Norvège, etc.)

Pour les pays du G3, ils préconisent une « surveillance renforcée » basée sur une évaluation officielle par le FMI du taux de change d'équilibre et une discussion des évolutions en cours.

Cette idée paraît raisonnable. Je ne suis pas sûr pourtant qu'elle soit réaliste et donc qu'elle ait quelques chances d'être retenue. Je ne suis pas sûr, à tout prendre, qu'elle soit nécessaire. Je m'explique.

Si la notion de taux de change d'équilibre est claire, sa mesure pose sûrement des problèmes de méthode. On l'a vu à propos des critères de Maastricht. Chaque fois qu'un calcul statistique est le support d'enjeux économiques ou politiques, le débat s'envenime et la sérénité qui doit préside à ce type de recherche est mise à mal. *A fortiori* lorsqu'il s'agit de techniques économétriques appliquées à une question aussi cruciale que le taux de change. On l'a vu au moment de la fixation de parités bilatérales en zone euro. Personne ne s'est avisé d'ouvrir la boîte de Pandore du calcul des « parités vraies ». On s'est contenté de reprendre les taux pivots hérités de l'histoire, et pour la valeur de l'euro, le cours fixé par le marché. Le retour de la lire italienne dans le SME avait été une expérience un peu douloureuse.

Imaginons que le FMI se laisse convaincre et se lance dans l'aventure. Le marché va jouer avec ses annonces et adopter à leur égard un comportement stratégique. Un nouveau casino va s'ouvrir. La « discussion » sur les écarts au taux de change d'équilibre débouchera-t-elle sur un diagnostic partagé ? Celui-ci sera-t-il rendu public ? Rien n'est moins sûr.

Je soutiendrai enfin que cette « surveillance renforcée » est inutile, au moins s'agissant du mark (de l'euro aujourd'hui) et du dollar. Depuis la fin des années quatre-vingt, cette parité a évolué dans un intervalle de 15 %

autour de sa valeur moyenne (cette marge de fluctuation était précisément celle du SME après l’élargissement décidé en 1993). Ces fluctuations sont compatibles avec les besoins de la régulation conjoncturelle. Le dollar monte lorsque le différentiel de conjoncture se creuse entre l’Europe et les États-Unis, et inversement.

Le rapport ne nous dit d’ailleurs rien de la valeur du taux de change d’équilibre. L’idée selon laquelle le taux de change (dollar/mark) souffre d’un excès de volatilité tient sans doute au souvenir de la première moitié des années quatre-vingt. Le pic de 1985, avec un dollar dépassant 10 francs, est encore dans les mémoires. C’est qu’à l’époque les politiques économiques des deux côtés de l’Atlantique étaient d’inspirations radicalement différentes. Depuis le début de la décennie quatre-vingt-dix, les « policy mix » sont similaires. Les marchés ne peuvent plus s’appuyer sur ces contradictions pour prendre leur envol.

A contrario, la forte volatilité du dollar/yen est le résultat de situations conjoncturelles et de politiques économiques très contrastées. La relation de la page (30) ne fonctionne d’ailleurs pas du tout dans ce cas. La « surveillance renforcée » serait de peu de secours pour modifier cet état de choses.

J’ajouterais que rien ne peut éviter non plus qu’à certains moments des dirigeants politiques choisissent de mettre en œuvre des politiques économiques non-crédibles. La « coordination » des politiques publiques s’arrête souvent à la porte des Parlements souverains.

Si l’idée de « surveillance renforcée » soulève tellement d’objections, que doit-on penser de l’idée de « target zones » ? Elles sont inutiles si les politiques économiques restent conformes à l’orthodoxie ; elles deviennent intenables lorsque ces politiques s’éloignent de l’orthodoxie ou divergent de trop. Pour ce qui me concerne, la « surveillance renforcée » doit être exercée par l’opinion publique dans un débat contradictoire. Le secret dont veut s’entourer la BCE et la non publication des minutes du Comité monétaire ne me paraissent pas de bonnes pratiques propres à encourager ce débat. Libre aux économistes de publier des valeurs du taux de change d’équilibre et de discuter du bien-fondé des écarts par rapport à cette valeur de référence.

J’en viens maintenant aux pays émergents. Clairement, il n’y a pas de solution-miracle. Les changes fixes, voire un *currency board*, ont une vertu disciplinante et interfèrent avec le processus politique pour imposer des solutions de rigueur. Mais l’exemple brésilien montre jusqu’où il ne faut pas aller trop loin. La défense d’un taux de change irréaliste est contre-productive. Inversement, le flottement pur est peut-être dangereux (c’est encore la thèse, discutable, de l’excès de volatilité). Comment ne pas se rallier alors à l’idée de la référence ajustable calculée sur un panier de monnaies ? Il manque cependant au propos de Bergsten, Davanne et Jacquet une dimension prospective. Quel est l’avenir des petites monnaies dans un monde à trois pôles (dollar, euro et yen) ?

Si, pour mettre fin à une situation chaotique (hyperinflation), il faut passer par un *peg*, comment ensuite en sortir, sans drames (la question se pose pour Hong-Kong, la Chine ou l'Argentine) ? On pourrait concevoir un autre itinéraire passant plutôt par le rétablissement du contrôle des changes, couplé à la mise en œuvre de politiques économiques sérieuses (les règles du FMI ancienne manière).

Je suis surpris de voir qu'aucun des rapports ne l'évoque. La transition vers un système de parités ajustables serait sans doute plus aisée dans ce cas. On peut s'interroger par exemple sur l'autorisation donnée aux résidents brésiliens de spéculer contre leur propre monnaie.

Quel est le terme ultime de cette évolution ? Un pays émergent cesse un jour de l'être. Bergsten, Davanne et Jacquet le voient doté d'une Banque centrale indépendante. Alors, soit il rejoint une zone monétaire préexistante (par exemple le franc CFA), soit il rentre dans la zone grise des pays ayant une politique monétaire suffisamment crédible, donc autonome, et dont la devise flotte.

J'examine maintenant les propositions de Aglietta et de Boissieu concernant le PDR (prêteur en dernier ressort). C'est lui qui intervient lorsque les recommandations du rapport précédent ont échoué.

Je crois, comme les deux auteurs, que les marchés d'actifs financiers peuvent connaître des situations de détresse où aucun prix d'équilibre ne se forme. La baisse du prix courant est alors un processus cumulatif. On ne peut pas sortir de la crise aiguë sans l'intervention d'un tiers (PDR). Dans l'ordre domestique, ce rôle est assumé par la Banque centrale, qui, en même temps, a un pouvoir de coercition sur les prêteurs et les emprunteurs. Dans l'ordre international, le rôle de PDR a été assumé par le FMI, dans des conditions que l'on peut juger peu satisfaisantes :

- ce rôle était trop explicite (pas d'ambiguïté constructive) ;
- trop grande lenteur d'exécution ;
- compréhension imparfaite de la nature de la crise (politiques trop restrictives imposées aux pays concernés) ;
- défense des intérêts des banques prêteuses.

Ces critiques sont recevables, mais je ne suis pas sûr que les solutions préconisées par Michel Aglietta et Christian de Boissieu répondent à tous les problèmes.

On ne peut pas substituer complètement un pool de Banques centrales au FMI. Celles-ci n'accepteront pas d'intervenir sur le marché des changes (fallait-il le faire pour le won, ou pour le real ?) sans visibilité et sans conditionnalité. Le PDR et l'IDR (investisseur en dernier ressort) doivent se coordonner. Il faudrait réécrire l'histoire de la crise brésilienne, dans le schéma de Aglietta et de Boissieu. Que se serait-il passé ? Un soutien du

real était-il possible, alors que le marché le considérait comme surévalué ? Le pool des Banques centrales ira-t-il demain au secours du Hong-Kong dollar ? Cela semble politiquement difficile.

Le PDR s'avance masqué. Il faut de l'informel, plutôt que du formel... Quant à la participation des prêteurs, elle ne peut pas être prédéfinie sans modifier substantiellement le contrat de prêt-emprunt. Le volume de capitaux prêtés et les taux des prêts en seraient modifiés.

Je suis, par contre, davantage séduit par l'idée de conditionnalité *ex ante*. Mais j'aurais aimé qu'elle soit davantage développée. L'appartenance à l'OCDE est-il le passeport qui permettrait d'entrer dans le monde la finance internationale ? Quelles sont les pré-requis ? Que se passe-t-il si les conditions ne sont plus satisfaites ? Autant de questions avec beaucoup d'autres auxquelles il faudrait réfléchir.

Un regret pour finir : la chasse à l'aléa moral étant ouverte, pourquoi ne pas regarder d'un peu plus près les liens existant entre la spéculation sur les marchés internationaux et la garantie des dépôts et surtout le principe du « too big to fail » ? Ceci appellerait une réflexion sur l'architecture des systèmes financiers internes.

Commentaire

Jean Pisani-Ferry

Maître de conférences à l’École polytechnique

Ces commentaires portent d'une part sur le rapport de Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet, d'autre part sur celui de Michel Aglietta et Christian de Boissieu.

La question des taux de change

Dans un domaine qui fait si souvent l'objet de prises de position à l'emporte pièce – quitte à en changer du tout au tout quelques mois plus tard –, le papier de Bergsten, Davanne et Jacquet est un modèle de pondération et de finesse d'analyse. J'ai avec eux beaucoup de points d'accord : je pense comme eux que le bon fonctionnement du régime de change est essentiel à la prospérité économique, que dans un contexte marqué par l'ampleur du déficit américain et les difficultés persistantes du Japon, le défi de l'euro pour la stabilité internationale ne doit pas être sous-estimé, que nous ne pouvons pas nous satisfaire du *benign neglect*, que les évolutions de change sont davantage susceptibles d'analyse que ne le dit la vulgate depuis Meese et Rogoff, que les autorités ont un rôle à jouer pour guider les anticipations des marchés, que pour les pays émergents l'attrait des solutions extrêmes – flottement pur ou dollarisation – est dangereux, que les restrictions aux entrées de capitaux peuvent être justifiées. Je me réjouis aussi que les auteurs apportent leur soutien au concept de « coopération renforcée » mis en avant en février dernier par Dominique Strauss-Kahn.

J'en viens aux critiques, en traitant successivement des pays industriels et des pays émergents. Sur le premier point, je trouve que les auteurs font de la coopération monétaire depuis le Plaza un bilan trop complaisant. Il est juste de dire que le Plaza a été un tournant et que la coopération entre les autorités du G7 s'est maintenue. Mais l'ambition qui était celle des accords du Louvre de 1987 – organiser, à partir d'objectifs de change, une coordination des politiques économiques entre les pays du G7 – a abouti à un échec. Les faiblesses constitutives de l'accord – affectation discutable des instruments, silence sur la question de l'orientation globale des politiques monétaires – n'ont pas été corrigées. Les pays participants ont pu temporairement s'accorder sur des objectifs de change, mais lorsque des conflits d'objectif sont apparus, ils ont donné priorité à leurs objectifs internes ou, quand ils ont privilégié le change, comme le Japon dans les années quatre-vingt, l'ont ensuite regretté. L'évolution des politiques économiques depuis quinze ans est allée en sens inverse de la philosophie des accords du Plaza et du Louvre, avec la fixation aux Banques centrales d'objectifs étroits et l'accent généralement mis sur la transparence des décisions. L'Europe a fait le choix de l'intégration régionale, ce qui ne peut que réduire le poids de l'objectif externe dans la détermination de sa politique économique. Et la transformation en profondeur des marchés des changes interdit de confier aux interventions non stérilisées le rôle qu'elles pouvaient avoir il y a quinze ans. Au total, si la coopération reste bien vivante, la voie dans laquelle l'avaient engagée les accords du Louvre, celle des zones cibles, apparaît aujourd'hui comme sans issue. Il est donc étonnant que Bergsten, Davanne et Jacquet proposent de s'y investir à nouveau, certes avec prudence – on commencerait par la surveillance renforcée, pour passer insensiblement, à travers une série de gradations, à de vraies *target zones* –, mais sans ambiguïté⁽¹⁾.

Le choix n'est cependant pas, aujourd'hui, entre des zones cibles et la généralisation du *benign neglect*. On peut même soutenir que c'est à condition de dissocier la coordination internationale de ce qui a été son support principal depuis quinze ans – la gestion des changes – qu'il sera possible de mettre en œuvre cette surveillance renforcée qu'évoquent Bergsten, Davanne et Jacquet. Le choc de l'automne 1998 fournit un exemple de ce qu'on doit attendre de cette coopération : c'est en s'accordant ex ante sur les réponses à apporter à la crise financière que les pays du Groupe des sept auraient le mieux contribué à soutenir la croissance mondiale et à éviter une instabilité des changes, et *a contrario* l'absence d'une réponse coordonnée a donné naissance à des anticipations de politique monétaire erronées, avec pour conséquence les mouvements de change correspondants. Une coordination au gré de laquelle les États-Unis, l'Europe de l'euro, et le Japon, définiraient par avance des principes de politique économique, notamment sous la forme de règles contingentes sur la réponse à apporter à des chocs symé-

(1) On ne peut exclure que l'un des auteurs ait à cet égard plus d'allant que les deux autres.

triques ou asymétriques, réduirait l'incertitude sur l'orientation des politiques économiques et contribuerait ainsi à limiter les mouvements de change résultant d'anticipations divergentes. Cette approche ne rendrait pas sans objet une surveillance des marchés des changes : il y aurait toujours place pour un *monitoring*, en particulier face à des chocs financiers. Mais elle ne se fonderait pas sur l'hypothèse que les autorités sont suffisamment attachées à la stabilité des changes pour y soumettre leurs choix de politique économique interne⁽²⁾.

Il est en revanche un point, pourtant controversé, sur lequel je rejoins les auteurs : l'utilité d'une évaluation par le FMI des taux de change d'équilibre. Les mesures des taux de change d'équilibre sont notoirement imprécises. Il reste qu'il est utile qu'une instance impartiale fournisse aux gouvernements une appréciation objective des déséquilibres potentiels, que les discussions de politique économique au sein du G7 prennent appui sur cette analyse plutôt que sur les jugements *a priori* (souvent implicites) des gouvernements, et que les marchés sachent avec quels instruments les autorités approchent la question. On peut discuter de savoir s'il faudrait que le Fonds publie ses estimations des taux de change d'équilibre, ou plutôt qu'il évalue régulièrement la cohérence des taux de change courants avec son appréciation de l'équilibre fondamental à moyen terme, compte tenu des déviations qui peuvent s'expliquer par l'orientation des politiques économiques, sans s'engager explicitement sur des valeurs numériques des taux de change d'équilibre. Mais il s'agit là de considérations tactiques. Le point important est de savoir si les autorités peuvent avoir une opinion sur les taux de change, et si cette opinion doit être fondée sur des instruments explicites, et si elle doit sous une forme appropriée être communiquée aux marchés. Comme Bergsten, Davanne et Jacquet, je réponds oui à ces trois questions.

Les auteurs consacrent à juste titre beaucoup d'attention aux politiques de change des pays émergents. Initialement sous-estimée dans les débats sur la crise asiatique, cette question a pris depuis une place croissante dans les discussions internationales. La mise en cause des pratiques qui prévalaient en Asie est légitime : avec un ancrage de fait, mais très peu transparent, sur le dollar américain, la plupart des politiques de change asiatiques encourageaient une sous-évaluation du risque de change par les acteurs privés, alors même qu'elles rendaient les monnaies vulnérables à un scénario d'appréciation du dollar contre yen et monnaies européennes, tel que celui qui s'est enclenché au début 1997. De nombreux observateurs en ont tiré une leçon sans nuances : à en croire un nouveau consensus en voie de formation, seuls les régimes extrêmes – flottement pur et « dollarisation » ou « euroisation » – seraient viables, et les institutions financières internationales devraient réservé leur soutien aux pays adoptant l'une ou l'autre de ces solutions polaires.

(2) Cette approche est développée dans Coeuré B. et J. Pisani-Ferry : « The Euro, the Yen and the Dollar: The Case Against Benign Neglect », contribution au *Colloque du FMI sur la réforme du Système monétaire international*, à paraître en septembre 1999.

On connaît des cas de *currency board* réussis, et il est vrai que lorsque les autorités ont perdu toute crédibilité monétaire, la meilleure voie n'est pas nécessairement de la reconstruire pas à pas. On connaît aussi des pays qui s'accommodent bien du flottement. Mais il ne s'ensuit pas que la polarisation vers les extrêmes soit la bonne solution. À vrai dire, les qualités qu'on prête à ces solutions polaires tiennent moins à leurs implications économiques – on comprendrait mal, alors, que les optima soient situés dans les coins – qu'à leur crédibilité : flottement et dollarisation reposent sur des règles simples, robustes et intangibles connues des agents internes comme des marchés internationaux. La vraie leçon des crises est que seuls sont durablement viables – et méritent donc d'être soutenus – des régimes de change reposant sur de telles règles. Cela exclut à l'évidence de défendre jusqu'à épuisement une parité dont les autorités monétaires admettront ensuite qu'elle était irréaliste – on connaît des cas suffisamment récents pour que ceci doive être rappelé –, mais cela n'exclut pas nécessairement des régimes intermédiaires, pourvu qu'ils soient suffisamment transparents et robustes, et que les autorités disent clairement dans quelle direction (flexibilisation ou rigidification) ils souhaitent les faire évoluer. Le schéma de « défense élastique » proposé par les auteurs est à cet égard un essai de formalisation de règles particulières pour de tels régimes intermédiaires. C'est une direction dans laquelle il faut avancer si l'on ne veut pas devoir demain gérer les conséquences de recommandations trop simplistes pour s'appliquer à la variété des situations des pays émergents.

Le prêteur en dernier ressort international

Le rapport de Michel Aglietta et Christian de Boissieu porte lui aussi sur un point essentiel des réflexions sur la nouvelle architecture financière internationale : la mise en œuvre de « paquets » d'assistance toujours plus importants (Mexique, Corée, Brésil) s'est faite en réaction à l'urgence, et le Fonds monétaire international a progressivement vu son rôle se transformer, jusqu'à assumer des fonctions généralement dévolues à un prêteur en dernier ressort (PDR), sans que cette métamorphose ait été réellement voulue ou pensée. Il est temps d'examiner rigoureusement si cette fonction de PDR international doit être remplie, si le FMI est l'institution adaptée pour cela, et dans le cas contraire à qui elle doit être confiée. Le débat est ouvert, au moins pour deux raisons : parce que certains critiques proposent aujourd'hui de mettre fin aux programmes d'assistance financière à grande échelle pour faire davantage reposer la réponse aux crises sur des mécanismes de marché⁽³⁾ ; parce que la création de la nouvelle facilité préventive du FMI (la *Contingent Credit Line*) fait sortir le Fonds de son rôle traditionnel d'accompagnement des rectifications de trajectoire en matière de

(3) C'est notamment la proposition de David Lipton, ancien responsable du Trésor américain pour les affaires financières internationales. Voir Cœuré et Pisani-Ferry *op. cit.*

politique économique, et invite à une redéfinition de son rôle financier. Le rapport Aglietta-Boissieu a le grand mérite d'être l'un des premiers à prendre de front cette question décisive⁽⁴⁾.

Je partage largement plusieurs des critiques que les auteurs adressent à la conception du rôle du Fonds qui a prévalu pendant la crise asiatique. Il est juste de dire que les interventions de la communauté internationale dans cette crise ont été, initialement du moins, fondées sur un modèle inadapté de crise de change, à partir de l'hypothèse que les crises trouvaient leur origine dans une dégradation des fondamentaux. Au gré de ce modèle traditionnel, le rôle du Fonds est d'abord d'inciter à la correction des déséquilibres en associant à un financement limité une conditionnalité appropriée. Comme le relèvent les auteurs, ce modèle ne prend bien en compte ni les crises de liquidité auto-réalisatrices, ni les phénomènes de contagion. Il présuppose une erreur ou une incohérence de politique économique, ce qui est juste en cas de crise de type 1 (selon la classification classique, que reprennent les auteurs), mais pas nécessairement en crise de type 2 ou 3. Il est mal adapté à des crises qui combinent des fondamentaux dégradés – notamment financiers – et des aspects auto-réalisateurs, à des cas où la crise révèle en quelque sorte une dégradation qui était latente – et aurait sans doute pu le rester.

Le cadre analytique sous-jacent aux interventions standard du FMI se révèle alors inadapté pour plusieurs raisons :

- la négociation d'un programme et la fourniture d'assistance en tranches ne sont absolument pas adaptés en cas de crise de liquidité ;
- le Fonds tend à traiter comme un problème financier ce qui est souvent davantage un problème monétaire. À la limite, la communauté internationale transforme un problème qu'elle ne maîtrise pas en autre, qu'elle sait traiter, comme un médecin qui ne saurait pas traiter le rhume, mais seulement la pneumonie ;
- il existe une fonction de PDR international qui est mal remplie. Les interventions massives et répétées en faveur de pays subissant des retraits de capitaux créent un problème d'aléa moral, sans apporter une réponse structurelle à la récurrence des difficultés.

L'accord sur le diagnostic ne me conduit cependant pas à partager les recommandations du rapport. Aglietta et Boissieu proposent, « pour des crises de liquidité touchant les agents privés et les marchés financiers, à caractère potentiellement ou effectivement systémique », de confier la fonction de PDR international à un réseau de Banques centrales qui puisse injecter des liquidités « instantanément, de façon discrétionnaire et sans imposer de conditionnalité ». Ils proposent parallèlement de restreindre le rôle

(4) L'un des rares textes qui abordent explicitement cette question est la conférence « On the Need for an International Lender of Last Resort » de Stanley Fischer, numéro deux du FMI, au congrès de janvier 1999 de l'*American Economic Association*.

du FMI à des interventions face à des crises « impliquant la dette souveraine en liaison avec des défaillances dans la gestion macroéconomique ». On en reviendrait donc à une claire division des tâches entre les institutions : aux Banques centrales le traitement des phénomènes de contagion ; au Fonds le redressement des erreurs de politique économique.

Ce schéma me paraît effectivement adapté pour faire face à des crises de liquidité sur les marchés globaux – type crise bancaire ou crise LTCM –, avec deux difficultés cependant : Aglietta et Boissieu ont une grande confiance dans la capacité des Banques centrales à se coordonner, ce qui est rien moins qu'évident du fait de leurs divergences d'appréciation sur l'interprétation des événements et des problèmes classiques de *free riding* ; la question du partage du fardeau se pose inévitablement si apparaît un problème de solvabilité, ce qu'on ne peut jamais exclure. Les débats sur la fonction de PDR au sein de la zone euro illustrent d'ailleurs ces difficultés.

En revanche, je doute de la pertinence de la solution proposée pour répondre aux crises financières dans les pays émergents. Pour deux raisons principales :

- d'abord parce que les Banques centrales ne me paraissent pas en mesure de jouer le rôle que les auteurs veulent leur confier. Leur mission première est toujours et partout la stabilité monétaire interne, et en cas de conflit d'objectif, elles sont nécessairement conduites à privilégier l'objectif interne⁽⁵⁾. Pour cette raison, leurs interventions seraient dépourvues de tout caractère contractuel ; la fourniture de liquidité serait inconditionnelle – ce qui maximisera l'aléa moral – mais discrétionnaire – ce qui soumettrait le pays en crise au bon vouloir des Banques centrales. Enfin les Banques centrales sont principalement fondées à intervenir si une crise financière dans un pays émergent revêt un caractère systémique. Il y a donc nécessairement présomption de biais en faveur des grands pays, ce qui est contraire au principe de l'égalité de traitement. Certes, le FMI n'échappe pas nécessairement non plus au problème *Too big to fail*. Du moins a-t-il à l'égard des pays membres des devoirs, du moins s'impose-t-il des règles, du moins son intervention a-t-elle un caractère contractuel ;

- ensuite parce que les problèmes difficiles, ceux que signalent les événements récents, sont ceux des crises qui combinent éléments auto-réaliseurs et dégradation des fondamentaux (ce qu'Aglietta et Boissieu appellent les crises de type 3). Si la crise asiatique nous a appris quelque chose, c'est qu'il n'y a pas de solution de continuité entre les crises de liquidité pures (dont les auteurs voudraient confier la solution aux Banques centrales) et les crises impliquant une dégradation des fondamentaux (qui relèveraient du FMI). Or cette difficulté à séparer le fondamental du contingent invite précisément à ne pas faire reposer l'assistance internationale sur une

(5) Le fonctionnement effectif du SME et plus encore les règles du SMEbis, qui prévoit explicitement que la BCE donnera priorité à l'objectif interne sur son rôle à l'égard des autres monnaies du système, illustrent cette difficulté.

division stricte des responsabilités institutionnelles telle que celle que proposent Aglietta et Boissieu. Un tel schéma ne répondrait pas au problème posé, il pourrait les aggraver. En outre, il néglige que la garantie implicite ou explicite fournie *ex ante* par la communauté internationale devrait être fondée sur une évaluation de la situation économique du pays basée sur les exercices réguliers de surveillance menés par le FMI.

Je crois donc que les auteurs ont raison de diagnostiquer une déficience du modèle sur lequel est fondée l'assistance financière internationale, mais qu'il reste préférable de maintenir l'unité de la fonction. À une condition toutefois : en finir avec la présomption de culpabilité des pays en crise, et pour cela développer pleinement le rôle de prévention du FMI. L'institution de la *Contingent Credit Line* est un premier pas imparfait dans cette direction, elle pose déjà cependant dans toute leur ampleur les problèmes des conditions de l'assistance à des économies *a priori* saines faisant face à des risques de contagion. Les difficultés sont considérables, mais il faut explorer résolument ce nouveau territoire.

Complément

Gestion institutionnelle et crise financière

Une gestion spéculative du risque

Daniel Baudru

Maître de Conférences à l'ENSICA

François Morin

Professeur à l'Université de Toulouse I

Introduction

Les marchés des capitaux sont actuellement traversés par une double tendance qui semble se dégager de plus en plus nettement : une tendance à l'homogénéisation des rendements financiers exigibles de la part de certains actionnaires – en l'occurrence les investisseurs institutionnels –, mais aussi une autre tendance, plus lourde et probablement plus inquiétante, qui pousse à l'élévation de ces mêmes rendements. Dans ces conditions, le couple rendement-risque, à qui est associée traditionnellement une relation de proportionnalité entre les risques assumés et les rendements versés, tend à perdre toute signification : la valorisation du risque ne se matérialise plus, et les primes de risque spécifiques disparaissent.

Ne peut-on voir dans ces deux tendances une des causes principales de l'instabilité financière internationale actuelle ?

Le propos qui suit cherche à atteindre deux objectifs. Il s'agit en premier lieu de montrer que les nouvelles techniques financières (principalement la méthode EVA-MVA) qui se propagent actuellement au sein des investisseurs institutionnels⁽¹⁾ et des entreprises sont porteuses et responsables des rendements financiers exigibles élevés. Il s'agit là d'une question centrale, peu abordée et mal comprise.

(1) Le fonds mutuel Oppenheimer qui gère actuellement près de 570 milliards de francs d'actifs financiers déclare ainsi passer tous ses investissements au crible de la méthodologie EVA-MVA (*sources* : Rapport du fonds mutuel Oppenheimer et site www.sternstewart.com).

Il faudra ensuite tirer les conséquences de cette situation entièrement nouvelle sur les comportements des acteurs (firmes et investisseurs institutionnels). On verra que par leur capacité à mobiliser des ressources d'épargne, et notamment d'épargne retraite considérables, les gestionnaires de ces fonds sont en position de force pour transférer, grâce à ces techniques nouvelles, le risque économique attaché à leurs politiques d'investissement. Ces transferts de risque économique se reportent évidemment sur d'autres acteurs, et notamment : les entreprises, les salariés-épargnants, mais aussi dans un autre ordre d'espace économique, les pays émergents.

Cette « gestion spéculative » du risque doit alors s'interpréter comme étant à la racine des déséquilibres fondamentaux que l'on peut observer, depuis quelques temps, sur les marchés monétaires et financiers globalisés.

Le divorce organisé du couple « rendement-risque » : sa mise en œuvre par la nouvelle théorie financière

Depuis une quarantaine d'années, la théorie financière⁽²⁾ a construit un corpus théorique complet, dont la validité et la robustesse ont été à maintes reprises testées. Ce modèle, par définition est un modèle à l'*équilibre*. L'emploi même du terme MÉDAF (Modèle d'*Équilibre Des Actifs Financiers*) en est une illustration. Les modèles d'évaluation des firmes qui en dérivent respectent ces principes et les modes de calcul qui leurs sont liés. La théorie est très largement fondée sur un principe général qui peut être décrit comme étant celui de la relation rentabilité-risque : à un niveau de risque donné, mesuré par la variance des résultats attendus, doit être associé un niveau de rentabilité exigible. Il ne s'agit donc pas d'extraire un maximum de valeur, mais bien de déterminer le « juste » niveau de rémunération associé au risque économique subi par l'investisseur⁽³⁾.

Un premier changement dans les discours et dans les pratiques est d'abord intervenu vers la fin des années quatre-vingt. Ce renouveau, incarné dans des concepts comme ceux de *corporate governance* ou de *shareholder value*, s'est développé par la mise en œuvre de nouveaux outils et de nouvelles techniques financières. Les plus médiatisées de ces techniques sont indiscutablement celles de relution (rachat de titres par la société en vue de leur destruction ultérieure) et de la scission d'entreprise, souvent suivie d'ailleurs d'opérations de concentration et de fusion. Le but commun de cette nouvelle approche est de faire remonter davantage la valeur vers les actionnaires.

(2) Cf. les travaux de Miller et Modigliani (1958), Sharpe (1970) et Markowitz (1959).

(3) Le terme « juste » est classiquement utilisé ici pour bien montrer que l'on se situe ici dans le cadre d'un modèle à l'équilibre.

S'inscrivant dans cette dernière logique, mais finalement allant beaucoup plus loin, une nouvelle méthode d'analyse de la valeur économique s'est très récemment répandue dans le monde des entreprises et des investisseurs institutionnels. Il s'agit de l'*Economic Value Added-Market Value Added* (EVA-MVA), censée représenter une nouvelle mesure de la création de valeur économique par les firmes⁽⁴⁾. Cette méthode, publiée pour la première fois par Stewart (1991), fera d'ailleurs l'objet d'un dépôt de marque par le cabinet Stern et Stewart⁽⁵⁾. Pour Stewart, la méthodologie proposée permet de développer un concept assez proche de celui de cash flow libre (*free cash flow*)⁽⁶⁾, tout en étant beaucoup plus opérationnel⁽⁷⁾.

Certes, la démarche de l'EVA-MVA entend rester s'inscrire dans la mouvance de la théorie financière initiée par des auteurs comme Fruhan (1979) et Rappaport (1986) qui insistent les premiers sur la création de la valeur actionnariale. De même, Stewart revendique-t-il haut et fort son rattachement au corpus développé par la théorie de l'agence : la méthodologie EVA-MVA a en effet, entre autres caractéristiques⁽⁸⁾, pour objectif de faire adopter aux managers un comportement identique à ceux que recherchent les actionnaires. En réalité, cette nouvelle méthode, malgré l'appel à des référents théoriques externes pour la légitimer, représente bel et bien une vraie rupture avec la théorie financière standard ; elle induit une nouvelle vision et gestion du risque économique.

(4) En France, cette méthode se diffuse actuellement très rapidement puisque les plus grandes entreprises l'ont adoptée massivement. Par exemple (et par recouplement de sources diverses), les entreprises suivantes l'ont introduite depuis moins de deux ans : AXA, BNP, CCF, ELF, France Telecom, Lafarge, Schneider, Société Générale, Strafor Facom, Valéo, Vivendi...

(5) Notons qu'en 1994, le Cabinet Mc Kinsey propose une méthodologie similaire nommée *Value Based Management* (VBM) qui ne connaît pas toutefois un développement aussi important, même si elle est aujourd'hui toujours utilisée.

(6) Proposé par Jensen (1986).

(7) Le choix d'analyser cette méthodologie s'explique par le fait que celle-ci est devenue dominante. En effet, aussi bien les investisseurs que les dirigeants de firmes estiment que cette méthode est la plus performante pour supporter le nouveau discours sur la valeur (cf. Albouy (1999) : « Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 81-90, janvier-février).

(8) Cette méthode, avant même de s'imposer aux entreprises, a d'abord été utilisée par les analystes financiers pour déterminer le montant de valeur économique créé par les entreprises. Le Cabinet Stern & Stewart publie ainsi régulièrement les classements des firmes sur les différents marchés à l'aune de ce critère. On peut ainsi noter qu'en France les groupes comme Vivendi qui réalisent en interne un processus de circulation de flux de liquidités présentent une EVA et *a fortiori* une MVA négative (195^e position sur un échantillon de 200 firmes françaises cotées).

La théorie financière standard

Tous les modèles traditionnels de calcul de la valeur de la firme, quelque soit leur degré de sophistication mathématique, reposent sur un principe d'équilibre, celui de la relation rentabilité-risque. Pour la théorie financière, et du fait de l'existence d'un principe d'aversion des agents au risque, l'investisseur doit légitimement obtenir un rendement qui n'est que la contrepartie du risque qu'il subit de façon ultime. La valeur de la firme est alors égale à la valeur actualisée, au taux de rendement exigible, de la séquence des flux de revenus futurs⁽⁹⁾.

Théoriquement, l'investisseur construit une ou plusieurs séquences de flux de revenus futurs dans le cadre d'un modèle souvent à deux temporalités (une période de croissance suivie d'une période infinie de stabilité) auxquelles il accorde une probabilité (subjective) de réalisation. La variation des résultats anticipés autour de leur valeur moyenne permet alors de déterminer, par le calcul de l'écart type, le niveau de risque associé à la projection ainsi construite. Ce niveau de risque calculé permet de fixer, en prenant en compte l'existence d'un actif sans risque⁽¹⁰⁾, l'indicateur de sensibilité et la valeur de l'actif financier. Le degré de confiance dans la validité de la projection ainsi construite est une donnée centrale puisque c'est elle qui, dans le modèle, permet de bâtir l'indicateur de sensibilité affecté aux capitaux de cette firme. Comme cette analyse, faute de mieux, est souvent construite sur la base de données historiques et des informations communes, on comprend mieux l'intérêt attaché à la demande de transparence⁽¹¹⁾ des opérations comptables et financières conduites par les firmes.

En effet, l'indice de sensibilité des fluctuations d'un titre autour de la fluctuation d'un marché (le bêta) n'est égal qu'à la covariance du titre par rapport au marché sur la variance de ce marché. C'est donc le caractère aléatoire des flux de revenus futurs et leur variation autour de la variation des autres titres composant le marché qui forme la base du calcul du taux de rendement qu'est en droit d'attendre l'investisseur. Une relation linéaire simple permet alors, connaissant cette sensibilité, de définir le niveau de rendement exigible d'une action. Ce taux de rendement requis est ainsi la base de l'évaluation des firmes puisqu'il est, par définition, pour une entreprise sans dette, le taux d'actualisation applicable à la valeur espérée des

(9) Cela signifie implicitement que la valeur de la firme est indirectement donnée par la confiance que les investisseurs ont de leurs propres projections puisque c'est la variance des anticipations de revenus futurs qui permet de déterminer le taux de rendement que ces investisseurs sont en droit d'attendre.

(10) La baisse du taux de rendement de cet actif sans risque, le taux long, n'est d'ailleurs pas sans effet, puisque toutes choses égales par ailleurs, une baisse de ce taux de rendement se traduit mécaniquement par une hausse de la valorisation boursière des firmes et donc du niveau du PER observable.

(11) Cette exigence de transparence est au cœur même des différentes chartes de *corporate governance* telle, par exemple, celle développée par le fonds de pension public Calper's.

flux de revenus futurs. Pour une entreprise endettée, c'est le coût moyen pondéré du capital qui est pris en compte reflétant en cela la composition organique des capitaux permanents de l'entreprise. Mais la logique reste la même, les flux de revenus économiques futurs (le *cash flow*) doivent être actualisés au coût des capitaux permanents engagés par la firme.

Toutefois, même si la valeur de la firme est par essence anticipée, il n'en reste pas moins que dans le modèle Miller-Modigliani qui fonde les analyses conduites en terme de valeur, *le risque ultime reste subi par l'investisseur*. En effet, le taux de rendement exigible sur le capital engagé n'est pas une donnée exogène posée comme telle ; il n'est que le résultat d'une appréciation moyenne formée sur la structure et la stabilité des flux de revenus futurs. Qu'une information nouvelle vienne modifier la structure ou l'importance de ces flux et alors, *ipso facto* (en l'absence de phénomènes de frottement), la capitalisation boursière de la société sera modifiée⁽¹²⁾, et le titre se situera sur une nouvelle position reflétant un nouveau couple rentabilité-risque. Dès lors, cela signifie bien que le risque économique est *in fine* bien supporté par l'actionnaire puisque le taux de rendement du capital investi varie en fonction de l'évolution de la structure et de l'importance des flux de *cash flow* futurs.

Finalement, l'analyse du modèle financier classique montre que la valeur de la firme ne dépend que des caractéristiques de son activité économique. Certes, la structure financière en présence de dette et d'imposition joue un rôle dans la formation de ce dégagement de valeur, mais celui-ci n'est que secondaire. Le rendement du capital et la rémunération des investisseurs sont des conséquences des choix économiques engagés par la firme. La rentabilité économique est ainsi à la base du modèle, et le risque économique ultime est subi par l'investisseur-actionnaire. Or, ce sont ces caractéristiques centrales du modèle financier qui sont remises en cause par le développement des techniques de type EVA-MVA.

La nouvelle théorie financière

Un premier point est à noter. La méthodologie de l'EVA-MVA s'inscrit, du moins en apparence, dans le cadre de la théorie financière traditionnelle. Son objet, comme sa méthodologie générale, semblent en respecter les fondements. Cependant, de subtils changements permettent de la dissocier nettement de la théorie standard et de montrer qu'en réalité, elle se traduit par un renversement complet de perspective, assujettissant la performance économique de la firme à une exigence posée *ex ante* de rémunération financière. C'est maintenant cette question cruciale que nous allons approfondir.

(12) Et ceci puisque la séquence des flux de revenus futurs conditionne autant le numérateur que le dénominateur.

Comme son nom l'indique, le modèle est composé de deux parties ; on portera donc notre attention successivement sur les deux termes de la méthode, l'*Economic Value Added* (EVA) d'abord, et la *Market Value Added* (MVA) ensuite.

Même si l'EVA se présente comme une méthode relevant du champ de la théorie financière, elle possède, notons-le, un autre point de départ : un calcul différentiel entre deux grandeurs, le flux de liquidité dégagé sur l'actif économique d'un côté, et le flux de liquidités nécessaires à la rémunération des apporteurs de capitaux de l'autre. De ce point de vue, la méthode EVA ne s'inscrit déjà plus dans la tradition des analyses fondées sur le principe d'égalité des valeurs actuelles. La méthode EVA ne respecte pas ainsi les principes d'un modèle à l'équilibre. Elle apparaît davantage liée aux analyses économiques tendant à faire apparaître une grandeur économique résiduelle, comme par exemple les cash flow libres. Son but est donc de faire émerger, non pas la valeur de marché de la firme, mais bien la valeur supplémentaire créée par l'entreprise par rapport au niveau de rendement exigible à l'équilibre. Par le calcul de l'EVA, l'analyste cherche donc à déterminer la survaleur économique dégagée par l'entreprise. C'est donc une théorie du déséquilibre.

Examinons alors le calcul différentiel. L'estimation du premier terme, le revenu obtenu sur l'actif économique, ne pose pas en soi de difficultés particulières. La méthode EVA n'innove en aucune manière à ce niveau⁽¹³⁾. Le changement se situe exclusivement sur le plan de la détermination des flux de liquidités nécessaires à la rémunération des apporteurs de capitaux. Par nature, ceux-ci sont calculés par application du coût de la ressource à son montant.

Par définition, le coût des dettes est une donnée exogène au modèle ; elle est posée et observée comme telle. Le montant du flux de liquidités nécessaire est donc, comme dans tout modèle financier, parfaitement déterminé.

La première nouveauté introduite par la méthode se situe sur le plan de la valorisation des capitaux propres et des hypothèses sous-jacentes à son emploi. Dans le cadre du modèle financier classique, le calcul du coût des capitaux propres est déterminé sur la base d'un *équilibre bilantiel en valeur de marché*. Cette méthodologie est d'ailleurs la seule qui soit théoriquement acceptable et qui permette d'approximer la valeur du coût des capitaux propres. Fort logiquement, l'EVA reprend à son compte ce mode de détermination du coût des capitaux propres. Dès lors, le flux de valeur transférable aux actionnaires s'obtient par application du taux de rendement exigible à la valeur de marché des capitaux. Jusque là, rien à dire.

(13) La méthode EVA détermine d'abord l'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) assimilable au résultat d'exploitation (hors amortissement du goodwill) puis le NOPAT, assimilable au résultat d'exploitation net d'impôt.

Mais la suite devient problématique : dans le modèle EVA en effet, les capitaux propres ne sont pas valorisés à leur valeur de marché⁽¹⁴⁾, mais en *valeur ajustée*, c'est-à-dire à la valeur réelle des émissions réalisées⁽¹⁵⁾. Cela signifie par conséquent que le coût des capitaux propres, calculé correctement sur la base de la valeur de marché⁽¹⁶⁾, va être appliqué à une grandeur de nature différente ! Ce choix méthodologique induit alors le non respect du principe d'équilibre bilantiel, sauf à considérer que valeur ajustée et valeur de marché des capitaux propres de la firme sont identiques⁽¹⁷⁾. De ce fait, l'EVA sort du cadre général dans laquelle on pouvait légitimement la considérer en prime abord. Le calcul de l'*Economic Value Added* ne respecte plus le fondement de toute la théorie financière : la notion d'équilibre.

En second lieu, dans le modèle de l'EVA, le rendement du capital est posé comme une donnée externe, *exogène au modèle*, que l'entreprise doit impérativement atteindre. Certes, son mode de calcul est réalisé sur les bases même du modèle financier. Mais ce taux d'actualisation est appliqué au montant des capitaux propres en valeur ajustée afin de déterminer *la valeur minimale* qu'est en droit d'attendre l'investisseur qui détient ces titres⁽¹⁸⁾. On obtient ainsi le seuil de valeur que doit absolument dégager l'entreprise, en fonction du coût des ressources qu'elle consomme pour mettre en œuvre son processus de production.

En théorie, une égalité est envisageable entre la méthodologie EVA et la théorie financière standard. Si on pose, et cela est une hypothèse contestable, que les capitaux propres en valeur ajustée et en valeur de marché sont identiques, alors, lorsque l'EVA est nulle, le rendement de l'actif est égal au coût des ressources engagées. On retrouve ainsi le principe d'équilibre. Mais justement, et comme cela est précisé par l'auteur de la méthode, Stewart (1991), le but est de permettre l'émergence d'EVA positives. Le classement des firmes est d'ailleurs réalisé sur cette base. Il s'ensuit que le prin-

(14) Dans le modèle financier, le respect du principe d'égalité des valeurs bilantielles introduit nécessairement un calcul de la valeur des capitaux propres en valeur de marché donc finalement une appréciation correspondant à la capitalisation boursière de la dite firme, conséquence logique de l'existence d'un modèle supposé à l'équilibre.

(15) On ajoute ainsi à la valeur des capitaux propres comptables, la valeur brute des primes d'émissions dont a bénéficié la firme sur l'ensemble de la période.

(16) Il ne peut d'ailleurs en être autrement puisque la méthodologie financière classique est la seule voie d'approche du coût des capitaux propres.

(17) Cette identité n'a aucune raison d'être effective puisque la valeur de marché reflète en un instant (t) la valeur des opportunités de croissance portant sur l'ensemble des capitaux, alors que la valeur ajustée correspond à la somme d'anticipations de croissance réalisées sur des fractions de capital à des dates distinctes.

(18) N'oublions pas à ce titre que la fixation du taux de rendement minimal requis par les investisseurs est souvent une fonction des indices de sensibilité de secteur (bêta sectoriel). Il existe donc une forme de congruence des anticipations des investisseurs qui les conduit, pour des entreprises exerçant des activités similaires, à exiger des taux de rendement eux aussi similaires.

cipe d'équilibre n'est pas le fondement de la méthode EVA. L'équilibre, c'est-à-dire une EVA nulle n'est qu'un résultat, non souhaité, qui ne peut se réaliser que dans des circonstances exceptionnelles.

Le renversement de perspective est ici total. Le coût des ressources est désormais considéré comme le seuil minimal à obtenir. La rentabilité de l'actif économique générée par la firme doit donc couvrir au minimum l'exigence de dégagement de valeur prédéterminée⁽¹⁹⁾. Dès lors, l'*Economic Value Added* représente très clairement l'excédent de valeur dégagé par l'entreprise à travers son activité.

L'impact de la méthode est alors énorme. Le calcul signifie que le niveau du rendement financier est devenu le fondement du modèle. La rentabilité économique obtenu sur l'actif doit, en conséquence, s'ajuster sur l'objectif de rentabilité financière. La rentabilité économique dégagée par la firme n'est définitivement plus la base du modèle. Elle est désormais le résultat que doit atteindre l'entreprise en fonction du niveau de rémunération financier exigé. Le renversement de logique par rapport au modèle financier classique est alors complet. Ici, la valeur de la firme n'est plus donnée *in fine* par la séquence des flux de liquidité. La valeur, telle qu'elle est mesurée par l'*Economic Value Added*, est déterminée par le niveau d'exigence financière liée à la composition du passif financier⁽²⁰⁾. Dans le mode de calcul de l'EVA, la variable d'ajustement du modèle n'est plus la valorisation de la société, mais bien le rendement de l'actif économique géré par cette firme. En un mot, dans cette méthodologie de calcul de la valeur économique dégagée par la firme, le risque économique est conceptuellement et implicitement transféré de l'investisseur vers la firme.

Le transfert du risque économique et la création d'une forme avérée d'obligation de résultat s'observent encore plus aisément lorsque l'on aborde la seconde séquence de la méthode, à savoir le calcul de la *Market Value Added* (MVA). Celle-ci est, par définition, la valeur actualisée au coût moyen pondéré des capitaux des flux d'*Economic Value Added* anticipés. La *Market Value Added* est donc l'équivalent présent et certain des flux d'EVA futurs anticipés. La MVA représente donc la *survaleur économique*, au sens de l'*Economic Value Added*, issue de l'action de l'entreprise. Elle devient donc théoriquement transférable aux investisseurs. L'entreprise n'a, dans

(19) Cette conclusion est sur le plan théorique très intéressante, puisqu'elle remet en cause, sur le plan conceptuel, le caractère résiduel du revenu obtenu par l'actionnaire. Comme nous le montrons, non seulement l'exigence mais aussi l'obtention du revenu peuvent être réalisées *ex ante*.

(20) Notons toutefois que cette exigence de rentabilité des capitaux reste marquée par la structure et l'importance des cash flow. Mais comme cela a été aussi souligné, la détermination du bêta de l'entreprise n'est pas réalisée sur la seule base de la séquence anticipée du cash développée par l'entreprise. La prise en compte du risque du secteur d'activité et de la zone géographique importe aussi. Le bêta d'une entreprise quelconque est donc souvent corrélé au bêta du secteur auquel elle est liée. Les taux de rendement sur capitaux propres des entreprises d'un même secteur sont donc liés et dépendants.

la logique de ce nouveau modèle, aucune raison de conserver une valeur économique supérieure à celle qui lui est nécessaire pour financer son activité. Toutefois, et voici le point décisif, le versement immédiat de la MVA ou d'une fraction de celle-ci *conduit l'entreprise à assumer le risque économique en lieu et place de l'investisseur*.

En effet, admettons que l'investisseur obtienne le paiement partiel ou total de la MVA. Dans ces conditions, l'entreprise sera contrainte dans son comportement et devra obligatoirement atteindre les niveaux d'*Economic Value Added* anticipés. Le versement de la MVA se traduira, au moins partiellement, par l'affectation d'une part de son actif liquide vers les actionnaires. Cette contrainte, assimilable à une obligation de résultat, impose donc à la firme d'agir sur l'efficacité de son actif économique. Le risque économique de non-réalisation des flux espérés est, dans cette hypothèse, complètement supporté par la firme puisque l'investisseur, par le biais de la MVA, obtient aujourd'hui le versement de revenus correspondant aux flux futurs anticipés.

Cette hypothèse est-elle purement théorique ? À l'évidence, non. Car si le calcul des valeurs est toujours réalisé *ex ante*, le versement des revenus qui, dans le modèle standard se réalisait *ex post*, peut survenir, désormais, *ex ante*. Cette faculté, théoriquement ouverte aux investisseurs pour peu qu'ils aient les moyens de peser sur les décisions d'affectation de la firme, ouvre la voie à de nouvelles pratiques de relations avec les firmes et surtout favorise les transferts de risques ainsi que leur découplage par rapport aux rendements financiers. Ainsi se met en place une logique inévitable : la tendance planétaire à l'homogénéisation des rendements financiers exigibles. Cette tendance est à l'origine de l'élimination du risque dans les principes de gestion des investisseurs institutionnels. En conséquence, le risque ultime est transféré sur l'entreprise ou sur les partenaires de l'entreprise.

Une seconde conséquence peut aussi être analysée. Il n'existe plus de relation entre le niveau de risque subi par l'investisseur et le niveau de rentabilité perçu. Le niveau de l'EVA et de la MVA qui représentent le revenu excédentaire que la firme dégage, présente les caractéristiques d'un revenu marginal supplémentaire qui se situe au-delà du niveau d'équilibre standard. Le niveau de rendement exigible et perçu (y compris *ex ante*) par l'actionnaire sera donc logiquement supérieur à celui qu'il est en droit d'exiger. Il s'ensuit alors une conséquence fondamentale, *les niveaux de risque et de rendement sont nécessairement déconnectés*. En l'absence de la contrainte d'équilibre, le niveau de rendement exigible peut s'élever sans limites. *Le niveau de rendement exigible et perçu est de ce fait relié aux seules capacités de pression que la structure actionnariale est capable de faire peser sur la firme*. L'élévation des niveaux de rentabilité constatée récemment sur les marchés est ainsi une conséquence logique de la mise en place de ces nouvelles normes de gestion financière. Elle est d'ailleurs associée au développement de l'institutionnalisation du capitalisme, nouvelle forme de d'intermédiation financière par les marchés.

Cette croissance du niveau de rentabilité, au-delà du niveau d'équilibre crée aussi un transfert de ressources des autres partenaires de la firme vers les actionnaires. Une des conséquences envisageables est alors la rupture des contrats implicites liant la firme à ses salariés. La formation de quasi rentes de long terme est ainsi bloquée et la valeur globale de la firme réduite puisque celle-ci n'est pas réductible comme l'ont montré Cornell et Shapiro (1987) à la seule valeur des capitaux propres⁽²¹⁾.

Les transferts de risque impulsés par la *shareholder value* : la responsabilité très limitée des nouveaux gestionnaires de fonds

Le développement de la méthode EVA-MVA place au centre du dispositif de gestion et d'organisation de la firme le rendement requis par les actionnaires. La variable d'ajustement devient, dans ce nouvel environnement, le rendement économique dégagé par la firme. Par cette logique, le risque économique de non réalisation des anticipations de revenus futurs, ou plus exactement d'EVA futures, est reporté non sur les actionnaires mais bien sur la firme. À l'inverse, les investisseurs institutionnels, principaux initiateurs et propagateurs de la méthode, voient leur gestion considérablement simplifiée. Leurs exigences de rentabilité, sans aucune prise de risques, deviennent des principes indiscutés de leur présence actionnariale dans le capital des firmes. Ces exigences se transforment ainsi en une norme applicable à l'échelle internationale.

Par leurs poids financiers devenus considérables, ces gestionnaires ont désormais la capacité d'organiser systématiquement les transferts de risques, au moins dans trois directions : vers les entreprises, vers les salariés-épargnants, mais aussi vers les pays émergents.

Les transferts de risque vers les entreprises

On sait que la firme, dans le cadre de la nouvelle théorie financière (celle de l'EVA-MVA), assume dorénavant le risque économique. Elle est confrontée à une véritable obligation de résultat, celle de réaliser le niveau d'EVA anticipé par les investisseurs institutionnels, dans leur calcul de la MVA. La transformation de cette obligation, qui auparavant n'était que de moyen puisque l'investisseur assumait *in fine* le risque, a forcément des répercussions sur le comportement des firmes.

(21) Charreaux (1997) montre aussi qu'il n'existe pas d'égalité entre ces deux valeurs (celle de la firme et de ses capitaux propres) et souligne qu'un excès de transfert de valeur vers les actionnaires se traduit, même si cela n'est pas aisément calculable par une perte de valeur globale de la firme.

L'internalisation de cette contrainte se traduit aussi bien sur le plan :

- de la gestion des actifs ;
- de la composition organique du passif ;
- des mécanismes de réallocation financière des flux dégagés par l'activité de l'entreprise ;
- et enfin du comportement actionnarial de certains investisseurs.

Examinons en premier lieu les conséquences sur la gestion des activités. L'obligation de résultat entraîne d'abord une *politique d'investissement* correspondant au niveau d'anticipation des revenus qui ont servi de base au calcul de la *Market Value Added*. La firme doit donc plier sa politique d'investissement à celle anticipée par les investisseurs, situation qui renforce encore l'exigence de transparence mutuelle entre investisseurs et dirigeants de la firme. Mais pour autant, cette exigence de transparence et le report du risque sur l'entreprise ne doit pas se traduire pas par une baisse d'exigence sur le taux de retour sur investissement. Dès lors, l'entreprise n'a que deux solutions pour parvenir à répondre à cette contrainte ; soit elle parvient à transférer tout ou partie du risque économique vers ses partenaires, soit elle parvient à stabiliser voire à accroître sa rentabilité économique.

Sur la capacité de transfert des risques quelques pistes peuvent être ici évoquées. Parmi les plus importantes, notons : le *développement des réseaux de firmes*, celui du *partenariat*, l'*externalisation des tâches non critiques*⁽²²⁾. Il faut également ajouter, en interne, toutes les pratiques liées à la *flexibilisation de l'organisation* du travail et à la *précarisation de l'emploi* ; elles apparaissent clairement aujourd'hui comme autant de procédés de transfert de risques vers le travail salarié.

Mais on mettra ici plus particulièrement l'accent sur les *stratégies de concentration* par secteurs d'activité qui sont actuellement en développement rapide. En effet, ces stratégies ont pour principale conséquence d'accroître le niveau de rentabilité économique.

Les études *Profit Impact Market Strategies* (PIMS) ont montré, dès le milieu des années soixante-dix, qu'il existe une corrélation positive entre la part de marché détenue par un acteur et le taux de retour sur investissement obtenu. Plus la part de marché captée par l'entreprise est élevée, plus le retour sur investissement est lui-même élevé. En effet une part de marché élargie permet la mise en œuvre d'économies d'échelles ou de champs substantielles. En outre, la détention d'une part de marché fait bénéficier l'entreprise de l'effet d'expérience qui mesure une baisse du coût unitaire d'un certain pourcentage constant, à chaque doublement du

(22) On pense ici au transfert organisé par des groupes pétroliers comme BP, Mobil ou Saga Petroleum qui ont externalisé leur système administratif et comptable, voire à Shell qui a réalisé la même opération en partenariat avec Ernst & Young.

nombre d'unités cumulées produites. Cette baisse est certes variable selon les secteurs d'activités concernés, mais en aucun cas le taux de pente de cette droite n'est inférieur à 20 %. Le processus de concentration se traduit, après les efforts de restructuration, par un gain économique certain⁽²³⁾ permettant de répondre à la contrainte actionnariale. Cette relation est donc celle qui permet d'expliquer, au moins partiellement, le phénomène de concentration auquel fait face actuellement nombre de secteurs mondialisés (aéronautique, énergie, chimie, pharmacie...).

Les politiques associées au transfert de risque ont donc pour principale conséquence une répartition différente des droits des différents partenaires de la firme. Le primat de l'actionnaire rend difficile la formation de quasi-rentes de long terme que ce soit dans la politique de gestion des ressources humaines (flexibilisation de la main d'œuvre) ou par le maintien de relations de partenariat vertical⁽²⁴⁾. La croissance de la valeur pour l'actionnaire n'induit donc pas nécessairement une croissance de la valeur globale de la firme, Charreaux (1997).

Sur le plan financier, l'exigence de telles normes de gestion et de rentabilité impose, si le niveau de rentabilité économique ne s'accroît pas au rythme exigé, de recourir à l'effet de levier.

Aux États-Unis, l'effet des politiques de levier sur le niveau d'endettement des agents financiers et non financiers de l'économie est ainsi loin d'être négligeable. Le volume des dettes obligataires nouvelles est ainsi en progression forte. Il est passé de 571 milliards de dollars en 1995 à 1 104 milliards de dollars en 1997. Dans le même temps, la contribution de la dette obligataire au financement de la FBCF passait d'une valeur moyenne sur la période 1992-1995 de 42,3 % à une valeur de 100 % sur la période 1996-1997.

Une aussi forte croissance de la demande de fonds par le secteur privé domestique montre que l'endettement obligataire remplit bien d'autres fonctions que celle de financement. La note de conjoncture de Paribas (janvier 1999) nous fournit une première explication. L'endettement s'explique pour partie par la politique de rachat de titres par les sociétés. En effet, les sociétés américaines ont racheté en 1997 pour 110 milliards de capitaux propres, qui les ont conduit à emprunter une valeur trois fois supérieure (dont une grande partie par emprunt obligataire). Cette situation a alors une double incidence.

(23) Comme la plupart de ces concentrations se déroulent sous la forme de fusions ou d'Offres publiques d'échange, elles ne se traduisent pas par des sorties de liquidités. Elles n'obéissent donc pas la part de liquidité que les actionnaires sont en droit d'exiger. En outre, elles offrent à terme des potentialités de croissance de la valeur actionnariale, du fait des effets économiques attendus.

(24) L'analyse de l'émergence de ces quasi-rentes est particulièrement développée chez Aoki (1994). Elle est aussi présente dans les travaux de Sheard (1989 et 1994) qui montrent comment une politique de gestion des ressources humaines visant à accroître les compétences spécifiques des salariés sur le long terme et dans un modèle à double temporalité permettent d'accroître la richesse disponible sur le long terme.

Premièrement le financement par les capitaux propres drainés sur le marché est faible. Certes, les firmes américaines ont levé 214 milliards sur le marché (19,4 % de la FBCF), mais en rachetant pour 110 milliards de leurs propres capitaux on peut considérer que le flux net n'a été que de 104 milliards soit 9,4 % de la FBCF. L'apport du marché primaire à l'investissement est donc historiquement faible.

Deuxièmement, il montre que les agents économiques américains jouent effectivement sur le levier financier pour assurer les taux de rendement requis par les exigences des investisseurs institutionnels. En effet, il apparaît difficilement soutenable d'obtenir sur le long terme les taux de rendement exigible sur le seul plan économique (20 % en moyenne).

Une solution qui apparaît complémentaire à celles que nous avons déjà explorées consiste par conséquent à jouer sur le levier financier, en accroissant le stock de dette. Cette croissance tend à déformer la composition du capital des sociétés en accroissant la part relative des capitaux empruntés. Toutefois celle-ci ne transparaît pas directement dans le taux d'endettement des agents puisque celui-ci est mesuré en valeur de marché. Il suffit donc que la croissance (due à l'effet prix) des capitaux propres soit au moins égale à la croissance du stock de dettes. Dans ces conditions, l'endettement supplémentaire peut permettre de jouer sur l'effet de levier sans qu'il ne se traduise, à court terme et tant que les cours progressent, par une croissance du risque financier.

On constate alors une croissance spéculative des cours qui tend à déformer la relation rentabilité risque par l'obtention d'une rentabilité élevée alors que le niveau de risque reste dans des zones acceptables.

Le raisonnement précédent permet alors d'expliquer l'effet de domination de la bourse américaine, entre autres, sur le plan de la valeur du couple rentabilité risque. Elle fournit un premier élément de compréhension des désajustements observés sur les marchés émergents⁽²⁵⁾. Cette situation introduit alors sur l'ensemble des marchés un risque systémique élevé puisque la soutenabilité à long terme de tels dispositifs ne repose *in fine* que sur la croissance de la valeur boursière des titres. Elle est donc particulièrement aléatoire et risquée, surtout en cas de retournement de la conjoncture⁽²⁶⁾.

(25) Par définition le risque souverain d'un pays émergent est bien plus élevé que celui applicable aux États-Unis. Il en résulte une exigence de rentabilité plus forte qui ne peut être mise en œuvre que par un jeu sur l'effet de levier encore plus important.

(26) En effet, dans ce cas précis, la diminution des espérances de profit futur se traduit dans une baisse des cours, par une croissance forte du taux d'endettement, toutes choses égales par ailleurs. Pour parer au risque de faillite, les firmes compriment alors leur taux d'endettement (remboursement anticipé) et enclenchent alors un processus qui accroît le risque de récession.

Sur le plan de la gestion des liquidités issues de l'activité de la firme, la présence croissante des investisseurs institutionnels permet aussi d'expliquer le développement des pratiques de *scission de firmes*. Cette technique consiste à isoler et à coter, dans des structures juridiques distinctes et spécialisées, les différentes activités des firmes. Elle permet d'identifier les activités qui apportent de la valeur de celles qui, aujourd'hui, en consomment, mais sont potentiellement rentables. Cette transparence accrue laisse aux investisseurs institutionnels le pouvoir de gestion de la circulation des flux de liquidités et de valeurs économiques entre les différentes entreprises et activités.

Approfondissons ce point. On doit observer que la mise en place des mécanismes de type EVA-MVA⁽²⁷⁾ favorise une *externalisation de la gestion des flux de liquidités* par le biais de mécanismes de marché.

En effet, dans le modèle de comportement stratégique standard, les activités à revenu ou cash flow libre⁽²⁸⁾ excédentaires servent à financer le développement des activités, certes prometteuses, mais qui actuellement sont consommatrices nettes de cash flow libres. Toujours dans le cadre de ce modèle de comportement stratégique, le pouvoir de la direction est, par nature, celui de l'affectation de ces liquidités. Il traduit, en définitive, la capacité de décider des axes de développements futurs.

Il en va très différemment dans le modèle de la MVA. Le transfert partiel ou total de la survaleur vers les actionnaires (ou investisseurs) *dépose-sède les dirigeants du pouvoir d'affectation des ressources excédentaires* que l'entreprise a pu dégager. La ré-affectation des fruits de l'action de l'entreprise est transférée, dans ces conditions tout à fait nouvelles, de l'entreprise vers les actionnaires. Les investisseurs institutionnels peuvent alors utiliser la valeur ainsi délivrée pour financer, en fonds propres, les entreprises à EVA négative, mais à rentabilité potentielle forte, cotées dans des structures juridiques distinctes. L'allocation des ressources générées par l'activité de l'entreprise échappe donc aux équipes dirigeantes, pour transiter par des mécanismes de marché financier.

Les investisseurs, par le biais des techniques financières associées au nouveau mode de calcul de la valeur de la firme, proposent donc implicitement un nouveau mode de gestion des flux de liquidité et des valeurs économiques. Celui-ci suppose que les flux dégagés par l'activité de l'entreprise soient externalisés et gérés par des mécanismes de marché, dont les vecteurs intermédiaires sont les investisseurs institutionnels. Le marché financier devient donc le mode principal de ré-allocation financière, et les investisseurs institutionnels en sont les vecteurs centraux.

(27) Le terme EVA-MVA est ici pris dans une acception très large. Il recouvre la méthodologie en elle-même ainsi que les techniques financières de remontée de la valeur vers les actionnaires telles que la scission d'entreprise et la relution.

(28) La notion d'*Economic Value Added* n'est pas directement assimilable à celle de cash flow libre. Toutefois comme le cash flow libre, l'EVA représente une grandeur économique théoriquement libre de toute affectation, puisque logiquement la firme enregistre dans ses dotations aux amortissements la valeur nécessaire au maintien de son activité. L'amortissement couvre logiquement la perte de valeur des immobilisations.

Si l'on retient, à titre illustratif, le secteur aéronautique américain, le degré de participation des investisseurs institutionnels dans les principaux groupes révèle un taux de détention nettement supérieur à la moyenne de détention observée sur le marché. Fidelity par exemple possède 8,71 % du capital du groupe Raytheon (premier actionnaire). Cette concentration des actifs financiers donne alors à ces investisseurs les moyens d'exiger le versement de l'EVA. Ils s'inscrivent donc dans une politique qui répond aux seuls principes de la *shareholder value*, quelque soit finalement le type d'entreprises dans lesquelles, ils interviennent en fonds propres.

La détention des parts détenues par les investisseurs institutionnels (II) dans le capital des firmes aéronautiques

	Boeing	Lookheed	Raytheon	UT
Dix premiers II	18,58	59,85	41,07	29,37
Total des II	50,71	98,10	93,75	71,63

Sources : Données CDA Spectrum et Sisife, septembre 1997.

Sur ce secteur, on est confronté, au moins sur le marché américain, à une véritable concentration des investisseurs institutionnels dans les structures actionnaires. Cette présence leur permet, puisqu'ils ont tous un comportement identique, d'exiger le versement de la valeur économique dégagée par l'entreprise. Il est donc légitime d'agréger leurs participations, comme nous le proposons dans le tableau ci-dessus.

Les investisseurs institutionnels appliquent ainsi strictement les mécanismes de *shareholder value*⁽²⁹⁾ à un secteur d'activité qui présente plutôt les caractéristiques d'une industrie où le financement par dette et les mécanismes de gouvernance qui en découlent semblent les plus efficaces, selon les classifications établies par Porter (1992) et Allen (1993). Dans ces conditions, il est évident que le système de gouvernance qu'impulsent les investisseurs dans les groupes américains ne permet pas aujourd'hui de fonder les bases d'un nouveau régime de croissance dont la stabilité pourrait être garantie.

Enfin, il faut regarder l'impact de la présence de ces investisseurs particuliers sur la communauté des actionnaires. En effet, si une entreprise ne parvient pas à atteindre le niveau d'EVA ou de MVA anticipé, les investisseurs institutionnels se retirent, provoquant ainsi une baisse des cours qui nuit à la communauté des actionnaires. Notons toutefois que si une telle

(29) Notons que les investisseurs ici présents ont tous pour objet de « surperformer » le marché. Ce sont tous des gestionnaires de fonds DC qui appliquent les principes de gestion tirés de la méthodologie *Economic Value Added* (EVA).

situation se produit les actionnaires auront tous déjà encaissé la MVA. Ils auront donc bénéficié *ex ante* des résultats anticipés. Mais les investisseurs les plus mobiles – ceux qui font tourner leur portefeuille rapidement – seront beaucoup moins affectés que les autres en raison des réflexes avec lesquels ils peuvent réagir à la moindre alerte.

Dès lors, on doit porter son attention sur les vitesses de rotation de portefeuille des différents investisseurs. Les gestionnaires pour le compte de tiers, du fait même des principes d'évaluation de leur performance (tous les trois mois) sont les investisseurs qui font tourner leur portefeuille le plus vite. Ils sont donc capables de réduire le coût d'opportunité lié à la non réalisation de la MVA attendue. En revanche, les investisseurs individuels, contraints par des coûts de transaction relativement élevés⁽³⁰⁾, ne sont pas en mesure de réaliser une telle rotation de leur portefeuille. Leur incapacité à saisir rapidement les opportunités de placement et (ou) à réduire les coûts d'opportunité est d'ailleurs un des facteurs qui contribuent à expliquer le basculement de la détention directe des titres par les ménages américains au profit des mécanismes d'intermédiation que représentent les investisseurs institutionnels.

Les transferts de risque vers les salariés-épargnants

Avec cette réintermédiation, la dynamique d'institutionnalisation du capitalisme se développe essentiellement par le biais de mécanismes de gestion collective qui drainent l'épargne vers les marchés. Les acteurs de cette gestion collective tendent à être de plus en plus des gestionnaires pour le compte de tiers (*mutual funds*) ; et, aujourd'hui, ces tiers sont essentiellement des fonds de pension. Les placements réalisés par ces investisseurs s'effectuent désormais majoritairement, même aux États-Unis, en actions.

L'observation des marchés montre que tous les investisseurs qui détiennent des fractions de capital significatives sont des gestionnaires pour le compte de tiers, ceux dont précisément la part est sans cesse croissante depuis quelques années. Ces gestionnaires ne sont pas directement les collecteurs de fonds. Ils gèrent des fonds qui ont été mutualisés par le mécanisme des fonds de pension et plus spécifiquement par les fonds de type DC. En effet, dans les fonds dits à contributions définies, correspondant à l'amendement 401k, le trust du fond n'a pas le pouvoir de gestion des sommes collectées. Outre la collecte des fonds, la réglementation lui impose en effet de ne jouer qu'un seul autre rôle, celui de choisir les différents gestionnaires qui auront le droit de présenter leurs produits aux cotisants. Le choix de ces opérateurs s'effectue sur la base du *critère de performance financière de ces gestionnaires*. Le trust du fonds en regroupant et en choi-

(30) Même si ces coûts sont des coûts fixes. En effet sur un volume de titres réduit, le coût fixe de gestion de la ligne peut annuler tout gain à la rotation du portefeuille alors que ce coût est négligeable pour un investisseur institutionnel.

sissant les gestionnaires joue donc le rôle du commissaire priseur dans la figure du marché⁽³¹⁾. Il s'ensuit que l'on a, par ce biais, institutionnellement créé un *marché concurrentiel de la gestion des produits d'épargne longue*.

Dans les fonds DC de type 401k, *le risque du placement est finalement supporté par le cotisant*, c'est-à-dire le salarié qui verse une partie de son épargne pour la retraite. Seul le montant de la cotisation est en effet déterminé au moment du premier versement, alors que le montant de la pension n'est qu'une fonction de l'efficacité des placements. Il n'existe aucune obligation de résultat, mais plus simplement une obligation de moyen pour le trust : sélectionner les meilleurs gestionnaires. Dès lors, le choix des gestionnaires, par le gérant du trust s'effectuera logiquement sur la prise en compte du seul critère de performance financière des placements. Le mécanisme concurrentiel créé et la nature même des fonds DC conduisent donc à la recherche d'une plus grande performance financière. Comme l'industrie est très émiettée, la concurrence entre institutions financières s'avère particulièrement féroce. Elle se traduit par la recherche de rendements financiers les plus élevés possibles. Elle explique également que la composition des portefeuilles évolue vers une dominante « action » afin de bénéficier de la prime de risque de marché⁽³²⁾. Cette donnée structurelle pousse les fonds mutuels à mettre en œuvre des politiques caractérisées par l'obtention de couples rentabilité-risque les plus élevés possibles ; de ce fait, leur politique de placement est plus agressive. Elle consiste en une démarche plus ciblée, cherchant à « surperformer » l'indice⁽³³⁾.

Avec ce double mécanisme de report des risques, du côté du passif sur les salariés-retraités, et du côté de l'actif sur les entreprises, les gestionnaires de fonds de pension (de type DC) représentent un nouveau type de capitalisme que l'on peut appeler « institutionnel ». Ces nouveaux « inter-

(31) En outre, la concentration des offres de services et leur mise en concurrence par le trust du fonds permet théoriquement de réduire l'asymétrie informationnelle puisque le trust peut lui-même se faire conseiller (si le calcul économique lui montre que cela est justifié) par des cabinets spécialisés dans le choix des opérateurs. Le Cabinet Nelson est, aux États-Unis, leader dans ce domaine.

(32) Historiquement, l'existence de la prime de marché permet aux actions d'offrir un rendement plus élevé que l'ensemble des autres formes de placement financier même si le taux réel dégagé sur quinze ans ne permet en moyenne d'obtenir qu'un rendement réel de 6 % (base données 1970). Il est toutefois évident que si on prend une période plus récente, l'évolution des marchés financiers permet d'obtenir des rendements plus élevés.

(33) Il ne faut pas englober dans un même moule institutionnel tous les investisseurs anglo-saxons. Rappelons en effet que dans les fonds de type DB (fonds à prestations définies) qu'ils soient publics ou privés, l'abondement au fonds est essentiellement le fait de l'employeur et que le risque financier est donc entièrement assumé par le *trustee* (couvert par l'entreprise). Celui-ci doit remplir alors une obligation de résultat. Il en découle des mécanismes de financement qui donnent le primat, sur le long terme, à des politiques de placement prudentielles. Le placement de ce type de fonds est donc par nature assez marqué par sa composante obligataire. Il l'est aussi par une politique de placement en actions visant à minimiser, au travers des techniques de gestion de portefeuille, le risque spécifique à chaque titre ou à chaque marché sur lequel le fonds intervient.

médiaires » financiers, en raison de leurs poids et des rapports de force qu'ils ont su imposer, deviennent les véritables maîtres de la valorisation financière des capitaux et de leur affectation. Par l'introduction de nouvelles normes dans le fonctionnement des entreprises, ils apparaissent de plus en plus comme les vecteurs d'un nouveau modèle de capitalisme : un « capitalisme institutionnel » à la recherche de *shareholder value* transférable sans véritable prise de risque de leur part.

Les transferts de risque vers les pays émergents

Il est un autre domaine dans lequel les investisseurs institutionnels ont fortement imprimé la marque de leur action, c'est celui des investissements financiers internationaux en direction notamment des pays émergents.

Dans ces pays, les mouvements de capitaux financiers ont été très volumineux ces dernières années, du moins tant que la crise asiatique ne fut pas ouvertement déclarée. À côté du rôle joué par les banques internationales, on sait que les entrées de capitaux ont été largement impulsées par les grands investisseurs institutionnels. Poussés par leurs mandants à rechercher les meilleures rentabilités financières selon la norme internationale que nous avons décrite précédemment, ces investisseurs n'ont pas vraiment pris conscience de la sous-évaluation systématique du risque spécifique pris en investissant massivement dans des pays certes en voie de développement rapide mais dont les assises sont également fragiles.

En effet, le risque-pays augmente de façon croissante avec la multiplication du nombre des investissements financés (au contraire, sur les marchés financiers développés, il y a en général surestimation du risque car les entreprises sont en général beaucoup moins vulnérables et faiblement exposées aux aléas). Une offre de financement excessivement abondante conduit par conséquent à des surinvestissements, gênant, à terme, leur rentabilité ; de plus, les difficultés deviennent particulièrement élevées dans les pays émergents lorsqu'il s'agit de valoriser de façon stable les actifs financiers, comme les actions par exemple.

Plus qu'ailleurs en effet, les marchés financiers sont, dans ces pays, caractérisés par des dynamiques cumulatives qui peuvent jouer négativement en raison du lien anormal entre le rendement et le risque, et qui se traduisent par la perte de confiance dans la rationalité du marché et par la volatilité des comportements. À ces facteurs qui se combinent, s'ajoute également l'absence de régulation prudentielle (en matière de capitaux propres ou de diversification) qui pourrait encadrer la gestion de ces grands investisseurs financiers.

Il faut enfin noter que les effets de congruence ne jouent aucunement dans ces différents pays. Lorsque la crise financière éclate, on ne peut en effet que constater la fuite, à l'étranger, des capitaux financiers qui avaient une origine externe. Le risque lié à ces déplacements est alors essentiellement subi par ces pays avec les conséquences que l'on connaît en matière

de faillites bancaires et industrielles, entraînant à leur tour des chocs salariaux et sociaux souvent de grande ampleur.

En conclusion, on doit rappeler que la tendance planétaire à l’élévation des rendements financiers exigibles découle directement de la concurrence exacerbée des gestionnaires de fonds à collecter la ressource (organisation concurrentielle du marché de la gestion et finalement gestion short-termiste d’une épargne longue) ; tandis que la tendance à l’égalisation de ces mêmes taux résulte du refus des investisseurs institutionnels d’assumer la réalité des risques liés à leur activité de placement, en reportant ces risques sur d’autres acteurs, en particulier les salariés-épargnants, sur les entreprises (et donc là encore *in fine* sur les salariés en activité), ou sur les pays émergents (et par conséquent sur les travailleurs, là aussi, de ces pays).

Le résultat de ces transferts est une gestion spéculative à l’échelle internationale, qui amplifie dans des proportions inconnues jusqu’à présent les cycles conjoncturels et qui installe « institutionnellement » le risque systémique au cœur des marchés financiers internationaux.

Pour répondre à cette instabilité croissante, il apparaîtrait souhaitable :

- de rétablir au plus vite une véritable responsabilité patrimoniale dans la gestion institutionnelle, et de façon plus générale encore de freiner la possibilité de recourir à des effets de leviers ;
- d’allonger la durée des investissements financiers en promouvant essentiellement des fonds à prestations définies pour éviter que les investisseurs n’exigent auprès des entreprises des rentabilités financières excessives ;
- d’associer surtout les partenaires sociaux ou les représentants des salariés à la définition et à l’orientation des plans d’investissements financiers. C’est la condition pour aller vers une « épargne citoyenne » qui soit réellement respectueuse de la ressource humaine.

Références bibliographiques

- Aglietta M. (1998) : « Commentaire du rapport d’O. Davanne », *Instabilité du système financier international*, Rapport du Conseil d’Analyse Économique, n° 14, La Documentation Française.
- Albouy M. (1999) : « Théorie, applications et limites de la mesure de création de valeur », *Revue Française de Gestion*, n° 122, pp. 81-90, janvier-février.
- Allen F. (1993) : « Strategic Management and Financial Markets », *Strategic Management Journal*, pp.11-22.
- Artus P. (1998) : « Commentaire du rapport d’O. Davanne », *Instabilité du système financier international*, Rapport du Conseil d’Analyse Économique, n° 14, La Documentation Française.
- Baudru D. et M. Kechidi (1998) : « Les investisseurs institutionnels étrangers, vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d’Économie Financière*, pp. 67-78.
- Charreaux G. (1991) : « Structure de propriété, relation d’agence et performance financière », *Revue Économique*, mai, pp. 521-552.
- Cornell B. et A.C. Shapiro (1987) : « Corporate Stakeholders and Corporate Finance », *Financial Management*, pp. 5-14.
- Davanne O. (1998) : *Instabilité du système financier international*, Rapport du Conseil d’Analyse Économique, n° 14, La Documentation Française.
- Fama E.F et M.C. Jensen (1983) : « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, pp. 301-326.
- Fama E.F (1985) : « What’s Different About Banks? », *Journal of Monetary Economics*, pp. 29-36.
- Ferrone G. (1995) : *Le système de retraite américain*, Bibliothèque d’Analyse Financière, Ed. Montchrétien, Paris.
- Fruhan W.E (1979) : *Financial Strategy: Studies Increation Transfert and Destruction of Shareholder Value*, Irwin Inc Homewood, Illinois.
- Gerhart B. et G. Milkovitch (1990) : « Organizational Differences in Managerial Compensation and Financial Performance », *Academy of Management Journal*, pp. 663-691.

- Hill C.W. et T.M. Jones (1992) : Stakeholder Agency Theory, *Journal of Management Studies*, pp. 131-154.
- Jensen M.C. et W.H. Meckling (1976) : « Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, octobre, pp. 305-360.
- Loulmet L. (1998) : « L'évolution maîtrisée du gouvernement d'entreprise au Japon face à la déréglementation financière et aux investisseurs institutionnels », *Revue d'Économie Financière*, pp. 173-187.
- Morin F. (1998) : *Le modèle français de détention et de gestion du capital : analyse prospective et comparaisons internationales*, Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Les Éditions de Bercy.
- Mork R., A. Shleifer et R.W. Vishny (1989) : « Alternatives Mechanisms for Corporate Control », *American Economic Review*, pp. 842-852.
- Porter M.E (1992) : « Capital Disadvantage, America Failing Capital Investment System », *Harvard Business Review*, pp. 65-82.
- Rappoport A. (1986) : *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Free Press, New York.
- Schleifer A. et R.W. Vishny (1989) : Management Entrenchment: The Case of Managers Specific Investments, *Journal of Financial Economics*, pp. 123-139.
- Stern J. et J.K. Stewart (1995) : *The Revolutionnal Finance*, Free Press, New York.
- Stewart G.B. (1991) : *The Quest for Value*, Harper Collins, New York.
- Stiglitz J.E. (1985) : « Credit Market and the Control of Capital », *Journal of Money Credit and Banking*, pp. 133-152.
- Walsh J.P et J.K. Stewart (1990) : « On the Efficiency of Internals and Externals Corporates Control Mechanisms », *Academy of Management Review*, pp. 421-458.
- Weisbach M.S (1988) : « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, pp. 431-460.

Annexe A

L'efficacité des interventions sur les marchés des changes

Direction du Trésor

L'efficacité des interventions : mécanismes théoriques⁽¹⁾

La théorie économique identifie traditionnellement trois canaux par lesquels les interventions peuvent influencer le taux de change :

- lorsque l'achat ou la vente de devises sur le marché monétaire ne sont pas stérilisés pour un montant équivalent par une vente ou un achat de titres, ces opérations modifient la quantité relative des monnaies nationale et étrangère en circulation et donc, dans un modèle monétariste de détermination du taux de change, la parité entre les deux monnaies ;
- lorsque l'achat ou la vente de devises sont stérilisés par une vente ou un achat équivalent de titres, l'intervention modifie la composition du portefeuille moyen des investisseurs internationaux et donc, dans un modèle de portefeuille de détermination du taux de change, la parité entre les deux monnaies ;
- dans tous les cas, le fait que la Banque centrale intervienne sur le marché peut comporter un effet de signal, indiquant, par exemple, un changement à venir de politique monétaire ou des autres politiques économiques susceptibles d'affecter la valeur actuelle du taux de change.

(1) On pourra notamment se référer à l'ouvrage de Dominguez et Frankel (1993) : « Does Foreign Exchange Intervention Work? », *Institute for International Economics*, Washington DC.

En pratique, la plupart des interventions étant stérilisées, la littérature empirique a longtemps mis en avant l'effet de portefeuille, avant de porter un jugement de plus en plus sceptique sur l'importance de ce mécanisme. Quand les monnaies sont relativement substituables, il est en effet peu probable qu'une intervention extérieure puisse modifier durablement les allocations d'actifs choisies spontanément par les investisseurs.

Il est donc largement reconnu que, sauf à engager des sommes considérables, les interventions des autorités monétaires ne peuvent avoir qu'un impact limité sur les parités par leur effet quantitatif comme par l'effet de portefeuille, et que leur principal canal d'action est l'effet de signal.

Ceci suggère que les interventions destinées à orienter une parité sont d'autant plus efficaces qu'elles viennent en appui d'une inflexion coordonnée de politiques dans les économies correspondantes, et qu'elles prennent place dans un contexte propice à un retournement des anticipations. À l'inverse, dans la plupart des cas, les interventions qui cherchent à lutter contre une tendance lourde à l'œuvre dans le marché sans changement des politiques économiques ont peu de chances d'être efficaces.

Dans certains cas cependant, les conditions économiques ne justifient pas de céder à la spéculation. En particulier, les interventions peuvent contribuer à coordonner les anticipations, en cas de défaillance du fonctionnement du marché ou de crise de valorisation. Divers exemples au cours de la dernière décennie ont montré que la réussite d'interventions menées dans ces circonstances était possible.

L'efficacité des interventions : bilan et actualité

L'abandon de Bretton Woods et l'augmentation du volume des transactions sur le marché des changes n'ont pas rendu les interventions de change obsolètes

Les autorités du G7 ont recouru aux interventions sur le marché des changes dans les deux dernières décennies avec une relative efficacité dans la mesure où la coordination des politiques économiques soutenait au fond ces interventions. Le refus des États-Unis d'intervenir de 1980 à 1985, paraît exceptionnel et tient essentiellement à la politique de taux élevés de Volcker, conduisant à une forte appréciation du dollar que des interventions n'auraient pu durablement freiner⁽²⁾.

(2) Sauf à souligner un conflit d'objectifs entre le Trésor américain, responsable de la politique de change, et la Réserve fédérale, indépendante en matière monétaire, qui intervient au nom du premier.

À partir de 1985, les États-Unis modifient d'ailleurs leur attitude à l'égard de la parité du dollar et appuient les accords du Plaza de septembre 1985 en participant aux interventions coordonnées. Celles-ci accélèrent, ou du moins confirment, la dépréciation du dollar. De façon plus ambitieuse, les accords du Louvre (1987) consacrent le concept de zones cibles entre dollar, mark et yen en les assortissant d'interventions⁽³⁾.

Après Bretton Woods, les interventions ont donc pour ambition de guider les évolutions des marchés et y parviennent de manière relative. Leur mode principal d'action consiste à délivrer un signal, renouvelant de fait un engagement de politique monétaire ou anticipant son évolution. Au minimum, en cas de désajustement majeur des parités, l'intervention ne doit pas être contredite par les politiques menées. Les grandes expériences de politique d'intervention, au sein du G7 (Plaza-Louvre) ont montré par ailleurs que les interventions coordonnées présentaient une efficacité accrue. Seules les modalités de transparence des interventions ont varié (rendues publiques ou non, montants révélés ou non *a posteriori*), les États-Unis se montrant plus transparents que les pays européens et le Japon, soucieux de ne pas révéler l'état de leurs réserves de change.

Le bilan des interventions sur les grandes monnaies du G7 dans les années quatre-vingt-dix apparaît ambigu

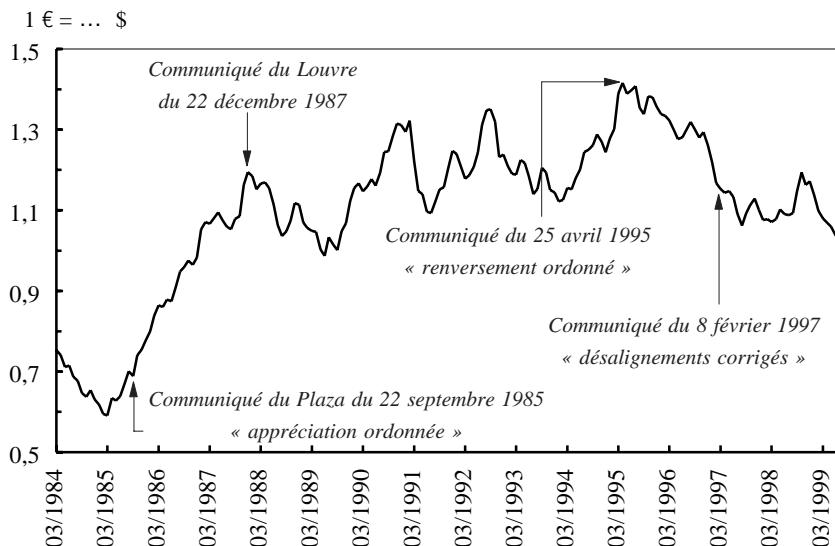
Les années quatre-vingt-dix n'ont pas renouvelé la pratique des interventions aussi profondément que les expériences de la décennie quatre-vingt. La seconde partie de la décennie se signale même par une relative désaffection pour ce mode d'action de la part du G7, le relatif regain des interventions sur la période très récente ne se traduisant que par une efficacité relative.

La première partie de la décennie apparaît relativement active dans la surveillance par le G7 des parités dollar-mark-yen

La surveillance exercée par le G7 a joué un rôle dans l'évolution des parités dollar-mark-yen dont les évolutions apparaissent moins heurtées que dans les années quatre-vingt. Les opérateurs sont demeurés très attentifs à l'expression des préoccupations officielles (voir le graphique et les deux encadrés qui rappellent les termes choisis à l'occasion de certaines réunions marquantes du G7) et surtout, des interventions concertées ont lieu, notamment pour accompagner le « renversement ordonné des parités » souhaité par le communiqué publié le 25 avril 1995 à l'issue d'une des réunions ministrielles régulières.

(3) D'après Dominguez et Frankel, la Fed et la Buba vendirent au total 13 milliards de dollars entre mai et octobre 1988 et la Fed seule, 20 milliards de mars à octobre 1989 alors que le maximum atteint avant le Louvre fut de 4,5 milliards.

Communication du G7 et évolution de la parité euro-dollar



Note : La parité de l'euro avant le 1^{er} janvier 1999 est celle du mark convertie au taux de conversion du mark en euro.

Source : Direction du Trésor.

Dans la seconde moitié des années quatre-vingt dix, la surveillance des parités par le G7 s'estompe et le renouvellement des conditions d'intervention ne produit pas de résultats incontestables

Au sein du G7, le Japon ne renonce pas à intervenir face aux amples mouvements de sa devise et renouvelle en partie ses méthodes d'intervention. Cette évolution ne produit cependant pas de résultats incontestables ainsi qu'en témoignent les évolutions du yen en 1998. Au cours de cette année, les interventions et la crainte permanente d'interventions des autorités nippones n'ont eu pour objectif que de mettre un plancher à 145 dollars/yens puis un plafond à 110 dollars/yens aux évolutions du yen sans parvenir à totalement les encadrer. Au total, ce dernier enregistre des écarts d'environ 20 % parfois sur une très courte période. Seule l'intervention conjointe avec les États-Unis du 17 juin 1998 s'impose comme un renouveau réussi des interventions concertées, d'autant plus efficaces à arrêter la dépréciation du yen que les marchés n'étaient plus habitués à ce type d'action.

Cet épisode ne signifie cependant pas que l'efficacité des interventions est garantie ni que leurs conditions n'ont pas évolué. Tout d'abord, les

montants quotidiens engagés sont plus élevés qu'ils ne l'ont jamais été. Les États-Unis ont ainsi déclaré être intervenus à hauteur de 800 millions de dollars au cours de la seule journée du 17 juin (interventions nippones non comprises), et l'intervention japonaise du 3 avril 1998 reste probablement parmi les records de montant d'intervention pour une seule journée, alors que ses effets ont été annulés en quatre semaines⁽⁴⁾.

Ensuite, les interventions n'ont pas été utilisées face à des variations de change de grande amplitude comme celles enregistrées lors de la sortie brutale le 6 octobre 1998 du *yen carry trade* (achats de dollars financés par des emprunts à court terme en yens)⁽⁵⁾, qui s'est traduite par le renforcement du yen. Outre que cette appréciation allait probablement dans le sens souhaité par le G7, les interventions ont paru inadaptées pour faire face à ce type d'événement, que seules la transparence et le contrôle des positions des opérateurs paraissent de nature à prévenir.

Il semble donc que les interventions sur les grandes parités désormais moins fréquentes, ont changé de nature, l'effet de signal étant clairement privilégié, même si les montants engagés tendent à s'accroître fortement. Leur efficacité apparaît également de plus en plus dépendante des circonstances et de leur préparation technique : lieu d'intervention, montant, modalités de la coordination internationale et de la communication.

Le contexte des interventions de change est aujourd'hui renouvelé par les capacités d'intervention croissantes des pays émergents.

Le lancement de l'euro tout d'abord, signifie la fin des interventions autrefois menées par la « constellation » de devises européennes périphérique au mark afin de suivre les évolutions de ce dernier face au dollar. La gestion des évolutions de change au sein du G7 en sera moins compliquée. En outre, la mise en commun des réserves de change de la zone euro fait du SEBC le principal détenteur de réserves de change au monde.

L'accroissement de la capacité d'intervention des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine pourrait être le second trait de l'évolution des politiques d'intervention. Les interventions inefficaces de la Thaïlande et de la Corée en 1997, destinées à défendre des parités en contradiction avec les politiques menées, ne reflètent pas de ce point de vue, la nécessaire attention que les autorités devront accorder aux parités dans la mesure où le manque de repères des opérateurs sur les parités d'équilibre des devises émergents fait courir un risque accru de désajustements.

(4) Certains opérateurs ont évoqué un montant de plus de 10 milliards de dollars.

(5) En quelques heures, le yen s'est apprécié de 135 dollars/yens à 115 dollars/yens sous le double effet des rachats et ventes des investisseurs institutionnels japonais et des « hedge funds ».

La taille de leurs réserves de change⁽⁶⁾, qui explique en partie le niveau record des réserves de change mondiales, démontre du reste que ces pays sont convaincus de l'intérêt des interventions. Les nations dont les balances courantes sont soutenables et les politiques monétaires adaptées ont montré qu'elles pouvaient en user avec efficacité, en utilisant des méthodes d'intervention novatrices et habiles. En 1998, Hong-Kong a ainsi soutenu le lien de sa monnaie avec le dollar en intervenant sur le marché boursier pour pallier les défauts de sa caisse d'émission. Le Brésil a fait preuve de la même habileté en soutenant la parité du real par des interventions pendant six mois, avant de supprimer en temps utile les marges de fluctuation afin de préserver ses réserves de change et une capacité d'intervention ultérieure.

À terme, il conviendra également d'accorder attention à l'impact des ventes de devises de réserve par les pays émergents sur les parités de celles-ci. La coïncidence entre la baisse du dollar au début septembre et les ventes massives de dollars sur une courte période à l'été 1998 par Hong-Kong, le Brésil, et les nombreux pays producteurs de matières premières (dont la Norvège et la Russie), pourrait à cet égard faire l'objet d'une étude plus approfondie, même si l'analyse en est difficile.

(6) Principales réserves en devises dans le monde début 1999: SEBC (320 milliards de dollars), Japon (205), États-Unis (30), Chine (144), Hong-Kong (85), Taïwan (90 milliards), Singapour (75 milliards), Argentine (20), Brésil (40).

1. Extraits des principales déclarations sur les changes des ministres des Finances et gouverneurs des Banques centrales du G7

22 septembre 1985 (Plaza)

« Les Ministres et Gouverneurs considèrent que les taux de change doivent jouer un rôle dans l'ajustement externe. Pour cela, les taux de change devraient refléter mieux que cela n'a été le cas les conditions économiques fondamentales. Ils pensent que les actions de politique économique doivent être mises en œuvre et confortées de façon à améliorer encore les données fondamentales de l'économie, et que, dans la perspective des changements actuels et à venir de ces données, une nouvelle appréciation ordonnée vis-à-vis du dollar des principales monnaies autres que le dollar est souhaitable. Ils se tiennent prêts à coopérer plus étroitement en ce sens quand cela sera utile. »

22 février 1987 (« Louvre »)

« ... les évolutions substantielles des taux de change intervenues depuis l'accord du Plaza contribueront de façon croissante à la réduction des déséquilibres extérieurs, et ont désormais conduit leurs monnaies dans des bandes de fluctuation globalement compatibles avec les données économiques fondamentales (...) C'est pourquoi [les Ministres et les Gouverneurs] sont convenus, dans les circonstances présentes, de coopérer étroitement pour promouvoir la stabilité des taux de change autour des niveaux actuels ».

23 décembre 1987 (« Louvre II », message repris au sommet de Toronto le 21 juin 1988 ainsi que le 2 avril 1989 et le 23 septembre 1989) :

« ... une fluctuation excessive des taux de change, une baisse supplémentaire du dollar, ou une hausse du dollar à un niveau tel que le processus d'ajustement serait enrayé, pourraient être contreproductives car elles détérioreraient les perspectives de croissance de l'économie mondiale. »

7 avril 1990 (Paris, message repris le 6 mai 1990)

« Les Ministres et Gouverneurs ont discuté des développements intervenus sur l'ensemble des marchés financiers, en particulier de la baisse du yen vis à vis des autres monnaies et de ses conséquences indésirables sur le processus global d'ajustement. »

22 septembre 1990 (repris le 12 octobre 1991)

« [Les Ministres et Gouverneurs] ont noté que, depuis [leur dernière réunion], le yen s'était apprécié, et ont conclu que les taux de change étaient maintenant de manière générale conformes à la poursuite de l'ajustement des déséquilibres extérieurs. »

26 avril 1992 :

« Les Ministres et Gouverneurs ... ont noté toutefois que le repli du yen depuis leur dernière réunion ne contribuait pas au processus d'ajustement ».

25 avril 1995 (Washington)

« Les Ministres et les Gouverneurs ont exprimé leur préoccupation au sujet des évolutions récentes sur les marchés des changes. Ils partagent l'idée que les fluctuations récentes ont été au-delà de ce qu'auraient justifié les conditions économiques sous-jacentes dans les principaux pays. Ils ont également estimé qu'un renversement ordonné de ces tendances est souhaitable. »

7 octobre 1995

(message repris au sommet de Lyon le 28 juin 1996)

« Les Ministres et les Gouverneurs se sont félicités du renversement ordonné des évolutions des principales devises qui a suivi leur réunion du mois d'avril. »

8 février 1997 (Berlin) :

« Les désalignements majeurs sur les marchés des changes signalés dans notre communiqué d'avril 1995 ont été corrigés. »

27 avril 1997

(message repris le 20 septembre 1997 et le 21 février 1998)

« Nous avons souligné l'importance d'éviter des taux de change qui pourraient conduire à la réapparition de déséquilibres extérieurs importants. »

15 avril 1998 :

« Nous soutenons les pas accomplis par le Japon pour stimuler sa demande interne, et pour réduire les déséquilibres extérieurs et corriger ainsi l'excessive dépréciation du yen. »

Les autres réunions ne comportent pas d'autre référence à la situation des marchés des changes que pour rappeler les communiqués précédents, ou sous une formulation du type : « les Ministres et Gouverneurs sont convenus de suivre de près l'évolution des marchés des changes et de coopérer en tant que de besoin. »

2. Extrait du rapport sur la stabilité monétaire internationale présenté par les ministres des Finances du G7 aux chefs d'État et de Gouvernement au sommet de Lyon, le 28 juin 1996

« Les désajustements de taux de change peuvent accroître l'incertitude dans l'économie mondiale et handicaper la croissance et les échanges. Lorsque les parités semblent devoir évoluer dans une direction non conforme aux données économiques fondamentales, un suivi étroit est requis et des actions coordonnées peuvent s'avérer nécessaires.

- Le « renversement ordonné » des principales parités depuis 1995 constitue un mouvement positif et prometteur. Plusieurs facteurs l'expliquent. Le plus important d'entre eux réside dans les changements de politiques économiques et l'évolution des données économiques fondamentales. Mais les signaux lancés sur les marchés par le G7 en 1995, grâce à des communiqués et – lorsque les circonstances étaient appropriées – à des interventions concertées, ont été utiles pour donner l'impulsion à cette correction.
- Sur ces bases, nous devons poursuivre notre coopération étroite sur les marchés des changes, en prenant en compte les éléments suivants :
 - une communication claire et cohérente de l'analyse commune du G7 peut avoir une influence stabilisatrice, et peut aider à renforcer la crédibilité de notre engagement à coopérer sur les marchés des changes lorsque les circonstances l'exigent ;
 - les interventions peuvent être efficaces dans certaines conditions, notamment quand elles viennent à l'appui de modifications des politiques économiques ou d'évolution des données économiques fondamentales de nature à modifier les anticipations sur les taux de change futurs ;
 - l'instrument des interventions doit être utilisé judicieusement compte tenu de ses conséquences sur la conduite de la politique monétaire et des montants que les autorités sont susceptibles de mobiliser, comparés à la taille des marchés internationaux de capitaux. Néanmoins, ces éléments ne remettent pas en cause notre capacité commune à délivrer des signaux clairs aux marchés, lorsque c'est nécessaire ;
 - les interventions ont plus de chances d'être efficaces lorsqu'elles sont coordonnées et reflètent un consensus ;
 - une condition importante pour le succès des interventions réside dans le choix du moment approprié. »

Annexe B

La compétitivité relative des États-Unis, du Japon et de la zone euro

Didier Borowski

Chargé de Mission à la Direction de la Prévision

Cécile Couharde

*Maître de Conférences à l'Université de Paris-Nord
et membre du Centre d'Études des Dynamiques Internationales*

Pour juger du niveau de la compétitivité d'une région par rapport à une autre, il est nécessaire de comparer les prix et les coûts pratiqués dans ces deux régions.

Une première approche consiste à comparer le niveau courant du taux de change à celui qui égalise les niveaux de prix ou de coûts entre les deux régions considérées. Ce dernier est appelé taux de parité de pouvoir d'achat (PPA) dans la mesure où il assure – par définition – l'égalité des pouvoirs d'achat d'une unité monétaire dans chacune des régions. Pour autant que l'on retienne un indicateur de prix pertinent, cette approche est censée identifier directement le « bon » niveau du change (i.e. le change d'équilibre) entre les deux régions considérées et permettre ainsi de conclure quant à leur position compétitive respective. Une monnaie sous-évaluée (surévaluée) traduit, dans ce cadre, un avantage (désavantage) de compétitivité *en niveau*.

En raison des difficultés méthodologiques liées aux calculs des taux de PPA, une autre approche, plus fréquemment retenue, consiste à comparer l'évolution des prix lorsqu'ils sont convertis, au taux de change courant, dans une même unité monétaire. Toutefois, ce dernier type d'analyse ne permet de juger de la compétitivité d'une région qu'au regard d'un niveau d'équilibre prévalant sur une période *de référence*.

On se propose, dans cette annexe, d'illustrer empiriquement ces deux approches de la compétitivité et d'en tirer les leçons quant aux parités des

trois monnaies qui constituent le nouveau socle du Système Monétaire International : l'euro⁽¹⁾, le dollar et le yen. Les indicateurs traditionnels de compétitivité-prix et de compétitivité-coût attestent que les États-Unis ne souffriraient pas – avec le dollar à son niveau actuel, 1,02 dollar pour un euro et 121 yens pour un dollar, à la mi-juillet 1999 – d'une position compétitive défavorable. Toutefois, la pluralité des estimations dont on dispose ne permet pas de fixer, avec précision, le « bon » niveau du change (notamment pour le yen).

Que révèlent les taux de PPA quant à la compétitivité des États-Unis, du Japon et de la zone euro ?

Par construction, un pays dont le taux de change est supérieur au taux de PPA est un pays dans lequel les prix intérieurs sont supérieurs, une fois convertis dans une monnaie commune, aux prix des autres pays. D'une certaine façon – avec toutes les nuances que nous allons discuter – on peut soutenir que ce désavantage de compétitivité-prix traduit une surévaluation de la monnaie.

Pour un bien élémentaire, le calcul d'un taux de PPA est trivial : il s'agit – si l'on prend pour exemple le calcul du taux de PPA euro/dollar – du prix de ce bien en euro rapporté au prix de ce même bien en dollar. En revanche, lorsque l'on raisonne sur l'ensemble d'une économie, se pose le problème du panier de biens de référence qui va permettre le calcul du taux de PPA. Dans la mesure où de nombreux choix de paniers sont possibles, plusieurs taux de PPA coexistent : taux de PPA pour les biens de consommation, taux de PPA pour les biens d'investissement, etc.⁽²⁾. Le rapport entre le taux de change courant moyen d'une année et le taux de change de PPA du panier de biens considéré détermine, pour un couple de pays, un écart de niveaux de prix, pour ce même panier. L'OCDE fournit les taux de PPA calculés sur les prix des dépenses finales pour la période 1960-1998 (cf. graphique 1)⁽³⁾.

Dans la mesure où les calculs de taux de change de PPA sont fastidieux, certains économistes se sont intéressés au prix du « Big Mac ». Il s'agit là d'un bien élémentaire – répandu dans plus de cent pays par la chaîne de restauration rapide McDonald's – fabriqué quasiment de la même façon

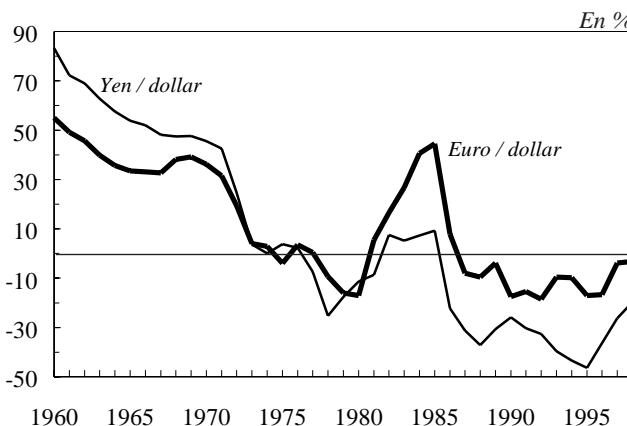
(1) Dans la mesure où l'euro n'existe pas sur la période étudiée, nous avons construit un *euro fictif* (distinct de l'écu) non pas en niveau mais sous la forme d'un indice qui pondère chacune des monnaies de la zone euro par son poids respectif appréhendé par la part du PIB du pays considéré dans le PIB de la zone.

(2) Les enquêtes de prix, régulièrement effectuées par les organismes internationaux (OCDE et Eurostat), permettent des calculs de taux de PPA pour des paniers de biens divers.

(3) La mesure des taux de PPA date des travaux précurseurs de Kravis menés dans les années cinquante pour l'OCDE, puis dans le cadre du Projet de comparaisons internationales des Nations Unies. Kravis, Heston et Summers (1982) : *World Product and Income: International Comparisons of Real Gross Product*, Johns Hopkins University Press.

partout et s'adressant, en outre, aux mêmes catégories de consommateurs ; son prix est donc censé refléter correctement le pouvoir d'achat des différentes monnaies. Selon les défenseurs de cette démarche, les taux de change qui égalisent le prix des Big Mac entre pays seraient de bonnes approximations des taux de PPA et l'écart des taux de change courants à ces « PPA Big Mac » permettrait de juger, rapidement, de la sur ou sous-évaluation des monnaies. En réalité, il s'agit d'une démarche à laquelle il est difficile d'accorder beaucoup de crédit (*cf. encadré 1*).

1. Écarts aux taux de PPA⁽⁴⁾



Note : (*) Calculés à partir des prix de dépenses finales. Un nombre positif signifie une surévaluation nominale du dollar.

Sources : Perspectives de l'OCDE, n° 64 et calculs des auteurs.

Si l'on désire éviter les approches réduites, plusieurs mesures de PPA sont envisageables selon l'usage que l'on veut en faire. Les PPA calculées à partir des prix des dépenses finales sont utiles pour comparer les coûts de la vie entre pays. Toutefois, cette mesure reste très imparfaite pour le calcul de la compétitivité. D'une part, les prix de la dépense finale intègrent les prix des biens importés et pas seulement ceux des productions nationales. Cela limite leur pertinence pour mesurer la compétitivité d'un pays. D'autre part, ces taux de PPA intègrent tant les prix du secteur domestique (biens non échangeables) que ceux du secteur exposé à la concurrence internationale (biens échangeables). Ainsi, une situation dans laquelle un pays aurait une monnaie sous-évaluée (i.e. un niveau des prix plus faible que celui de ses concurrents) ne reflète pas nécessairement un avantage en termes de compétitivité mais peut également signifier un niveau du prix des biens non échangeables inférieur à celui des biens échangeables⁽⁴⁾.

(4) Il s'agit du fameux effet Balassa-Samuelson (*cf. annexe C*).

1. « Burgernomie » ou quel est le taux de change assurant l'égalité du prix d'un Big Mac aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro ?

The Economist publie régulièrement une comparaison internationale du prix du Big Mac. Celle-ci permet de comparer la « PPA Big Mac » implicite avec le taux de change courant. Un certain nombre d'études se sont intéressées à la représentativité de l'indice « Big Mac » et ont constaté que cet indice, de construction peu coûteuse, conduisait, parfois, à des résultats proches de ceux estimés à partir de méthodes plus sophistiquées⁽¹⁾. Toutefois, dans une étude publiée par la Banque de réserve fédérale de St Louis, Pakko et Pollard⁽²⁾ sont plus réservés quant à l'intérêt d'un tel indice. Ce dernier, en réalité, conserve tous les défauts attribués d'ordinaire à la mesure de la PPA sur des indices de prix plus larges. En particulier, des distorsions de prix n'ayant rien à voir avec des questions de compétitivité, peuvent apparaître d'une part, en raison de coûts de transport élevés et variables selon les pays pour les denrées périssables et, d'autre part, en raison des différences de fiscalité indirecte entre les pays. En l'occurrence, un taux élevé de TVA aura tendance à amplifier le degré de surévaluation d'une monnaie jugé à l'aune de ce critère. En outre, le secteur de la restauration rapide est un secteur très particulier, dans lequel il est peu probable que les écarts de productivité entre pays reflètent les écarts de productivité sur l'ensemble de l'économie. D'autres critiques prévalent essentiellement pour la comparaison avec les pays en développement : distorsions introduites par la présence d'inputs non échangeables (coût de la main d'œuvre) et par l'existence de marges plus ou moins importantes en fonction du degré de concurrence sur le marché de la restauration rapide et peu chère.

Devant l'intérêt qu'a pu susciter une telle méthode et à titre purement illustratif, nous en présentons les résultats.

En 1995 et 1996, le yen apparaissait surévalué vis-à-vis du dollar : le prix d'un Big Mac exprimé dans une même monnaie était plus élevé à Tokyo qu'à New York. Cependant, en octobre 1995, dans un contexte déflationniste, McDonald's a baissé ses prix de plus de 25 % au Japon. Aujourd'hui, la « PPA Big Mac » indique que le yen serait à l'équilibre. En ce qui concerne notre euro fictif, sa surévaluation décroît continûment de 1995 à 1998. Toutefois, malgré sa dépréciation continue depuis le début de l'année, il serait toujours surévalué à la mi-juillet 1999, sa « PPA Big Mac » étant de 0,97 dollar pour un euro. Le Big Mac n'a toutefois pas le même prix dans tous les pays de la zone euro (son prix varie entre 2,25 euros en Espagne et 2,82 euros en France).

(1) Li Lian Ong (1995) : « Burgernomics: The Economics of the Big Mac Standard », *University of Western Australia*, novembre.

(2) Pakko et Pollard (1996) : « For Here or To Go? Purchasing Power Parity and The Big Mac », *Federal Reserve Bank of St Louis*, janvier.

Burgernomie : Quel est le taux de change assurant l'égalité du prix d'un Big Mac ?

	1995	1996	1997	1998	1999 ^(*)
Prix du Big Mac en monnaie nationale					
• en dollars aux États-Unis	2,32	2,36	2,42	2,56	2,43
• en yens au Japon	391	288	294	280	294
• en francs en France	18,50	17,50	17,50	17,50	18,50
• prix fictif en euros dans la zone euro	1,77	1,86	2,13	2,30	2,52
PPA implicites					
• yen vis-à-vis du dollar	169	122	121	109	121
• franc vis-à-vis du dollar	7,97	7,42	7,23	6,84	7,20
• dollar vis-à-vis de l'euro	0,90	0,94	0,96	1,08	0,97
Taux de change courants					
• yen vis-à-vis du dollar	84	107	126	135	120
• franc vis-à-vis du dollar	4,80	5,13	5,76	6,17	6,10
• dollar vis-à-vis de l'euro	1,31	1,27	1,13	1,11	1,08
Écarts à la PPA (en %)					
• yen vis-à-vis du dollar (1 \$ = ...)	- 50,2	- 12,3	4,1	23,9	- 0,8
• franc vis-à-vis du dollar (1 \$ = ...)	- 39,8	- 30,9	- 20,3	- 9,8	- 15,3
• dollar vis-à-vis de l'euro (1 € = ...)	45,0	35,0	18,0	3,5	11,3

Lecture : le 30 mars 1999, l'euro était vis-à-vis du dollar, selon l'indice Big Mac, surévalué de 11 %, tandis que le yen était proche de l'équilibre.

Note : (*) Pour 1999, les taux de change sont ceux qui prévalaient le 30 mars 1999. Les années antérieures, il s'agit de moyennes sur le mois d'avril.

Sources : *The Economist* (mois d'avril de chaque année) et calculs des auteurs.

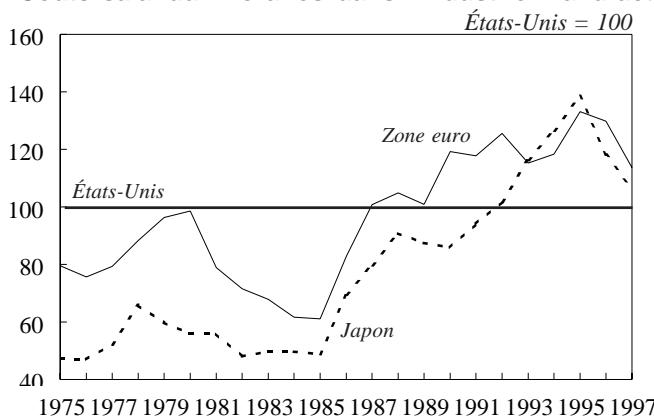
Pour corriger la mesure du niveau du taux de change réel de l'effet de structure des prix relatifs internes, la mesure de la PPA doit intégrer les prix de production du secteur exposé⁽⁵⁾ qui reflètent plus fidèlement la compétitivité d'un pays sur le marché mondial. Le principe de la théorie reste ici le même mais la référence est déplacée des prix de dépenses finales de l'ensemble de l'économie aux prix de production du seul secteur exposé. L'estimation des niveaux de prix de production relatifs pose des problèmes méthodologiques complexes et plusieurs méthodes sont possibles (cf. encadré 2).

(5) En réalité, les coûts des facteurs de production semblent mesurer plus fidèlement la compétitivité d'un pays puisque, d'une part, ils sont moins sensibles que les prix aux variations du taux de change et, d'autre part, ils sont censés refléter les tendances des prix des produits à long terme.

Au total, les estimations, qu'elles soient menées au niveau des prix de la dépense finale ou à celui des prix de la production industrielle, conduisent à un taux de PPA compris entre 0,96 et 1,06 dollar pour un euro. À la mi-juillet 1999, après sa dépréciation continue observée tout au long du 1^{er} semestre 1999, l'euro se situait dans cette fourchette. À l'aune des mêmes critères, les taux de PPA du dollar vis-à-vis du yen se situent dans une fourchette beaucoup plus large – taux de PPA compris entre 130 et 190 yens pour un dollar – qui laisserait croire que le dollar est actuellement (à la mi-juillet 1999) sous-évalué vis-à-vis du yen (cf. tableau 2a).

Dans l'estimation des niveaux de compétitivité, l'attention porte également souvent sur les coûts de production. Aux États-Unis, le *Bureau of Labor Statistics* (BLS) s'illustre depuis de nombreuses années dans l'homogénéisation des calculs de coûts salariaux afin de faciliter les comparaisons internationales. Il se contente de fournir des coûts salariaux horaires en raison de l'incertitude qui affecte la mesure de la productivité du travail (voir plus loin). Il semble, au vu du graphique 2 qui reprend ces estimations, que les coûts salariaux horaires, après avoir divergé dans la première moitié des années quatre-vingt-dix, soient revenus à un niveau proche aux États-Unis, au Japon et au sein de la zone euro.

2. Coûts salariaux horaires dans l'industrie manufacturière



1975 1977 1979 1981 1983 1985 1987 1989 1991 1993 1995 1997

Sources : Bureau of Labor Statistics, septembre 1998 et calculs des auteurs.

Certains travaux ont essayé de tenir compte de la productivité du travail pour évaluer des coûts salariaux non plus horaires, mais par unité produite (voir encadré 2 pour la méthode utilisée pour estimer les écarts de productivité). Les calculs de « PPA coûts » repris dans le graphique 3 laisseraient croire que l'euro est encore aujourd'hui surévalué, le taux de PPA étant de l'ordre d'un dollar pour un euro (cf. tableau 2a).

Même si les coûts salariaux horaires du BLS ne sont pas directement comparables aux coûts salariaux unitaires, l'intuition qui prévaut, en comparant les graphiques 2 et 3, est que la convergence des niveaux de productivité sur longue période tend à réduire les disparités de coûts salariaux unitaires.

2. Parité des pouvoirs d'achat dans l'industrie et mesure des coûts salariaux unitaires relatifs en niveau⁽¹⁾

Les taux de PPA dans le secteur exposé peuvent être calculés selon différentes méthodes

L'approche dite *industry-of-origin* (initiée à l'Université de Groningen aux Pays-Bas) consiste à calculer, pour chaque produit, une valeur unitaire qui rapporte la production en valeur (sortie-usine) à la quantité vendue. Pour des produits similaires, un ratio de valeur unitaire peut être calculé en divisant les valeurs unitaires d'un pays par celles d'un autre pays : on retrouve le principe du calcul d'un taux de PPA. La moyenne des ratios de valeurs unitaires pour les produits donne le taux de PPA pour l'ensemble de l'industrie concernée. Cette méthode repose sur la comparaison de prix entre produits similaires. Or ces produits sont en nombre restreint si bien que pour les produits différenciés, et – plus généralement pour des produits où l'information sur les quantités et les prix n'est pas disponible – on retient le ratio de valeur unitaire moyen calculé au niveau de leur branche respective sur les seuls produits similaires.

L'approche par les dépenses finales corrigées des marges commerciales et des taxes indirectes⁽²⁾ consiste à corriger les taux de PPA de dépenses finales – appréhendés par les prix de détail (biens de consommation) et les prix de gros (biens d'équipement) – des marges commerciales, coûts de transport et taxes indirectes (comme la TVA) qui altèrent la mesure des niveaux de prix de production.

Pilat⁽³⁾ a proposé, quant à lui, une approche qui consiste à combiner les deux méthodes. Cette approche « mixte » retient d'une part – pour les produits homogènes et les industries où les comparaisons de prix sont détaillées –, les taux de conversion issus de la méthode « *industry-of-origin* », et d'autre part – pour les biens différenciés –, les taux de PPA de dépenses finales corrigés des marges commerciales et des taxes indirectes.

Les taux de PPA dans le secteur exposé permettent la mesure des niveaux relatifs de productivité et des coûts salariaux unitaires

La comptabilité nationale ne donne que la production par tête en valeur : on sait combien de dollars un Américain produit et combien d'euros un Européen produit. Les taux de change courants ne permettent pas de mesurer les

(1) Le dernier point de cet encadré est développé plus longuement par Mathis, Mazier et Rivaud-Danset (1988) : *La compétitivité industrielle*, Dunod.

(2) Pour un exposé de la méthode de correction, cf. Mathis et Mazier (1987) : « Niveaux de coûts de production et performances extérieures des grands pays industrialisés », *La Note de l'IRES*, n° 12.

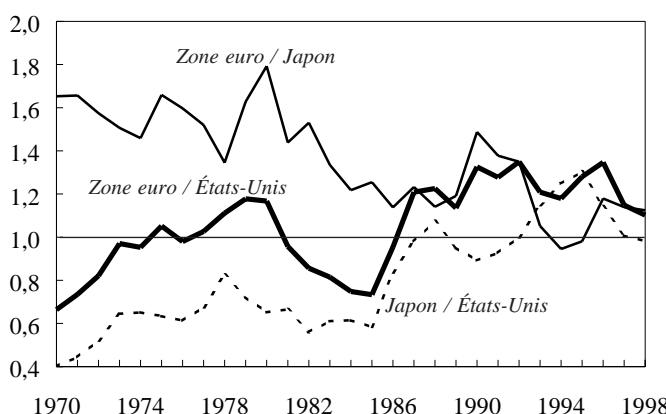
(3) Pilat (1996) : « Labour Productivity Levels in OECD Countries », *OECD Working Paper*, n° 169.

écart de productivité parce que si un Américain produit plus en valeur qu'un Européen, cela peut être lié à des prix plus élevés aux États-Unis et non à une productivité par tête plus forte. Pour calculer la productivité relative, il est indispensable de disposer d'estimations sur les niveaux de prix de production relatifs dans les deux pays, c'est-à-dire de savoir de combien le taux de change courant s'éloigne de la PPA. On peut alors distinguer dans les écarts de production en valeur par tête ce qui relève d'écart de prix et ce qui s'explique par des différences de productivité.

Une fois estimés les écarts de productivité, il n'est pas difficile d'estimer la hiérarchie des coûts salariaux relatifs par unité produite dans l'industrie puisque les différences de salaires par tête sont bien connues.

Les niveaux de coûts salariaux unitaires relatifs présentés ici sont construits selon cette méthode générale. Par ailleurs, c'est l'approche à partir des taux de PPA de dépenses finales (OCDE) corrigés des marges commerciales et des taux de TVA qui a été retenue (cf. graphique 3).

3. Niveaux des coûts salariaux unitaires relatifs dans l'industrie au sein de la triade zone euro, États-Unis et Japon



Lecture : En 1987, le CSU de la zone euro relativement à celui des États-Unis vaut 1,2, ce qui signifie que les coûts salariaux unitaires de la zone euro étaient, *en niveau*, supérieurs de 20 % à ceux des États-Unis (en 1987).

Source : Couharde et Mazier (1997) : « Parités du pouvoir d'achat, coûts unitaires en niveau et taux de change réels », *Étude pour le Commissariat Général du Plan*, décembre.

D'après le graphique 3, les niveaux de coûts salariaux unitaires relatifs et donc les niveaux de compétitivité-coût semblent avoir convergé sur longue période. Il faut cependant utiliser avec beaucoup de précaution ces indicateurs de coûts salariaux en niveau car les estimations de productivité sont très fragiles. Le tableau 1 illustre l'impact du choix du taux de PPA sur la mesure des niveaux de productivité par tête relative.

1. Productivité par tête relative en 1997 Sensibilité à la mesure des taux de PPA^(*)

	Méthode Gerardi	Méthode Geary-Khamis
États-Unis	100,0	100,0
Canada	80,2	82,4
Japon	76,4	82,5
Autriche	86,7	88,3
Belgique	99,6	104,5
Danemark	77,7	81,7
France	90,6	96,6
Allemagne	91,4	92,6
Italie	94,4	96,5
Pays-Bas	78,8	81,8
Norvège	83,0	96,7
Suède	70,6	72,3
Royaume-Uni	69,7	74,3

Note : (*) Travaux réalisés pour un groupe de pays membres de l'OCDE. Les statisticiens du BLS refusent de publier officiellement ces données en raison des nombreux problèmes méthodologiques évoqués. Elles sont néanmoins disponibles sur le site Internet du BLS dans un document datant de février 1998 et intitulé « Unpublished Comparative Real GDP Per Capital and Per Employed Person, 14 Countries, 1960-1996 ». Les différentes méthodes de calcul des PPA à un niveau agrégé utilisent une structure de prix communs pour évaluer les quantités dans différents pays et établir des mesures de volume. Pour un groupe de pays considérés, dans la méthode Gerardi, le prix moyen est calculé à partir de la moyenne géométrique équipondérée des prix nationaux tandis que dans la méthode Geray-Khamis, le prix moyen correspond à la moyenne arithmétique pondérée des prix nationaux. En d'autres termes, la principale différence entre les deux méthodes provient du fait que dans l'une (Gerardi), la structure de prix communs est indépendante des structures nationales alors que dans l'autre (Geray-Khamis), elle ne l'est pas. Pour un exposé plus complet des principales méthodes de calcul de PPA, cf. Stemitsiotis (1992) : *Taux de change de référence et système monétaire international*, Economica, Paris.

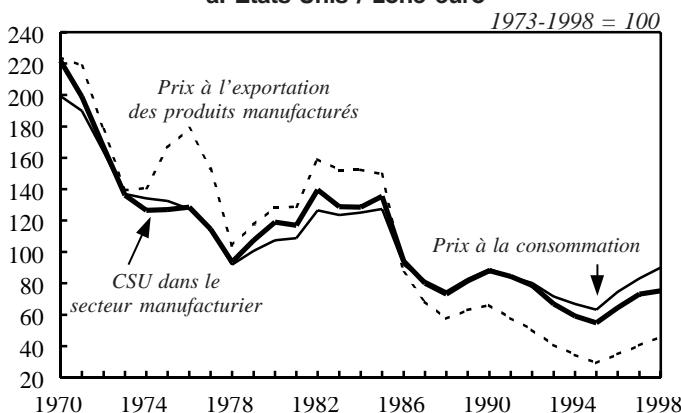
Source : Bureau of Labor Statistics, 1998.

De façon générale, le tableau 2 – qui résume différentes estimations de taux de PPA pour l'année 1998 – confirme, certes, le faible écart à la PPA pour la parité euro-dollar (l'euro apparaissant légèrement surévalué vis-à-vis du dollar) mais illustre, en revanche, l'importance du mésalignement du yen vis-à-vis du dollar. Il convient, toutefois, de souligner l'incertitude qui caractérise de telles mesures.

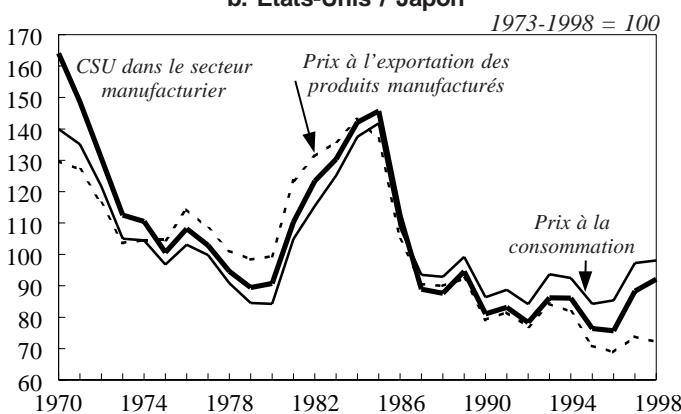
En raison des problèmes méthodologiques soulevés par les travaux sur les taux de PPA absolue et de l'incertitude quant à leur mesure, il est utile sur longue période, d'étudier les évolutions de taux de change réels bilatéraux pour savoir s'ils confirment le diagnostic de la sous-évaluation du dollar vis-à-vis du yen et de l'euro.

4. Taux de change réels bilatéraux^(*)

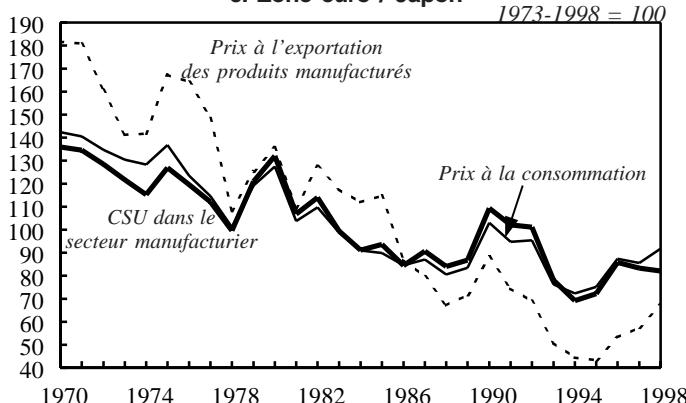
a. États-Unis / zone euro



b. États-Unis / Japon



c. Zone euro / Japon



Note : (*) Une hausse des taux de change réels signifie respectivement une appréciation réelle du dollar vis-à-vis de l'euro et du yen et une appréciation réelle de l'euro vis-à-vis du yen.

Quels enseignements tirer des évolutions de compétitivité observées entre les États-Unis, le Japon et la zone euro ?

L'approche précédente conduit à des niveaux de changes qui permettent d'égaliser les niveaux de prix ou de coûts entre deux régions. Une autre approche consiste à étudier les évolutions des taux de change réels bilatéraux (i.e. de compétitivité-prix ou de compétitivité-coût entre deux régions) et à les comparer à leur niveau moyen calculé sur une période de référence. Un pays ayant un taux de change réel supérieur à son niveau moyen de longue période souffrirait d'un problème de compétitivité. En effet, on considère généralement que les taux de change réels manifestent une tendance au retour à la moyenne, c'est-à-dire que sur longue période ils ne peuvent pas s'éloigner d'un niveau d'équilibre correspondant à un niveau « normal » de compétitivité. Nous reviendrons sur ces questions dans l'annexe C.

En tout état de cause, le problème du choix de l'indice de prix ou de coût dans la mesure du taux de change réel surgit à nouveau. Certes, le type d'arbitrage qui est à même d'égaliser les prix entre deux régions est surtout censé prévaloir dans le secteur des biens échangeables si bien que l'indice des prix d'exportations de produits manufacturés semble *a priori* le plus approprié. Toutefois, pour appréhender la compétitivité, il est d'usage de considérer un ensemble très varié d'indices (prix à la consommation, coûts salariaux unitaires, voire même déflateurs du PIB).

Le graphique 4 illustre la sensibilité des taux de change réels à l'indice de prix ou de coût retenu et atteste de la présence de comportements de marge des exportateurs face aux variations de change, la compétitivité-prix (à l'exportation) évoluant différemment des autres indicateurs de compétitivité. Il permet de juger du niveau des prix relatifs par rapport à son niveau moyen de la période 1973-1998, supposé refléter ici le « bon » niveau de la compétitivité.

Ainsi qu'on l'a vu, à l'aune des indicateurs de PPA, le taux de change dollar/euro était proche de l'équilibre à la fin du premier semestre 1999 tandis que le « bon » niveau du yen apparaît beaucoup plus incertain (*cf.* tableau 2a).

Ce diagnostic se trouve, maintenant, en partie confirmé par l'examen des écarts de compétitivité à leur moyenne historique sur la période 1973-1998. Le tableau 2b, tiré des graphiques 4a et b, donne les niveaux de taux de change qui ramèneraient les prix ou coûts relatifs à leur moyenne des vingt-cinq dernières années. Ainsi, les taux de change qui auraient permis, en 1998, de résorber les écarts entre les niveaux de compétitivité bilatérale observés et leur moyenne historique sur 25 ans (période 1973-1998) sont-ils compris entre 0,80 et 1,19 dollar pour un euro ; l'intervalle pour le yen varie, quant à lui, du simple au double : entre 142 et 284 yens pour un dollar. À la mi-juillet 1999, l'euro se trouvait encore dans cette fourchette

alors que le yen apparaissait surévalué⁽⁶⁾. Toutefois, il convient de souligner que l'hypothèse de base – quant à la période durant laquelle les changes sont supposés être à leur niveau d'équilibre – est déterminante. Le choix d'une autre période de référence pourrait conduire à des résultats très différents.

En définitive, la multitude de périodes de référence possibles, conjuguée à la diversité des indices de prix ou de coûts, rend difficilement opérationnelles les évaluations du niveau du change d'équilibre à partir d'un critère de parité des pouvoirs d'achat, et ce même si la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, observée tout au long du 1^{er} semestre 1999, n'apparaît pas anormale au regard des indicateurs traditionnels de compétitivité.

(6) On fait ici abstraction de l'existence de trends dont la prise en compte pourrait notamment atténuer le diagnostic d'une surévaluation du yen.

2. Le « bon » niveau des changes, une synthèse des approches traditionnelles en termes de compétitivité^(*)

a. Les taux de parité des pouvoirs d'achat, calculés pour 1998, diffèrent selon le critère utilisé

	1 € = ... \$	1 \$ = ... yens
Prix de dépenses finales		
• OCDE	1,06	163
• <i>World Penn Table</i> ^(**) (actualisée)	1,02	171
Prix de production		
• Ratios de valeur unitaire (actualisés)	—	132
• PPA corrigées des taxes et marges	0,96	155
Prix de consommation – <i>World Penn Table</i> (actualisée)	1,01	191
Coûts salariaux unitaires dans le secteur manufacturier	1,01	134
Coûts salariaux horaires du BLS (résultats pour 1997)	0,99	123

b. Les taux de change qui auraient permis de résorber les écarts entre les niveaux de compétitivité (bilatérale) (observés en 1997 et 1998) et leur moyenne historique sur 25 ans (période 1973-1998) diffèrent selon l'indice de prix ou de coût utilisé pour appréhender la compétitivité

	1 € = ... \$		1 \$ = ... yens	
	1997	1998	1997	1998
Prix des exportations manufacturières	0,83	0,80	302	284
Prix à la consommation	1,09	1,09	146	145
Prix du PIB	1,05	1,05	144	142
CSU dans l'industrie manufacturière	0,99	1,02	168	174
CSU dans l'ensemble de l'économie	1,15	1,19	151	152

Notes : (*) Un euro vaut en moyenne sur le 2^e trimestre 1999, 1,06 dollar ; un dollar vaut en moyenne sur le 2^e trimestre 1999, 121 yens ; (***) *La Penn World Table* regroupe un ensemble de variables économiques converties en taux de parité de pouvoirs d'achat. Les prix de référence, utilisés ici pour le calcul des taux de PPA, proviennent des enquêtes détaillées effectuées dans le cadre du Projet de comparaisons internationales des Nations Unies (Heston et Summers, 1991) et sont identiques à ceux employés par d'autres organismes internationaux tels que l'OCDE ou Eurostat. Pour le traitement à un niveau agrégé de ces enquêtes, toutes ces études utilisent, cependant, des méthodes qui sont parfois différentes (cf. note du tableau 1). C'est pourquoi, les calculs des taux de PPA, même s'ils s'appuient sur le même indice de prix, peuvent conduire à des écarts entre les différentes estimations proposées. Heston et Summers (1991) : « The Penn World Table (Mark 5): An Expanded Set of International Comparisons, 1950-1988 », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, mai.

La Penn World Table (version 5.6.) fournit directement, pour 139 pays, des taux de PPA vis-à-vis du dollar sur la période 1950-1992. Pour l'année 1998, les séries ont été prolongées en supposant que la PPA évoluait comme le rapport des indices de prix (soit approximativement comme l'écart d'inflation entre les pays considérés). Ont été alternativement utilisés les déflateurs du PIB et de la consommation privée. Les ratios de valeur unitaire proviennent des estimations effectuées sur l'année 1990 par Van Ark (1995) : « Manufacturing Prices, Productivity and Labor Costs in Five Economies », *Monthly Labor Review*, juillet. Ces séries ont été prolongées par l'évolution des rapports d'indices de prix à la production dans l'industrie manufacturière. Les PPA calculées à partir des coûts salariaux unitaires reposent sur des PPA de prix de production prévalant en 1990 et ont été actualisées en suivant le même principe.

Annexe C

Compétitivité et taux de change d'équilibre de long terme

Didier Borowski

Chargé de Mission à la Direction de la Prévision

Cécile Couharde

*Maître de Conférences à l'Université de Paris-Nord
et membre du Centre d'Études des Dynamiques Internationales*

La vision selon laquelle le « bon » prix relatif entre deux régions – et donc le « bon » niveau du change – peut s’appréhender à partir du calcul d’un taux de PPA ou d’une moyenne historique de l’évolution d’un taux de change réel bilatéral s’inscrit implicitement dans le cadre théorique de la Parité des Pouvoirs d’Achat (PPA), énoncé pour la première fois par Cassel voici maintenant plus de trois quarts de siècle. Toutefois, et indépendamment de toute notion de PPA, l’idée selon laquelle la compétitivité retrouverait à long terme un niveau moyen historique s’avère compatible avec différentes théories du change d’équilibre. Après avoir rappelé les fondements et limites de la PPA et des indicateurs traditionnels de compétitivité, nous présenterons puis critiquerons les principales approches alternatives du change d’équilibre qui tentent d’intégrer la référence à un équilibre macroéconomique.

Les indicateurs traditionnels de compétitivité offrent un diagnostic incomplet en termes de change d'équilibre

Dans sa version la plus élémentaire – dite PPA absolue – le taux de change d’équilibre est celui qui égalise les niveaux de prix entre deux régions. Dérivé de la *loi du prix unique* qui stipule que le prix d’un bien échangeable doit être le même quelle que soit la monnaie dans laquelle il s’exprime⁽¹⁾, ce principe prévaut en l’absence de toute forme d’entrave au commerce international (taxes douanières, barrières non tarifaires...) ainsi

(1) Le respect de la loi du prix unique pour tous les biens élémentaires échangés n'est cependant pas une condition suffisante au respect de la PPA. La méthode d'agrégation des indices de prix utilisés doit, en outre, être identique.

qu'en négligeant les coûts de transport et d'information. Dans ce cadre, tout écart à la PPA ne devrait être que temporaire : une divergence de prix pour des produits semblables conduirait à des arbitrages qui feraient plus ou moins rapidement disparaître l'écart.

Toutefois, de nombreuses raisons limitent la pertinence de la PPA comme estimation des taux de change d'équilibre. D'une part, les travaux empiriques montrent qu'il est difficile de valider la PPA comme « ancre » des taux de change observés⁽²⁾. D'autre part, l'existence d'une composante liée aux biens non échangeables (difficilement détectable) dans la plupart des indices de prix biaise l'application, à ces indices, de la loi du prix unique. C'est d'ailleurs l'existence même de biens non échangeables qui conduit à remettre en cause la validité de la PPA lorsque les niveaux de développement entre pays diffèrent grandement : l'effet Balassa-Samuelson invoque la forte croissance des pays en développement pour expliquer la tendance à l'appréciation réelle de leur monnaie⁽³⁾. Si l'on croit en cet effet, les écarts à la PPA seraient entièrement justifiés, et d'autant plus importants que les différences de développement et donc de productivité sont élevées entre pays. Cette critique n'a cependant pas grande portée car il devrait être possible – même si cela est difficile – de corriger le change réel de l'effet Balassa⁽⁴⁾.

La troisième et dernière raison – peut-être la plus importante – tient au fait que la compétitivité est analysée sous le seul angle des prix si bien que les caractéristiques des produits liées à leur plus ou moins grande « qualité » (le « hors-prix ») sont tout bonnement occultées. En outre, et plus généralement, la PPA néglige toutes les composantes structurelles de la

(2) Des tests portant spécifiquement sur la PPA sont cependant rendus difficiles par le manque d'homogénéité des séries longues. En revanche, un certain nombre d'études ont testé l'existence d'une relation de long terme entre le taux de change nominal, les prix domestiques et les prix étrangers. Il faut cependant voir qu'il ne s'agit pas d'un test de la PPA *stricto sensu*, mais plutôt de la recherche d'un change d'équilibre assez stable dans le temps. Celui-ci peut être différent de la PPA. Les travaux les plus récents, qui bénéficient de périodes d'estimation plus longues, concluent bien que l'on ne peut rejeter l'existence d'une telle relation et que le taux de change réel ne suivrait donc pas une *marche aléatoire* (Froot et Rogoff, 1994 et MacDonald, 1995) : en d'autres termes il s'agirait d'une variable prévisible qui *pourrait* retrouver un niveau « d'équilibre » à moyen terme. Notons que plusieurs modèles théoriques, distincts de la PPA, s'avèrent compatibles avec de tels résultats. En outre, dans une étude très récente, Bayoumi et MacDonald (1999) montrent que l'on ne peut toujours pas exclure l'existence de *facteurs réels* qui affecteraient l'évolution des taux de change réels à long terme. Ainsi qu'ils le soulignent, l'identification et la quantification de ces facteurs constituent une nouvelle voie de recherche empirique.

(3) L'effet Balassa-Samuelson a pour origine la moindre productivité, et donc les salaires plus faibles, dans le secteur des biens échangeables des pays en développement comparativement à ceux des pays développés. Au fur et à mesure qu'une économie se développe, les gains de productivité que connaît son secteur des biens échangeables engendrent des hausses de salaires dans ce même secteur, qui se diffusent peu à peu au reste de l'économie, et notamment au secteur des biens non échangeables. Dès lors, le niveau des prix des biens non échangeables croît avec le niveau de développement et le taux de change réel d'un pays en développement tend à s'apprécier.

(4) Notons que dans l'annexe B, les calculs de taux de PPA sur des prix de production dans le secteur manufacturier sont supposés représenter le seul secteur exposé.

compétitivité et de la différenciation des produits. Ainsi, la qualité de la spécialisation internationale (et notamment l'adaptation des appareils productifs à la structure par produit de la demande mondiale), en permettant une augmentation des prix du secteur exposé, peut être un facteur d'appréciation du change réel sans, pour autant, pénaliser la compétitivité globale d'un pays.

Ce sont toutes ces imperfections de la PPA qui engagent à regarder les moyennes historiques des indicateurs de compétitivité-prix ou coût. Si les barrières commerciales ou les différences de prix liées à la qualité sont stables au cours du temps, on peut penser que l'observation de séries longues portant sur les prix relatifs permettra de « révéler » où se situe le niveau d'équilibre du taux de change.

Mais l'approche en termes de moyenne historique n'est pas sans poser, elle aussi, de multiples problèmes. Par exemple, les *effets qualité* peuvent évoluer au cours du temps. Dans ce cas, la moyenne sur longue période perd de sa signification. De façon plus fondamentale, les différences de qualité traduisent en fait l'absence d'homogénéité des produits échangés : les phénomènes de différenciation des produits s'accompagnent de la possibilité de prix différents pour des produits proches, mais pas semblables (une Mercedes et une Trabant...). C'est le principe même de la loi du prix unique qui se trouve ici remis en question et il ne suffit pas de corriger la PPA par une prime de qualité, éventuellement variable au cours du temps. Les produits ne sont pas parfaitement substituables et, dans une certaine mesure, des écarts de prix variables peuvent exister. Une hausse de prix de 5 % d'une Mercedes par rapport à ses concurrents réduit la demande pour la berline allemande, mais ne la fait pas disparaître.

Dans ce cadre, le taux de change d'équilibre – appréhendé à partir des indicateurs traditionnels de compétitivité – devient une notion un peu floue que l'on ne peut plus décrire en se limitant à l'observation des prix et coûts. Des prix ou coûts jugés trop élevés conduisent à une perte de parts de marché et à un déficit extérieur. Certains pays pourront le supporter compte tenu, par exemple, de leur accès au marché international des capitaux, d'autres non. On voit alors que, dans ce cadre, des variables macroéconomiques doivent entrer en jeu. C'est pourquoi se sont développées des approches alternatives qui relient le change d'équilibre, non plus seulement à des prix relatifs, mais aussi à des variables réelles (soldes courants, croissance du PIB) censées rendre compte de l'équilibre macroéconomique.

Les nouvelles approches du change d'équilibre...

Dans cette veine, se sont développés plusieurs types de travaux qui définissent le taux de change d'équilibre comme le niveau du change réel permettant aux économies d'atteindre un solde courant soutenable, sachant que l'activité domestique et étrangère sont à leur niveau d'équilibre de moyen terme. Ces travaux se caractérisent par une réelle unité théorique affiliée à la macroéconomie néo-keynésienne où le change réel est défini ici comme

un indicateur rendant compte de la compétitivité globale d'un pays et où l'équilibre extérieur ne correspond pas nécessairement à un strict équilibre de la balance courante. Ces approches n'en demeurent pas moins de nature différente. Elles présentent, en particulier, des différences significatives dans les méthodes d'évaluation des taux de change d'équilibre qui rendent donc difficile la comparaison des résultats empiriques.

Certaines analyses s'inscrivent dans un cadre macroéconomique standard pour analyser les ajustements de moyen terme et prennent en compte tant les déséquilibres internes que les déséquilibres externes dans la détermination du taux de change d'équilibre – qualifié ici de « fondamental » – (Williamson, 1994). L'équilibre interne est atteint quand l'économie fonctionne à son niveau potentiel (output gap nul). L'équilibre externe renvoie, quant à lui, à la fixation exogène de cibles de comptes courants, qui si elles ne correspondent pas à un strict équilibre de la balance courante à moyen terme, doivent cependant respecter une contrainte de soutenabilité. Ainsi, les soldes courants des pays déficitaires doivent-ils évoluer sans engendrer une dynamique insoutenable de leur dette externe. Il faut souligner, à ce stade, le rôle crucial joué par les interdépendances entre économies qui sont par nature au cœur du concept du taux de change d'équilibre fondamental : si les cibles de comptes courants n'ont pas besoin d'être nulles à moyen terme, elles doivent être, en revanche, mutuellement compatibles. Dans cette approche, les équations décrivant la dynamique des échanges commerciaux jouent un rôle central. L'évaluation du taux de change d'équilibre part, en effet, du taux de change courant et recherche la variation de compétitivité qui permet de ramener le solde extérieur et la production sur leur cible respective ; cette évaluation repose soit sur des calculs de *statique comparative* effectués à partir des équations du commerce extérieur⁽⁵⁾ soit sur des simulations d'un modèle macroéconomique multinational⁽⁶⁾.

D'autres approches analysent les déterminants fondamentaux de l'évolution du taux de change et les forces de rappel qui tendent à le ramener vers sa valeur d'équilibre ou encore vers sa valeur de moyen terme. Comme dans les approches précédentes, l'équilibre externe renvoie à des balances courantes dont il n'y a pas de raison de penser qu'elles soient nécessairement équilibrées à moyen terme. La contrainte de l'équilibre externe est, en revanche, ici endogénisée via la référence explicite à la contrainte de solvabilité intertemporelle de la nation déterminée par le comportement optimisateur des agents (Stein, 1994). Dans d'autres travaux, sont privilégiées des approches en termes d'équilibre de portefeuilles où le taux de change d'équilibre assure l'égalité entre le stock d'actifs et son niveau désiré. Les estimations du taux de change d'équilibre reposent sur l'estima-

(5) Les output gaps et les écarts aux cibles de balances courantes sont, dans cette approche de statique comparative, les seules variables qui expliquent l'écart du taux de change à son niveau d'équilibre.

(6) Cette approche dynamique permet, quant à elle, en théorie, de décrire la trajectoire suivie par le taux de change pour rejoindre son niveau d'équilibre.

tion d'équations réduites du change réel en fonction d'un ensemble de facteurs structurels. De nombreux paramètres peuvent alors intervenir dans la détermination du change d'équilibre, tels que la « préférence pour le présent » des consommateurs ou encore des facteurs démographiques (les « jeunes » qui travaillent ont tendance à épargner tandis que les « vieux », à la retraite, sont censés désépargner). En général, contrairement à l'approche de Williamson, ces études adoptent une approche d'équilibre général et ne prennent en compte que partiellement les déséquilibres macroéconomiques ; ils se concentrent sur les seuls comptes courants (MacDonald, 1995 et Faruqee, 1995).

...conduisent à des estimations de taux de change d'équilibre peu précises

Les études empiriques portant sur le change d'équilibre de l'euro sont encore peu nombreuses et s'inscrivent dans les cadres théoriques évoqués ci-dessus.

Les résultats issus d'une approche « réduite » convergent à une sous-évaluation réelle de l'euro vis-à-vis du dollar en 1998 (Aglietta, Baulant et Coudert, 1998). Ce diagnostic trouve son origine dans l'ampleur des déséquilibres courants de part et d'autre de l'Atlantique, seule une dépréciation réelle du dollar vis-à-vis de l'euro permettant de ramener le déficit courant des États-Unis à un niveau soutenable.

Les approches « à la Williamson » sont beaucoup plus coûteuses à mettre en œuvre dans la mesure où elles nécessitent soit la construction d'un modèle économétrique décrivant les échanges mondiaux (Wren-Lewis et Driver, 1998), soit l'utilisation du bloc des échanges extérieurs d'un modèle multinational (Borowski et Couharde, 1998 et 1999).

À partir des parités nominales d'équilibre calculées pour le franc, le deutschemark et la lire, Driver et Wren-Lewis (1998) ont estimé un taux de change d'équilibre de l'euro vis-à-vis du dollar. Leur résultat, qui date de mai 1998, correspond, compte tenu de la fixation des parités intra-zone de l'euro, à 1 euro compris entre 1,17 et 1,43 dollar (*cf. tableau 1*). Pour un panier de monnaies plus représentatif de l'euro et pour des hypothèses de cibles de balances courantes équivalentes, nous obtenions, quant à nous, à la mi-1998, une valeur d'équilibre de l'euro comprise entre 1,07 et 1,15 dollar. Ces différences illustrent la sensibilité des résultats aux équations de commerce extérieur utilisées (valeurs d'élasticités-prix du commerce extérieur différentes).

Les cibles de soldes courants jouent, en outre, de façon très sensible sur la détermination des changes d'équilibre. Compte tenu de leur caractère approximatif, deux scénarios alternatifs peuvent être confrontés. Au-delà de quelques différences sur les cibles retenues pour les pays européens, les deux scénarios se distinguent par la cible de compte courant américaine.

Le scénario 1 (Williamson, 1994) impose que le déficit courant américain n'excède pas 1 point de PIB tandis qu'un déficit courant de 2 points de PIB est jugé soutenable aux États-Unis dans le scénario 2 (Williamson et Mahar, 1998) (*cf. tableau 2*). Dans le scénario 1, la parité d'équilibre de l'euro, sur le premier semestre 1998, est comprise entre 1,19 et 1,26 dollar. Le jeu de cibles, correspondant au scénario 2, conduit logiquement à une parité d'équilibre de l'euro plus faible (i.e. à un dollar plus fort), comprise entre 1,07 et 1,15 dollar (*cf. tableau 1*), dans la mesure où la cible de compte courant américaine est plus « laxiste ».

1. Parité d'équilibre du dollar vis-à-vis de l'euro selon le scénario retenu^(*)

1 euro = ... dollar ^(***)	Scénario 1 Cibles proposées par Williamson (1994)	Scénario 2 Cibles proposées par Williamson et Mahar (1998)
Wren-Lewis et Driver (1998)	non présenté	1,17 à 1,43 (1,28) ^(**)
Borowski et Couharde (1998)	1,19 à 1,26 (1,22) ^(**)	1,07 à 1,15 (1,11) ^(**)

Notes : (*) Pour le calcul des parités d'équilibre, le désalignement identifié est affecté non pas à la parité de l'écu constatée au 1^{er} trimestre 1998, mais à un lissage sur les quatre derniers trimestres de la parité observée, soit 1 écu = 1,08 dollar, afin d'éviter de reporter la volatilité de court terme du change sur la parité d'équilibre ; (**) Valeurs moyennes des intervalles ; (***) 1 euro vaut en moyenne 1,06 dollar sur le 2^e trimestre 1999.

2. Cibles de comptes courants : une comparaison entre les scénarios 1 et 2

	Scénario 1 ^(*)	Scénario 2 ^(**)
États-Unis	- 1,0	- 2,0
Allemagne	1,0	- 0,3
Japon	2,0	1,9
Royaume-Uni	- 0,5	- 0,2
France	1,0	1,5
Italie	1,0	2,5
Canada	- 1,5	- 1,9

Notes : (*) Williamson, 1994 ; (**) Williamson et Mahar, 1998.

La plupart des analyses mettent l'accent sur les seuls déséquilibres externes et négligent, à tort, l'impact des déséquilibres internes sur le diagnostic porté sur la parité d'équilibre. L'approche de Williamson, reprise dans (Borowski et Couharde, 1998 et 1999), permet au contraire de juger l'ampleur du rôle joué par les écarts de conjoncture en matière de déficits extérieurs et de faire la part du rééquilibrage des échanges qui viendra d'une convergence des output gaps et de celle qui nécessitera une modification

des changes réels. Ainsi, dans le scénario 1, la valeur d'équilibre de l'euro serait 10 % plus élevée (1 euro = 1,35 dollar) si l'on ne tenait pas compte du fait que l'Europe a un output gap important par rapport aux États-Unis et que celui-ci a vocation à se réduire à moyen terme⁽⁷⁾. Si l'on oublie que l'Europe a vocation à avoir une croissance plus rapide que celle des États-Unis pour rattraper l'écart accumulé dans les années quatre-vingt-dix, on est ainsi conduit à surestimer le pourcentage de dépréciation du dollar qui permettrait le retour du déficit américain à un niveau plus soutenable.

En définitive, soulignons que les études sur le change d'équilibre fondamental « à la Williamson » ne conduisent pas à des estimations très précises en raison notamment de la sensibilité des résultats aux élasticités du commerce extérieur et aux objectifs assignés aux soldes courants.

Les insuffisances théoriques du change d'équilibre

Les approches alternatives à la PPA sont encore récentes et demeurent donc très imparfaites si bien que les critiques sont nombreuses et souvent justifiées. Toutefois, soulignons qu'il n'existe, à ce jour, aucune approche *complète* du taux de change – dynamique, intégrant le rôle des anticipations des agents et, de surcroît, prenant en compte le jeu des interdépendances entre les économies – qui intègre tous les déterminants possibles de son niveau d'équilibre.

Le problème essentiel, nous semble-t-il, réside dans l'incertitude qui caractérise la mesure du change d'équilibre, et ce quelle que soit la méthode employée. Toutes les approches « réduites » comportent des paramètres – fixés de façon *ad hoc* lors de l'estimation économétrique – qui rendent la mesure finale très incertaine. Chez Williamson, la mesure du change d'équilibre est très sensible aux valeurs des élasticités-prix du commerce extérieur. Or, celles-ci posent de nombreux problèmes d'estimation et l'on s'explique mal en général les faibles valeurs observées (souvent inférieures à l'unité) : dans un environnement jugé de plus en plus concurrentiel par la plupart des exportateurs, il peut paraître étrange de n'attribuer aux pertes de compétitivité-prix qu'une si faible importance dans l'évolution des parts de marché⁽⁸⁾.

(7) Cette estimation date de l'été 1998. Or, l'output gap relatif s'est encore creusé depuis lors, bien plus qu'on ne l'avait anticipé. En effet, la croissance américaine s'est avérée beaucoup plus vive que prévu tandis que la croissance dans la zone euro a été, quant à elle, plus faible qu'on ne le pensait un an plus tôt. Dans la mesure du taux de change d'équilibre, il est encore plus essentiel aujourd'hui qu'il y a un an de bien prendre en compte l'existence de cet écart important d'output gap. Il serait erroné de penser que le rééquilibrage du déficit courant américain, qui s'est fortement accru depuis un an, ne viendra que de la baisse du dollar sans contribution venant d'un renforcement de la croissance européenne.

(8) On peut se demander si les modèles utilisés n'exagèrent pas le degré de différenciation des produits et la capacité qu'ont les exportateurs à augmenter leurs prix. Cette question est assez peu discutée dans la littérature, pourtant des élasticités inférieures à un sont pour le moins troublantes car elles signifieraient qu'il est possible pour un exportateur d'augmenter son chiffre d'affaires en valeur en augmentant ses prix. Il s'agirait alors d'une façon étrangement facile d'augmenter ses profits (par réduction de la production, des coûts et pourtant augmentation du chiffre d'affaires).

Notons qu'une source de biais dans la mesure des élasticités de long terme pourrait être liée, par exemple, à la présence de non linéarités : l'élasticité-prix pourrait fort bien dépendre elle-même du niveau de la compétitivité. Ainsi, des pertes régulières de compétitivité-prix pourraient conduire à une élévation de la valeur même de l'élasticité-prix de sorte qu'un raisonnement à élasticité constante serait trompeur. Un autre biais d'estimation pourrait provenir d'une incertitude plus grande sur la mesure de l'effet de long terme d'une perte de compétitivité par rapport à celle qui caractérise son seul effet de court terme⁽⁹⁾. L'incertitude qui entoure la mesure des élasticités-prix rejaillit nécessairement sur la mesure même du niveau du change d'équilibre, sans qu'il soit pourtant possible de quantifier cette incertitude avec précision. Par exemple dans le cas du dollar, l'hypothèse d'élasticités plus élevées augmenterait sensiblement la valeur estimée du change d'équilibre, et la rapprocherait de celle déduite des indicateurs traditionnels de compétitivité, car le mouvement de change qui apparaît nécessaire pour ramener le déficit extérieur à un niveau soutenable en serait réduit d'autant.

Malgré les difficultés théoriques et pratiques qu'elles rencontrent, les nouvelles approches du change d'équilibre illustrent l'importance de la prise en compte de certaines variables macroéconomiques. En particulier, l'approche de Williamson met l'accent sur les déséquilibres courants ainsi que sur les objectifs (cibles) qui leur sont assignés dans la définition du change d'équilibre⁽¹⁰⁾.

La prise en compte d'éléments de nature macroéconomique conduit parfois à des écarts importants avec les estimations de PPA ou les indicateurs traditionnels de compétitivité fondés sur des moyennes historiques. Le sens des écarts ainsi mis en évidence peut aisément s'interpréter : il est en effet probable que le rééquilibrage des échanges extérieurs américains exigera le maintien d'un haut niveau de compétitivité aux États-Unis dans les prochaines années. En revanche, les quantifications apparaissent à l'heure actuelle toujours assez fragiles.

(9) Il est étonnant que les travaux empiriques portant sur les élasticités-prix éludent la plupart du temps les biais évoqués.

(10) La question des déterminants de ces cibles reste ouverte. Elles peuvent provenir de différences structurelles entre économies (niveaux d'épargne, accès aux marchés internationaux de capitaux...) ou résulter d'un effort de concertation internationale.

Références bibliographiques

- Aglietta M., C. Baulant et V. Coudert (1998) : « Pourquoi l'euro sera fort ? Une approche par les taux de change d'équilibre », *Revue Économique*, vol. 49, n° 3, mai.
- Bayoumi T. et MacDonald R. (1999) : « Deviations of Exchange Rates from Purchasing Power Parity: A Story Featuring two Monetary Unions », *IMF Staff Papers*, vol. 46, n° 1, mars.
- Borowski D. et C. Couharde (1998) : « Parité euro/dollar et ajustements macroéconomiques : que révèle une analyse en termes de change d'équilibre ? », *Revue d'Économie Financière*, n° 49, vol. 5, septembre.
- Borowski D. et C. Couharde (1999) : « Quelle parité d'équilibre pour l'euro ? », *Économie Internationale*, n° 77, juillet.
- Faruqee H. (1995) : « Long-Run Determinants of the Real Exchange Rate: A Stock-Flow Perspective », *IMF Staff Papers*, vol. 42, n° 1, mars.
- Froot K. A. et K. Rogoff (1994) : « Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates », *NBER Working Paper*, n° 4952.
- MacDonald R. (1995) : « Long-Run Exchange Rate Modeling: A Survey of the Recent Evidence », *IMF Staff Papers*, vol. 42, n° 3, septembre.
- Stein J. (1994) : « The Natural Real Exchange Rate of the US Dollar and Determinants of Capital Flows » in *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Policy Analyses in International Economics, Institute for International Economics, Washington DC, Williamson (ed).
- Williamson J. (1994) : *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Policy Analyses in International Economics, Institute for International Economics, Washington DC.
- Williamson J. et M. Mahar (1998) : « Current Account Targets », Annexe A in *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Wren-Lewis et Driver (eds), Policy Analyses in International Economics, 54, Washington DC, Institute for International Economics, mai.
- Wren-Lewis S. et R. Driver (1998) : *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Policy Analyses in International Economics 54, Institute for International Economics, Washington DC, mai.

Annexe D

Les enseignements des politiques de contrôle des capitaux pour les pays émergents

Sylvie Hel-Thelier

Chargée de Mission au Conseil d'Analyse Économique

La crise financière internationale qui a débuté à l'été 1997 en Thaïlande et s'est ensuite étendue, dans un premier temps, à plusieurs pays de la région et, dans un second temps, à d'autres économies émergentes ou en transition comme la Russie ou certains pays d'Amérique latine, a réactivé la réflexion sur les moyens permettant d'éviter le déclenchement de ces crises mais aussi de les traiter lorsqu'elles surviennent.

Ces événements ont motivé un renouveau d'intérêt sur les moyens de faire face à la volatilité des marchés de capitaux internationaux. Les analystes économiques se sont penchés sur les expériences menées dans différents pays – industrialisés ou émergents – au cours des dernières décennies pour limiter la circulation des capitaux spéculatifs, ainsi que sur leurs résultats, d'autant que, pour faire face à la crise récente, plusieurs pays asiatiques (Thaïlande, Malaisie) ont renforcé de manière transitoire leurs politiques de contrôle des changes et des capitaux.

À la suite de James Tobin, de nombreux économistes ont en effet évoqué l'idée de « jeter un peu de sable dans les rouages du marché international des changes » afin de ralentir les flux de capitaux volatils à court terme, trop instables et imprévisibles pour constituer la principale source de financement externe des marchés émergents. Si une *Tobin tax*⁽¹⁾ paraît diffi-

(1) Idée formalisée pour la première fois en 1971 par James Tobin de prélever sur les transactions de change une taxe de 0,1 à 0,25 %, visant à décourager les allers-retours incessants des spéculateurs.

cile à mettre en œuvre et insuffisamment ciblée⁽²⁾, on peut légitimement s'interroger sur l'intérêt présenté par un contrôle des capitaux sélectif qui pourrait constituer une alternative à une taxation générale des capitaux à court terme.

Certains pays émergents ont conservé un système de change administré qui requiert généralement un contrôle strict des capitaux. Leur choix – qui peut se justifier par des arguments de protection économique et financière (fragilité du tissu économique, insuffisances du système bancaire et du contrôle prudentiel,...) ou politique – ne fera pas ici l'objet d'un examen détaillé. Nous nous intéresserons plutôt aux pays émergents de plus en plus nombreux qui, du fait de leur plus grande insertion dans le commerce mondial, ont été graduellement amenés à libéraliser partiellement ou plus largement leur compte de capital, et aux interrogations qui apparaissent sur l'efficacité d'un maintien ou d'un rétablissement de certaines formes de contrôle des capitaux dans ces pays.

Dans cette annexe, nous analyserons, dans un premier temps, les différentes formes de contrôles des capitaux ainsi que les raisons qui peuvent conduire à l'instauration de ces contrôles. Nous tenterons, dans un deuxième temps, par l'examen de quelques expériences de contrôle des capitaux ainsi que des travaux réalisés sur les conséquences de ce type de politiques, d'en tirer certains enseignements pour les pays émergents.

L'instauration d'un dispositif de contrôle des capitaux peut être envisagée dans certaines situations

Les restrictions sur les transactions en capitaux – sur les transactions de change mais aussi sur d'autres types de capitaux – ont été employées sous des formes plus ou moins souples par de nombreux pays développés au cours des années cinquante à quatre-vingt. Ces mesures de restriction des opérations de change, de restrictions directes et quantitatives sur les mouvements de capitaux (en particulier sur les sorties de fonds), accompagnaient généralement des mesures de plafonnement du crédit domestique destinées à contrôler la liquidité de l'économie. D'autres mesures plus indirectes, telles que des taxes discriminatoires rendant plus coûteux les mouvements de capitaux ou encore l'exigence de réserves pour les placements en devises étrangères, pouvaient également être employées. Après la fin du système de Bretton Woods et dans un univers financier de plus en plus globalisé, les effets pervers de ces contrôles – en termes d'inefficacités, d'incitations à la recherche de rentes ou de distorsions de concurrence – ont cependant conduit les pays industrialisés à leur abolition dans le courant des années quatre-vingt. Ce phénomène a été accéléré par les progrès technolo-

(2) Voir à ce sujet le rapport du CAE n° 14 « Instabilité du système financier international ».

giques rendant la mobilité des capitaux de plus en plus difficile à contrôler ainsi que par le processus d'intégration européenne⁽³⁾.

Le contrôle des capitaux a, au cours des dernières décennies, également concerné les pays en développement. Ne disposant généralement que d'un marché financier étroit et d'un secteur bancaire de petite taille, ils ont le plus souvent opté pour le maintien d'un taux de change fixe par rapport à leurs principaux partenaires commerciaux accompagné de mesures de contrôle des capitaux, des taux de changes flottants, plus volatils, étant susceptibles d'être plus déstabilisants. En réaction à l'accroissement de la mobilité des capitaux, beaucoup de ces pays ont d'ailleurs renforcé leurs mesures de contrôle des capitaux dans les années soixante-dix et quatre-vingt. D'autres pays, souvent parmi les plus pauvres ou disposant d'un vaste marché intérieur, ont enfin choisi de conserver un régime de change administré accompagné d'un contrôle strict des mouvements de capitaux, ce qui les rendait moins vulnérables aux pressions spéculatives. Au cours de la dernière décennie cependant, nombre de petits pays émergents ont souhaité libéraliser peu à peu leurs opérations en capital afin d'attirer les investisseurs étrangers. Pour éviter une déstabilisation de leur économie par des flux de capitaux trop importants, nombre de ces pays émergents ont néanmoins conservé certaines formes de contrôle des opérations en capital, souvent plus indirectes, affectant le rendement des capitaux et ont adopté des règles prudentielles concernant les opérations en devises des banques, qui se sont progressivement substituées aux contrôles administratifs discrétionnaires afin de minimiser les distorsions et les risques de corruption.

La théorie économique considère généralement les formes de contrôle des capitaux comme un optimum de second rang. Les travaux traditionnels théoriques tiennent en effet le libre-échange comme une facteur augmentant le *bien-être*, les contrôles des capitaux étant considérés comme réducteurs de bien-être, sauf s'ils constituent des optimum de second rang permettant d'atténuer les effets d'une première distorsion du marché⁽⁴⁾. En théorie donc, un Gouvernement aux prises avec une distorsion bien déterminée peut améliorer *le bien-être* par une intervention sur le marché international des capitaux. L'estimation de l'efficacité réelle d'une telle intervention relève néanmoins de l'étude empirique. Dans tous les cas, il convient de distinguer dans l'analyse le contrôle des entrées de celui des sorties de capitaux.

(3) En France la libéralisation des changes n'a été totalement achevée qu'au début des années quatre-vingt-dix, en partie sous la pression de l'Acte unique.

(4) Tous les arguments en faveur de l'intervention des gouvernements ne sont cependant pas basés sur des considérations relatives à un optimum de second rang. Dans certains cas, l'intervention d'un gouvernement sur les marchés de capitaux peut être justifiée pour atteindre l'optimum de premier rang (exemple du cas où l'on souhaite protéger un régime de changes fixe dans la phase de transition vers une Union monétaire).

Le contrôle des sorties de capitaux répond généralement à des attaques spéculatives

D'une manière générale, les contrôles des sorties de capitaux peuvent être utilisés pour répondre aux comportements de spéculation des marchés, afin de tenter de réduire la volatilité des flux de capitaux à court terme et donc des taux de change, notamment en cas de parité fixe. Les mesures annoncées par la Thaïlande à partir de mai 1997 et par la Malaisie en septembre 1998 illustrent ce type de réaction. Face à ces attaques spéculatives, la réponse à apporter doit cependant être différente selon la situation.

Dans le cas où les attaques spéculatives menées par les marchés contre la parité fixée sont justifiées par une surévaluation du change réel de la monnaie en cause, il paraît dangereux pour le pays concerné de résister aux pressions compte tenu de l'absence de crédibilité de la parité. Celle-ci incite les résidents à un comportement de précaution impliquant une éviction de l'épargne domestique. Du côté des non-résidents, on assiste dans ces circonstances une liquidation des avoirs investis dans le pays. La meilleure solution dans le contexte d'une surévaluation du change est alors la dévaluation. Les autorités thaïlandaises n'ont d'ailleurs pu résister aux pressions sur le baht que quelques mois, avant de laisser flotter leur monnaie à partir de début juillet 1997.

En revanche, dans certains cas, les attaques spéculatives ne paraissent justifiées ni par les fondamentaux économiques ni par les doutes sur la politique de change menée à moyen-long terme, les marchés testant plutôt la volonté du pays concerné de maintenir à court terme la parité fixée. La crise du SME à l'été 1993 illustre bien ce type de situation. La meilleure réponse à apporter aux attaques pour restaurer la confiance des marchés ne réside alors pas dans l'instauration de contrôles ou autres mesures rigides de politique monétaire mais dans l'envoi de signaux crédibles à l'attention des marchés afin de rétablir la confiance dans la politique de changes menée⁽⁵⁾.

En dehors du cas d'attaques spéculatives, le besoin d'un contrôle des sorties de capitaux peut néanmoins se présenter sans être justifié par une situation d'urgence. Dans le cas d'une situation politique et sociale fondamentalement instable, générant une forte prime de risque et donc des taux d'intérêt élevés, le gouvernement se trouve alors face à un dilemme s'il veut maintenir une certaine stabilité de sa monnaie : accepter des taux d'intérêt élevés au risque d'induire une dégradation de la situation macro-économique domestique ainsi que de la balance des paiements, faisant ainsi

(5) Voir ce document le texte de Bergsten, Davanne et Jacquet « Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes ».

peser les conséquences de la situation sur l'ensemble de la population ; ou limiter la hausse des taux d'intérêt par un contrôle des sorties de capitaux, permettant de retenir l'épargne des couches moyennes et aisées de la population en réduisant l'évasion des capitaux. Ce type de contrôle des capitaux peut également être instauré pour accompagner une politique fiscale redistributive, impliquant des taux élevés de prélèvements obligatoires, donc des risques d'évasion de capitaux.

Le choix d'introduire un contrôle des sorties de capitaux dans ces situations n'est toutefois pas sans inconvénients : ces mesures interfèrent inévitablement à brève échéance avec le commerce normal et le secteur financier. Ces contrôles peuvent de plus permettre aux gouvernements de différer les réformes structurelles indispensables ; dans ce cas, la spéculation reprendra si le pays tente d'autoriser de nouveau les mouvements de capitaux, mais ne pas le faire impliquerait de se couper définitivement des sources de financements extérieurs, utiles au développement, en particulier dans le cas des pays émergents. En outre, le contrôle des capitaux encourage les pratiques frauduleuses, le développement d'un marché parallèle du change et la corruption. Enfin, la sophistication croissante des marchés financiers permet de plus en plus le contournement des mesures de contrôle, rendant leurs effets de protection contre la spéculation temporaires et augmentant le coût de leur mise en œuvre en forçant rapidement les autorités à étendre toujours plus les filets des contrôles administratifs. La fuite des capitaux semble donc impossible à empêcher à moyen terme.

Au total donc, le contrôle des sorties de capitaux ne constitue sans doute pas la bonne solution en réponse à des attaques spéculatives des marchés. Il peut par contre être utilisé dans certaines situations particulières mais serait inefficace et contre-productif s'il devenait permanent.

Le contrôle des entrées de capitaux peut en théorie avoir une certaine efficacité pour les pays émergents

Dans les pays émergents, le maintien de certaines restrictions sur les entrées de capitaux est envisageable, en particulier sur les capitaux à court terme, même dans le cas d'une certaine libéralisation du compte de capital. Ce contrôle peut être en théorie justifié pour deux raisons. D'une part, le contrôle des capitaux peut permettre à ces pays de conserver des marges de manœuvre pour leur politique économique. D'autre part, la mise en place d'un contrôle des entrées de capitaux peut répondre à des considérations de nature prudentielle.

Les restrictions à la mobilité des capitaux peuvent permettre à *la politique économique* des pays émergents d'échapper en partie à la contrainte du « triangle d'incompatibilité » et de maintenir un système de change fixe ou de préserver un degré d'autonomie de la politique monétaire, en particulier lorsque le pays cherche à concilier des objectifs internes et externes difficilement compatibles (exemple du Chili). La volonté de protéger des indus-

tries naissantes peut en effet conduire ces pays à protéger certains secteurs de leur économie et notamment leurs capacités à l'exportation, en évitant donc une trop forte appréciation de la monnaie. Un pays, en particulier s'il est en développement, peut enfin vouloir limiter la part de son capital productif sous contrôle étranger ou encore influencer la structure de sa production (exemple de la Corée du sud restreignant les entrées d'IDE) sur la base de considérations politiques stratégiques ou socio-économiques.

Dans le cas du Chili du début des années quatre-vingt-dix, la limitation des entrées de capitaux avait pour objectif de redonner des marges de manœuvre à la politique monétaire pour stabiliser la conjoncture – et en particulier pour répondre à une progression rapide de l'inflation – sans compromettre la stabilisation du taux de change, donc de résoudre le conflit entre les objectifs internes (stabilisation de la conjoncture et des prix au moyen de taux d'intérêt élevés) et externes (stabilité de la monnaie permettant de maintenir la compétitivité des exportations chiliennes). Le différentiel entre les taux d'intérêt chiliens et ceux des pays industrialisés ainsi que l'amélioration de la perception sur le plan international de l'économie et de la politique chilienne au tout début des années quatre-vingt-dix – en raison du retour à la démocratie et du maintien d'une politique libérale par les nouvelles autorités économiques – avaient en effet eu pour conséquence de contribuer à attirer d'importants montants de capitaux étrangers à partir de 1990.

Des préoccupations prudentielles peuvent également justifier la mise en place d'un contrôle des entrées de capitaux afin de préserver la stabilité financière. On peut considérer qu'un contrôle des capitaux peut protéger le développement des marchés financiers des pays émergents. Certains de ces pays ont fait appel à ce type d'argument pour justifier le maintien des contrôles de capitaux, voire même celui d'une fermeture du compte de capital. Ses inconvénients (le risque de retarder le développement des marchés financiers plutôt que de le faciliter, en particulier si la mesure temporaire devient permanente) doivent alors être mis en balance avec ses avantages attendus. Le contrôle des capitaux peut alors s'avérer utile pour limiter l'exposition en devises étrangères des institutions financières locales ou allonger la maturité de leurs passifs, notamment lorsque le dispositif de supervision du système financier s'avère insuffisant ou nécessite une restructuration, en limitant les risques « d'aléas de moralité » liés à la présence de garanties publiques implicites.

De ce point de vue, deux exemples récents semblent conforter les politiques de contrôle des entrées de capitaux. Un contrôle des entrées de capitaux instauré en amont de la crise dans les pays asiatiques aurait peut-être pu permettre d'éviter d'exposer le système financier de ces pays à un excès de liquidités, fragilisant le système bancaire et incitant à des investissements peu productifs. De fait, la mise en place par le Chili en 1991 d'une taxe implicite sur les entrées de capitaux a pu, selon certains, proté-

ger ce pays des effets des brusques retournements des flux de capitaux à court terme observés dans d'autres pays émergents ou en transition touchés par la crise financière récente.

L'examen des expériences de contrôle des capitaux tend à montrer les limites de ce type de pratiques

La multiplicité des expériences de contrôle de capitaux oblige à retenir une approche sélective dans l'observation empirique de la mise en œuvre de ce type de politiques, l'objectif étant de déterminer quels enseignements peuvent être tirés de quelques unes de ces expériences récentes de contrôle des capitaux.

Les expériences de contrôles des capitaux

L'expérience chilienne : un exemple de contrôle des entrées de capitaux

Le Chili a mené une politique de taxation des entrées de capitaux de 1991 à 1997, souple puisqu'elle s'est adaptée à la crise financière internationale via une réduction puis une suspension de la taxation courant 1998. En 1991, les autorités chiliennes ont introduit l'obligation de constituer des réserves non rémunérées auprès de la Banque centrale en contrepartie des prêts reçus de l'étranger. Dépendant à l'origine de la durée du crédit, la période de réserve a été fixée en 1992 à un an, indépendamment de la durée du crédit. Entre 1991 et 1997, cette obligation a été étendue à la quasi-totalité des entrées de capitaux, à l'exception des crédits commerciaux (paiements directs aux exportateurs) et des investissements directs étrangers⁽⁶⁾. Le montant de ces réserves non rémunérées en proportion des entrées a fortement varié : représentant au début 20 % des flux, il est ensuite passé à 30 % entre mai 1992 et juin 1998, il a été ramené à 10 % en juin 1998, puis l'obligation a été suspendue en septembre 1998 dans la mesure où, sur la période la plus récente et comme la totalité des autres pays émergents, le Chili n'a pas souffert d'entrées excessives de capitaux mais plutôt de sorties. Fin 1994, afin d'alourdir la taxe à l'entrée – l'impact de celle-ci étant réduit par la baisse des taux d'intérêt des pays industrialisés – la Banque centrale a imposé l'obligation de constituer la réserve non rémunérée en dollars américains.

(6) Qui devaient cependant être d'une durée d'au moins un an.

La non rémunération de ces dépôts s'apparentait à une forme de taxation des entrées de capitaux⁽⁷⁾. Elle était au départ conçue pour décourager les emprunts à court terme sans affecter les investissements étrangers à long terme. Avec cet instrument, la Banque centrale pénalisait les investisseurs cherchant à bénéficier des différentiels de taux d'intérêt et à spéculer sur l'évolution du cours de change ; en même temps, elle essayait de nuire le moins possible aux flux à long terme qui *a priori* sont associés à d'autres objectifs qu'à la spéculation.

Outre des considérations de nature macroéconomique déjà évoquées, l'introduction de l'obligation d'une réserve non rémunérée sur les crédits externes était également motivée par des considérations de nature prudentielle : la mesure devait décourager le crédit externe à court terme sans affecter les IDE et favoriser le financement des entreprises par augmentation du capital plutôt que par endettement. En réduisant la volatilité des flux de capitaux et donc celle du taux de change ainsi que le volume de la dette externe à court terme, la mesure devait enfin accroître la stabilité financière et réduire ainsi la vulnérabilité externe. L'expérience chilienne a été perçue par beaucoup comme un moyen de contrôler la composition des prêts consentis par l'étranger sans affecter le volume des entrées de capitaux dans le pays, ainsi que comme un moyen d'allonger l'horizon des investissements étrangers entrant au Chili, les investisseurs sélectionnant mieux leurs projets et y demeurant plus longtemps.

Les expériences thaïlandaise et malaise de contrôle des sorties de capitaux

L'instauration, à partir de mai 1997, d'un contrôle en amont de la crise sur les mouvements de capitaux par les autorités thaïlandaises tentait de protéger l'économie domestique des conséquences de la hausse des taux d'intérêt destinée à contrebalancer les pressions sur le taux de change. Ce contrôle a consisté en une forte limitation des prêts en devise nationale aux non-résidents par les banques nationales⁽⁸⁾. Il s'agissait de limiter les sorties de capitaux de nature spéculative, d'empêcher que les non-résidents s'endettent en devise locale, changent le produit de leur emprunt en devises étrangères et attendent une dévaluation pour faire l'opération inverse et rembourser au moindre coût leur emprunt.

(7) Au contraire d'une taxe Tobin – « symétrique » en ce qu'elle consiste en un prélèvement représentant un pourcentage fixe des flux de capitaux indépendant de la durée du prêt – la mesure chilienne peut être assimilée à une taxe « asymétrique », différenciée selon flux sortants et entrants ainsi qu'en fonction de la durée des flux (le coût induit par la réserve dépendant de la durée du prêt reçu de l'étranger).

(8) Concrètement, cela s'est notamment traduit par une limitation des prêts en bahts pouvant être accordés par les banques locales aux banques offshore et par la limitation des échanges bahts-dollars pour les banques locales.

La Thaïlande a ainsi utilisé les contrôles sélectifs de capitaux afin de réduire l'accès des spéculateurs étrangers au crédit en monnaie domestique, mais en excluant spécifiquement les prêts commerciaux et les investissements. Les banques thaïlandaises refusant de fournir des crédits à court terme aux spéculateurs, la forte augmentation des taux d'intérêt n'a pas eu lieu sur le marché domestique mais sur le marché offshore, conduisant à des différentiels de taux d'intérêt et de taux de change très importants entre marchés domestique et offshore. Mais cette mesure tardive n'a pas suffi à éviter la dévaluation du baht à partir de juillet 1997.

Après la chute de 40 % de sa devise, le gouvernement malais a introduit en septembre 1998 *a posteriori* un contrôle des capitaux très strict qui limitait les sorties spéculatives de capitaux et empêchait également les investisseurs étrangers de récupérer les capitaux préalablement placés en Malaisie. Il a donc été particulièrement mal ressenti par ceux-ci. Les autorités malaises ont également instauré la non convertibilité du ringgit en dehors du territoire national et fixé arbitrairement sa parité (3,8 ringgits pour 1 dollar). Tous les avoirs financiers des étrangers étaient bloqués durant un an et les entreprises étrangères souhaitant convertir leurs profits en devises pour les transférer à l'étranger devaient demander une autorisation préalable. En outre, les malais ne pouvaient plus investir librement à l'étranger, ni sortir du pays avec une somme d'argent supérieure à 10 000 ringgits.

L'objectif du gouvernement malais était de stabiliser le cours de la monnaie en empêchant une poursuite de la baisse vis-à-vis du dollar et se protéger des turbulences financières asiatiques, tout en interdisant aux investisseurs étrangers de rapatrier leurs capitaux. L'isolement créé par le contrôle des changes pouvait en effet permettre au gouvernement malais de baisser ses taux d'intérêt pour relancer sa croissance sans que son économie ne soit pénalisée par une nouvelle baisse de sa monnaie. Un assouplissement du contrôle des capitaux mis en place en septembre 1998 a cependant été décidé quelques mois plus tard, le 4 février 1999. Les contrôles quantitatifs, adaptés à une situation d'urgence, ont été remplacés par une taxation des transactions. La règle interdisant le rapatriement des investissements de portefeuille ainsi que des profits pendant une période de douze mois a ainsi été supprimée. Elle a été remplacée par un double système. L'un – temporaire – de taxation des investissements financiers dans une proportion inverse à leur durée de détention pour les fonds investis jusqu'au 15 février 1999. Puis, à partir de cette date, un second dispositif nettement allégé dans lequel seules les plus-values dégagées seront taxées.

Les enseignements des politiques de contrôle des capitaux

Un certain nombre de travaux a cherché à estimer l'efficacité des politiques de contrôle des capitaux. L'expérience chilienne de contrôle des entrées de capitaux depuis le début des années quatre-vingt-dix a fait l'objet d'un examen particulièrement attentif de la part des économistes. Par ailleurs, l'observation des expériences récentes des pays asiatiques tendant à limiter

les sorties de capitaux peut également constituer une source d'enseignements intéressante.

Dooley (1996) a réalisé une bonne synthèse de l'ensemble des travaux examinant l'efficacité des contrôles de capitaux mis en œuvre tant dans les pays industrialisés qu'émergents au cours des dernières décennies. Les conclusions générales qui ressortent de cette synthèse rejoignent dans l'ensemble les conclusions tirées de l'examen spécifique de l'expérience chilienne (*cf. infra*). Il observe que le contrôle des capitaux permet aux pays de maintenir temporairement un écart entre les rendements domestiques et internationaux. Cependant, il apparaît que cet effet s'érode au cours du temps car le secteur privé développe de nouveaux moyens de contourner les restrictions. Il note cependant que les contrôles semblent avoir des effets sur le volume et la structure des flux de capitaux dans les pays industrialisés alors que cet effet n'est pas visible pour les pays émergents, peut-être parce que la mise en œuvre des contrôles est moins efficace dans ces derniers⁽⁹⁾.

L'expérience chilienne

Cardoso et Laurens (1998) ont récemment réalisé un large travail d'estimation des effets et de l'efficacité du contrôle des capitaux chilien et effectué une synthèse très complète des travaux réalisés⁽¹⁰⁾. Ils tirent trois conclusions de leurs travaux :

La première, réside dans l'efficacité très limitée des contrôles de capitaux sur des variables macroéconomiques, telles que les flux totaux de capitaux entrants, le taux de change réel ou le différentiel de taux d'intérêt entre le Chili et le reste du monde. En ce qui concerne les flux de capitaux, un effet peu important apparaît, à court terme uniquement puisque disparaissant à l'horizon d'un an, ce qui suggère une capacité limitée de la mesure à favoriser une plus grande autonomie de la politique monétaire. S'agissant du taux de change réel, les résultats des études convergent à l'absence d'effet des contrôles sur son évolution. Le taux de change réel s'est en fait apprécié malgré l'existence de la réserve. La mesure de réserve non rémunérée serait en revanche efficace pour le maintien sur une période relativement courte (un an à un an et demi) d'un écart entre le taux d'intérêt domestique et le taux international. Et la Banque centrale a réussi à abaisser le taux d'inflation à 8,9 % en 1994 (il était de plus de 27 % en 1990). Les défenseurs de la mesure affirment néanmoins qu'en son absence, le Chili aurait subi un afflux de capitaux et une appréciation réelle encore plus importante.

(9) Le fait que les contrôles semblent, selon cette étude, avoir plus d'effets dans les pays industrialisés que dans les pays émergents peut s'expliquer – outre les problèmes de mise en œuvre effective dans les pays émergents – par le fait qu'il s'agit d'un retour sur les dernières décennies, ne prenant donc pas en compte les effets des progrès technologiques et de la globalisation qui rendent de moins en moins efficaces ces contrôles sur les marchés financiers développés.

(10) En particulier, ceux de Valdes-Prieto et Soto (1996 et 1998), Soto (1997) et Edwards (1998).

La deuxième conclusion souligne la faible efficacité de la mesure au regard de considérations prudentielles telles que la composition des flux de capitaux, et ses effets limités au court terme (durant les six premiers mois). Concernant en revanche la volatilité du taux de change, celle-ci a été effectivement réduite parallèlement à la mise en place des contrôles, mais cette réduction tient sans doute plus à des mesures telles que l'instauration d'une bande de fluctuation du change ou l'existence d'un marché dual des changes, ainsi qu'aux capacités de la Banque centrale de lisser ses interventions dans ce domaine. C'est d'ailleurs au sujet de la composition des flux de capitaux que se concentrent les interrogations sur l'efficacité du contrôle des entrées de capitaux, rendant par conséquent toute conclusion dans ce domaine particulièrement fragile (voir encadré).

La troisième conclusion est que l'utilisation de la mesure pour des objectifs prudentiels doit être considérée avec précaution en raison du caractère non discriminant de son application en termes de structure visée et de niveau de risque. Elle peut en effet induire des effets inverses à ceux recherchés en ralentissant le développement des marchés financiers, la liquidité et la qualité des capitaux, et en induisant des détournements de transactions vers des instruments ou des opérateurs plus risqués, soit en accroissant finalement le risque de système. De ce point de vue, des mesures telles que celles appliquées aux entreprises et banques chiliennes voulant emprunter à l'étranger semblent plus intéressantes⁽¹¹⁾.

À la lumière de l'expérience chilienne, le rôle des mesures prudentielles accompagnant la politique de contrôle des capitaux a d'ailleurs été souligné. La majorité des flux internationaux de capitaux sur les marchés émergents étant intermédiaires par le système bancaire, certaines mesures prudentielles ne peuvent-elles pas avoir des effets similaires aux restrictions de capitaux ? Selon certains observateurs, la combinaison de ces mesures prudentielles et des contrôles de capitaux a atteint deux objectifs dans le cas chilien : d'une part, elle a limité l'exposition des organismes bancaires et non bancaires en devises étrangères ; d'autre part, elle peut permettre à la Banque centrale, en cas de soudaines sorties de capitaux, de défendre la parité de change en augmentant le taux d'intérêt, sans affecter la rentabilité des banques. L'importance du cadre prudentiel du Chili est souligné en particulier par Zahler (1993) qui postule que la libéralisation financière et l'ouverture du compte de capital doivent être accompagnés et même précédés par une réforme adaptée des règles de supervision. Edwards (1998) suggère également que la stabilité chilienne doit plus à ses règles bancaires

(11) Les entreprises et les banques chiliennes ne sont autorisées à emprunter à l'étranger que si leur solvabilité est notée BBB pour les entreprises et BBB+ pour les banques par deux agences de notation financière. Les banques ne peuvent prêter sur le marché domestique en monnaie étrangère, sauf dans le cas de crédits commerciaux. De plus, il existe une limite sur les positions de change étranger de 20 % du capital et des réserves des banques.

Les modes de contournement possibles des contrôles chiliens

À l'appui de l'efficacité des contrôles chiliens, certaines études soulignent l'augmentation du rapport entre les flux de capitaux à long terme et les flux à court terme. Les données chiliennes sur la dette extérieure montrent effectivement que l'introduction d'un contrôle des capitaux affecte la maturité des entrées de capitaux nets, même si un tel effet apparaît seulement après 1995 quand les contrôles ont été renforcés⁽¹⁾. Un certain nombre d'éléments peut néanmoins suggérer une sous-estimation des entrées de capitaux à court terme enregistrées dans la balance des paiements, laissant penser que l'afflux total de capitaux spéculatifs n'a pas forcément diminué grâce aux contrôles. Nombre d'études montrant que les contrôles chiliens ont été efficaces s'intéressent en effet aux seuls crédits à court terme officiellement enregistrés, ne considérant pas l'ensemble des flux à court terme. Dans les flux de capitaux à court terme de la balance des paiements sont en effet inclus, outre les crédits soumis au contrôle, d'autres formes de capitaux – avances aux exportateurs, estimations par la Banque centrale des devises vendues sur le marché parallèle, ainsi qu'un poste « erreurs et omissions » – non astreints à la réserve et qui semblent avoir compensé par leur accroissement la diminution des entrées de crédits étrangers à court terme. On constate en particulier que le poste « erreurs et omissions » de la balance des paiements du Chili a brusquement augmenté au début de l'introduction de la mesure de contrôle en 1991, puis de nouveau en 1995 quand la mesure a été durcie.

En outre, les données de la BRI (donc vues du côté des prêteurs vers les marchés émergents) montrent, d'une part, des montants de dette extérieure chilienne très supérieurs à ceux issus de source chilienne, ce qui suggère l'existence d'une quantité importante de prêts en devises étrangères émis par les filiales chiliennes de banques étrangères, de crédits à l'importation non réglés (deux types de prêts qui ne sont pas inclus dans les données officielles nationales de la dette extérieure à court terme mais le sont dans les statistiques de la BRI) ou encore des erreurs significatives d'engagements extérieurs. D'autre part, la maturité des emprunts auprès des banques étrangères apparaît tout à fait différente de ce qui est fourni par les données nationales : à la fin de 1997, les prêts de maturité supérieure à un an représentaient 50 % du total des prêts en devises étrangères (dans les données BRI) alors que les données chiliennes affichent 11 % pour cette composante de la dette extérieure⁽²⁾.

(1) En outre, les effets de la crise mexicaine de décembre 1994, qui a entraîné une rupture dans les flux de capitaux vers l'Amérique latine, ne sont sans doute pas étrangers à la réduction des flux de capitaux à court terme à destination du Chili observée en 1995.

(2) L'une des explications de cette contradiction peut cependant être que les données de la BRI classent les prêts à leur maturité actuelle alors que les données chiliennes considèrent la maturité au moment de la date d'émission.

On peut également légitimement penser que la mise en œuvre du fonctionnement de la réserve non rémunérée a entraîné – comme tout processus de contrôle des capitaux et du change – des tentatives de contournement, en particulier de la part des entreprises multinationales et du secteur bancaire. Les autorités ont de ce fait graduellement modifié le cadre de leur taxe pour essayer de contrecarrer les nouvelles méthodes de contournement (la Banque centrale a notamment renforcé à la fin de 1995 les règles étendant l'obligation de réserves aux « Fixed Income Securities » et aux actions). Plusieurs mécanismes sont susceptibles de permettre un contournement de l'exécution de l'obligation de réserve non rémunérée : tout d'abord, le détournement des paiements anticipés aux exportateurs, ce mécanisme étant néanmoins limité au montant en valeur des exportations ; ensuite, la non déclaration d'un crédit obtenu à l'étranger et la liquidation des fonds obtenus sur le marché du change parallèle. Un autre mécanisme a également été utilisé lors de la vente d'actions chiliennes à l'étranger (c'est pour cette raison que la Banque centrale a étendu en juillet 1995 l'application de la réserve à la vente des ADR – American Depository Receipts – sur le marché secondaire, les émissions primaires des ADR étant exclues de cette obligation). Mais le principal mécanisme de contournement des contrôles est sans doute passé par des IDE fictifs, le flux d'investissements directs provenant de l'extérieur ayant en effet démesurément gonflé au fil des années à partir de 1992⁽³⁾.

Il convient à ce sujet de mentionner un travail de Cordella (1998) tendant à expliquer la non réduction du volume des flux totaux de capitaux entrants en cas de contrôle des capitaux. Il postule que le contrôle des flux de capitaux à court terme peut en théorie augmenter les IDE : les contrôles sont en effet censés diminuer la vulnérabilité aux crises financières des pays qui les mettent en œuvre ; de ce fait, les flux d'IDE encouragés par la stabilité financière viennent compenser les flux de capitaux court terme spéculatifs détournés. Ceci étant, il convient de mettre en balance le coût de l'effet distorsif des contrôles avec les gains attendus en termes de flux d'IDE d'un environnement financier plus sûr. En outre, l'explication avancée par Cordella n'est peut-être pas la bonne (ou la seule), l'absence de variation significative des flux totaux s'expliquant peut-être également – au moins pour une part – par l'augmentation des fraudes.

(3) La Banque centrale a instauré entre 1996 et 1998 un comité d'investissements étrangers destiné à approuver au cas par cas les nouveaux projets d'investissements directs. Le fait que les IDE ont vraisemblablement permis de camoufler les entrées de capitaux spéculatifs jusqu'à cette date n'est d'ailleurs pas incompatible avec l'augmentation du rapport entre les flux à long terme et les flux à court terme observé mais modifie la signification de cette observation.

qu'à ses contrôles des capitaux. À l'appui de cette affirmation, il note qu'au cours des années soixante-dix et quatre-vingt, le Chili avait également imposé une réserve obligatoire sur ses entrées de capitaux, ce qui n'a pas empêché une crise bancaire et de change majeures en 1982. Il souligne que la principale différence entre la situation actuelle et la précédente réside dans l'existence de règles bancaires sérieuses, mises en place par la grande réforme de 1986.

Les mesures de contrôle des sorties de capitaux mises en place par la Thaïlande et la Malaisie

La segmentation des marchés a rendu difficile l'effectivité au-delà du court terme des contrôles mis en place par la Thaïlande en 1997. La convergence progressive des taux d'intérêt et des taux de change (domestiques et offshore) observée suggère en effet que les contrôles mis en place sont devenus progressivement moins efficaces. Ces mesures n'ont d'ailleurs pu empêcher la crise de change de l'été 1997 par épuisement des réserves de la Banque centrale. En janvier 1999, les contrôles ont d'ailleurs été levés pour les transactions concernant les non-résidents.

Dans le cas de la Malaisie, le gouvernement souligne que l'introduction des contrôles a permis une réduction des taux d'intérêt, un redressement des réserves de change et une stabilisation relative de la situation économique. Mais il convient de relativiser l'efficacité de ces contrôles. La stabilisation observée a en effet été réalisée dans un contexte général d'amélioration de la situation des pays d'Asie émergente en crise. Il convient de plus de mettre en balance les coûts à moyen terme de cette opération, en particulier en termes de défiance des investisseurs, qui peut s'étendre à d'autres pays émergents, ainsi qu'en termes d'absence de remise en cause en profondeur de certaines faiblesses structurelles de l'économie malaise. Enfin, la mise en place d'un contrôle quantitatif strict s'est révélée d'une efficacité limitée du fait du contournement de celui-ci rapidement mis en œuvre⁽¹²⁾. Le gouvernement a en conséquence décidé d'assouplir après quelques mois le contrôle des capitaux mis en place en septembre 1998 afin de lutter contre l'évasion des capitaux.

(12) Le contrôle ne s'appliquant qu'aux mouvements de capitaux alors que les transactions commerciales restaient libres, il était théoriquement possible – pour les malais ou pour les investisseurs étrangers en Malaisie – de sortir leurs capitaux du pays sous prétexte d'opérations commerciales en réalité fictives. C'est d'ailleurs ce qui s'est rapidement concrétisé, les ringgits des investisseurs étrangers immobilisés en Malaisie commençant dès le début de l'année 1999 – soit quelques mois seulement après l'instauration du contrôle des changes – à être recyclés à une parité inférieure au cours officiel.

Ce dispositif assoupli a permis à la Malaisie de résoudre trois problèmes. Tout d'abord, de mettre fin en douceur à une interdiction de sortir des capitaux à court terme. Le risque était en effet grand que l'échéance d'une année obligatoire de détention des fonds ne déclenche à son issue une fuite en masse des capitaux. Ensuite, de répondre au contournement de l'interdiction qui commençait à se produire. Enfin, les autorités malaises visaient également à attirer de l'argent frais de l'étranger, pour financer l'important déficit budgétaire creusé afin de relancer l'économie et pour recapitaliser le secteur bancaire. Le système de contrôle instauré en septembre 1998 ainsi qu'une situation politique instable ont en effet considérablement freiné les investissements étrangers, y compris les IDE qui n'étaient pas directement touchés par les mesures de restriction⁽¹³⁾.

Conclusion

Les opinions sur les systèmes de contrôle des capitaux des grandes institutions internationales – plutôt hostiles auparavant – ont eu tendance à évoluer depuis les développements de la crise asiatique. C'est ainsi que le FMI rappelle désormais que le recours – provisoire – à des mesures d'encadrement des flux de capitaux peut s'imposer en cas de crise, à condition d'être manié avec beaucoup de précaution car il entame pour longtemps la crédibilité du pays qui l'utilise auprès des investisseurs internationaux. De son côté, J. Stiglitz – vice-président et chef économiste de la Banque Mondiale – considère que leur assimilation aux politiques de contraintes financières strictes, clairement défavorables à l'économie, conduit selon lui à conclure de manière erronée que toutes les contraintes financières sont globalement néfastes à la croissance. Enfin, l'OCDE (1999) s'interroge également sur la volatilité des flux de capitaux au cours de la période récente et sur les mesures que les économies de marché émergentes et la communauté internationale pourraient prendre pour y remédier.

Si l'on admet la nécessité de mettre en place une politique de contrôle des capitaux dans des situations particulières, le choix de mesures sélectives, indirectes et surtout temporaires semble l'emporter au vu des expériences étudiées. La difficulté de pouvoir distinguer, dans le contrôle de capitaux, les comportements spéculatifs des comportements légitimes de précaution milite en effet en faveur d'un système sélectif, préférable à une taxe générale comme la *Tobin tax*. Dans cette optique, par analogie avec les marchés des biens et services et pour les mêmes raisons⁽¹⁴⁾, les mesures

(13) Les investissements taïwanais en Malaisie ont par exemple chuté de 95 % sur les trois premiers mois de 1999.

(14) Moindres effets négatifs en termes de comportements de recherche de rente, de développement de la bureaucratie et de la corruption, d'isolement vis-à-vis des marchés financiers préjudiciable à l'innovation et au développement de ceux-ci ainsi qu'à la croissance de l'économie à moyen terme.

indirectes de contrôle (réserve non rémunérée ou taxe), telles celle mise en place par le Chili, sont à privilégier par rapport à des restrictions quantitatives directes. L’instauration de formes permanentes de contrôles est à déconseiller car cela renforce leurs effets pervers. La solution de long terme consiste en effet à répondre directement à l’imperfection initiale du marché en résolvant à l’origine les sources de distorsion, telles que l’insuffisance d’information et de transparence, la faiblesse du système bancaire, les problèmes liés aux « aléas de moralité » et l’absence de développement des marchés financiers. En outre, les études empiriques montrent la perte d’efficacité dans le temps des contrôles.

On peut s’interroger sur l’opportunité de la mise en place de mesures de contrôle des sorties de capitaux. On a vu que celles-ci semblent inappropriées et inefficaces pour se protéger de comportements spéculatifs ou de contagion. De plus, une telle politique est coûteuse en termes de détérioration d’image vis-à-vis des marchés, les investisseurs étrangers pouvant faire payer très cher (par leur absence ultérieure ou par des taux d’intérêt très élevés) une telle mesure si elle s’avérait durable. Si l’on considère les politiques de contrôle des capitaux comme un optimum de second rang, permettant d’atténuer les effets d’une autre imperfection du marché, l’idée que la mise en place d’un contrôle des sorties de capitaux pourrait être un moyen « d’acheter du temps », autorisant la mise en place des réformes structurelles et prudentielles nécessaires afin d’assurer une stabilité macroéconomique et une crédibilité forte, peut être défendue mais ces contrôles ne pourront avoir une certaine efficacité pour éviter une crise qu’en cas de cohérence de la politique économique suivie.

La mise en place d’un contrôle des entrées de capitaux semble plus justifiée dans la mesure où ce contrôle a un caractère temporaire. De telles mesures peuvent présenter une efficacité à court terme, dans le cas où le pays concerné souhaite se prémunir contre le comportement des investisseurs et mettre en place un cadre de régulation financière adéquat. Le contrôle des capitaux peut alors permettre la mise en place de mesures renforçant le système financier et la stabilité macroéconomique afin d’accompagner la libéralisation complète du compte de capital. Mais le contrôle des capitaux ne peut être utilisé pour s’exonérer des réformes indispensables, d’abord parce qu’il comporte des effets négatifs qui se renforcent au fil du temps, ensuite parce que les nouvelles technologies et le développement des marchés et des techniques financières – confortant les stratégies de contournement des investisseurs et rendant très difficiles la distinction entre catégories de capitaux – ne permettent plus de maintenir longtemps un contrôle efficace, même dans le cas des pays émergents.

Références bibliographiques

- Cooper R.N. (1999) : *Should Capital Controls be Banished?*, Harvard University, mimeo, mars.
- Cordella T. (1998) : « Can Short-Term Capital Controls Promote Capital Inflows? », *CEPR Discussion Paper*, n° 2011, septembre.
- Davanne O. (1998) : *Instabilité du système financier international*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 14, octobre.
- Dooley M.P. (1996) : « A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions », *IMF Staff Papers*, vol. 43, n° 4, décembre.
- Edwards S. (1998) : « Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences », *NBER Working Paper*, n° 6800, novembre.
- FMI (1997a) : *World Economic Outlook*, octobre.
- FMI (1997b) : *International capital markets, developments, prospects and key policy issues*, novembre.
- FMI (1998) : *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, septembre.
- Johnson B. et N.T. Tamisira (1998) : « Why do Countries Use Capital Controls? », *IMF Working Paper*, décembre.
- Laurens B. et J. Cardoso (1998) « Managing Capital Flows: Lessons from the Experience of Chile », *IMF Working Paper*, décembre.
- OCDE (1999) : « Le point sur les mouvements de capitaux vers les économies de marché émergentes », *Perspectives Économiques*, n° 65, chapitre VI, juin.
- Soto M. (1997) : « Le contrôle des flux de capitaux au Chili : sept années d'expériences », *AcComEx, CCI*, n° 23, septembre-octobre.
- Stiglitz J. (1998) : *The Role of the Financial System in Development*, LAC ABCDE, juin.

Valdés-Prieto S. et M. Soto (1996) : « New Selective Capital Controls in Chile: Are they Effective? », *Working Paper, Catholic University of Chile*.

Valdes-Prieto S. et M Soto (1998) : *The Effectiveness of Capital Controls : Theory and Evidence from Chile*, Empirica, n° 25.

Zahler R. (1993) : « Financial Sector Reforms and Liberalization: Welcome Address » in *Financial Sector Reforms in Asian and Latin American Countries: Lessons of Comparative Experience*, Shakil Faruqi, Washington, World Bank (ed).

Résumé

Le rapport de Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet, « Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes », souligne la nécessité d'une réflexion plus active au niveau international en matière de systèmes de change. La flexibilité des taux de change leur semble nécessaire de façon à amortir les chocs que subissent les différentes économies, mais ils soulignent les risques d'instabilité associés à des flottements totalement libres et incontrôlés.

En ce qui concerne les devises des grands pays industrialisés, les incertitudes concernant la situation économique et financière japonaise et le creusement inquiétant du déficit extérieur américain rendent précaire, d'après les auteurs, la relative stabilité observée depuis le début de l'année 1999. Le rapport analyse plusieurs options pour un renforcement de la coopération internationale en matière de parités entre grandes devises. La première étape, qui leur semble indispensable, reposera sur un approfondissement du processus de surveillance mené au sein du G7, le groupe des sept plus grands pays industrialisés. Le rapport recommande que le G7 examine systématiquement la situation du marché des changes en discutant de façon approfondie si les parités reflètent correctement les niveaux de prix et coûts dans les différents pays, ainsi que les écarts de position dans le cycle économique (il n'est pas absurde qu'un pays en récession ait de façon transitoire un taux de change sous-évalué). Cet examen partirait d'un rapport technique du FMI. Celui-ci traiterait à la fois de considérations de long terme (niveau d'équilibre des taux de change compte tenu des caractéristiques structurelles des économies) et de considérations de court terme (écarts de taux d'intérêt, primes de risque...). Sur tous ces sujets, il s'appuierait sur les travaux menés par la sphère privée et les experts académiques. Cette surveillance renforcée devrait par ailleurs s'accompagner d'une beaucoup plus grande transparence des positions prises par les intervenants privés et le rapport suggère de mettre en place un système de collecte d'information piloté par la Banque des règlements internationaux.

Une analyse plus approfondie de la situation prévalant sur le marché des changes par les autorités monétaires et financières aurait de nombreux avantages : elle faciliterait la décision d'intervenir en cas d'instabilité excessive des taux de change entre grandes devises et elle inciterait les agents

privés eux-mêmes à adopter la même grille de lecture et à mieux tenir compte des « fondamentaux économiques » (compétitivité, situation des échanges extérieurs, position dans le cycle économique....). Ce processus de surveillance renforcée ne permettrait cependant pas d'éviter de fortes variations de taux de change quand les situations économiques des différents pays divergent fortement, notamment par manque de coordination des politiques économiques. Les auteurs soulignent les coûts de ce manque de coordination. Ils insistent sur les mérites de « zones cibles » flexibles, c'est-à-dire d'un système où les gouvernements manifestent leur souci de maintenir les taux de change dans des marges assez larges, ± 10 ou 15% , autour de niveaux jugés équilibrés dans une perspective de moyen et long terme. Les ajustements de politique économique nécessaires pour atteindre ce résultat seraient décidés au cas par cas en fonction de la situation économique mondiale. En tout état de cause, les auteurs insistent fortement sur la nécessité de la flexibilité : dans un tel système, les marges de fluctuation auraient un caractère indicatif.

Les questions portant sur les pays émergents sont d'une nature assez différente. La plupart des pays émergents touchés par la crise financière ont décidé de laisser flotter leur monnaie. Un consensus apparaît progressivement sur la nécessité d'éviter à l'avenir les systèmes de change très rigides tels que ceux pratiqués dans le passé récent en Asie et en Amérique latine et qui ont grandement contribué aux crises récentes. Pour les grands pays émergents, des taux de change rigides, par exemple dans le cadre d'un « *currency board* », ne paraissent adaptés, selon les auteurs, que dans des situations très particulières (hyperinflation et perte de toute crédibilité monétaire, volonté de progresser vers la « dollarisation » ou « l'euroisation »). Si un certain degré de flexibilité des changes paraît indispensable, il est cependant important de réfléchir aux moyens d'éviter qu'elle ne conduise à une instabilité excessive, nuisible au développement économique de ces pays. La gestion souhaitable de cette flexibilité dépend beaucoup des pays concernés. Certains grands pays émergents peuvent souhaiter mener une politique monétaire totalement indépendante et se limiter à une surveillance du marché des changes qui s'inspire des pratiques des pays industrialisés. D'autres, par manque de crédibilité monétaire ou politique, peuvent souhaiter donner une plus grande importance à la stabilité des changes. Les auteurs décrivent un système de « parités de référence ajustables » qui leur semble de nature à assurer cette stabilité sans reproduire l'excessive rigidité responsable de beaucoup des crises récentes.

Patrick Artus et Michèle Debonneuil, dans « Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques », insistent sur les causes microéconomiques des crises financières récentes. Ils acceptent les analyses plus traditionnelles portant sur la faiblesse de la supervision bancaire dans les pays émergents et la responsabilité de systèmes de change trop rigides, mais insistent sur la nécessité de compléter ces analyses par une

meilleure prise en compte du comportement parfois déstabilisateur des investisseurs internationaux. Ils soulignent l'importance croissante des gérants de fonds professionnels dans le système économique mondial. Ceux-ci ont une double responsabilité : d'une part, ils influencent fortement les décisions des entreprises dont ils sont les actionnaires et, d'autre part, ils choisissent l'allocation des fonds qu'ils gèrent entre différentes catégories d'actifs.

En tant qu'actionnaires, les gérants de fonds exigent des responsables d'entreprises qu'ils donnent la priorité à « la création de valeur », c'est-à-dire à l'augmentation des profits. D'après les auteurs, ces exigences posent problème quand les entreprises ont épuisé les méthodes « naturelles » permettant d'augmenter la rentabilité des actions (meilleure gestion...) et ont recours à des méthodes plus déstabilisantes. Par exemple, les entreprises peuvent être tentées d'investir dans des projets plus risqués pour atteindre la cible exigeante de rendement qui est la leur. Les auteurs voient là une des raisons des prises de risque excessives des banques des pays industrialisés dans les pays émergents. De nombreuses banques auraient ainsi cherché à satisfaire les exigences de leurs actionnaires dans un contexte peu favorable où la rentabilité de leurs activités traditionnelles déclinait. Parmi les conséquences négatives de la « création de valeur » poussée à l'extrême, les auteurs citent notamment l'augmentation de l'endettement, permettant de faire jouer l'effet de levier et d'augmenter le rendement des fonds propres, qui passe souvent aux États-Unis par le rachat par les entreprises de leurs propres actions. Cet endettement accru leur semble inquiétant à un double titre : d'une part, il fragilise les entreprises en cas de retournement conjoncturel et, d'autre part, il limite l'offre d'actions sur les marchés alors que les ménages ont tendance à augmenter leur demande, notamment dans le cadre d'une épargne-retraite en croissance sensible. Les auteurs voient ainsi dans le déséquilibre entre offre et demande d'actions une des raisons des cours très élevés atteints sur la Bourse américaine. Par ailleurs, ils s'inquiètent du fait que les investisseurs aient tendance à extrapoler le mouvement de « création de valeur » et d'augmentation des profits des dernières années et que ces anticipations trop optimistes aient également contribué à la surévaluation de la Bourse américaine.

En tant qu'investisseurs, les gérants de fonds auraient également parfois un comportement déstabilisateur, d'après les auteurs. Ceux-ci soulignent deux caractéristiques de leur méthode d'investissement : le mimétisme, car les gérants sont jugés par rapport aux résultats de leurs concurrents et ils ne peuvent pas trop s'éloigner des choix faits par ceux-ci, et la tendance aux prises de risque excessives. Pour les auteurs, les investisseurs pour le compte desquels les gérants investissent ne sont pas toujours capables d'évaluer le risque des placements. Les gérants ont ainsi intérêt à prendre un peu plus de risque que leurs concurrents pour afficher des résultats un peu supérieurs. La compétition entre gérants dans un contexte d'information imparfaite expliquerait ainsi, d'après les auteurs, une allocation d'ac-

tifs trop tournée vers les actifs risqués, ce qui aurait là aussi joué un rôle dans l'afflux excessif de capitaux vers les pays émergents.

Les auteurs voient de façon générale ces dysfonctionnements comme des conséquences des asymétries d'information entre responsables d'entreprises et gérants, d'une part, et entre gérants et investisseurs finaux, d'autre part. Si l'information était parfaite, les stratégies qui augmentent le rendement en exagérant le risque pris ne serait pas acceptées par ceux qui supportent réellement le risque des placements, c'est-à-dire les ménages. En conséquence, plusieurs propositions visent à améliorer l'information disponible sur les risques pris par les gérants et les entreprises. Un meilleur contrôle exercé par les épargnants peut aussi passer par une plus grande implication dans les décisions de gestion, par exemple par la création de structures de pilotage *ad hoc* quand il s'agit d'épargne constituée dans le cadre de l'entreprise. Enfin, d'après les auteurs, des mesures pourraient être prises pour mieux responsabiliser les gérants : allonger les mandats de gestion pour éviter la recherche du seul rendement à court terme, adapter les règles de rémunération pour pénaliser plus fortement les gérants en cas de mauvaise performance.

Dans leur rapport, « Le prêteur international en dernier ressort », Michel Aglietta et Christian de Boissieu s'interrogent sur ce qui a changé dans le système financier international du fait de la globalisation et cherchent à en tirer les conclusions en ce qui concerne la ou les institutions en charge de la responsabilité de prêteur en dernier ressort (PDR) au plan international.

Leur rapport commence par une analyse des crises financières, en distinguant de façon traditionnelle les crises de première génération liées à un déséquilibre fondamental dans les finances publiques des pays en crise et les crises de deuxième génération liées à une défaillance de marché et à une disparition de la liquidité injustifiée par les « fondamentaux économiques ». Les auteurs soulignent la difficulté qu'il y a à qualifier certaines crises, comme celle subie par la Corée en 1997, qui touchent des pays où des fondamentaux économiques sains coexistent avec de graves fragilités dans le système financier. Ils parlent ainsi de crises de troisième génération. Chacun de ces types de crise appelle un traitement particulier et une action de PDR adaptée.

Les auteurs soulignent, par ailleurs, la nécessité des actions de PDR en décrivant l'augmentation des risques de système liés à la globalisation. Les interdépendances entre marchés sont devenues considérables, de sorte qu'une difficulté localisée, qu'elle soit de première, deuxième ou troisième génération, tend à s'étendre très rapidement. Ils montrent comment cette interdépendance est en quelque sorte organisée par la valorisation des actifs en valeur de marché (*mark-to-market*) et par la généralisation des méthodes VAR (*Value At Risk*) de contrôle des risques.

En préalable à leurs propositions concernant l'organisation du PDR international, les auteurs rappellent comment, après deux siècles d'existence, la théorie du PDR a permis d'identifier certaines règles de bonnes pratiques dans un cadre national. Tout d'abord, les approches du PDR diffèrent selon les catégories de crises bancaires. La première catégorie regroupe celles où la Banque centrale n'intervient que comme coordinateur de l'apport de liquidité par des opérateurs privés. L'impact monétaire et budgétaire direct est nul, comme par exemple dans le cas du sauvetage du fonds LTCM en septembre 1998. Dans un deuxième groupe, on trouve des crises où, généralement pour répondre à une défaillance de marché, le PDR fournit des liquidités en faveur d'un établissement, groupe d'établissement ou du marché dans son ensemble comme après le krach boursier d'octobre 1987. Enfin, il existe toute une série de crises à la fois structurelles et systémiques mettant en jeu la solvabilité des établissements concernés où c'est l'État, ou ses démembrements, qui doit intervenir pour recapitaliser des pans entiers du secteur bancaire et financier. « L'IDR », investisseur en dernier ressort, se substitue alors au PDR. La distinction entre crise de liquidité et crise de solvabilité n'est cependant pas toujours opératoire, surtout à chaud quand la réalité de la situation est incertaine, et l'intervention du PDR est parfois rendue nécessaire, même en cas d'incertitudes pesant sur la solvabilité de l'établissement concerné, par les risques de contagion en cas de faillite d'un établissement « *too big to fail* ». En tout état de cause, une question clef est d'après les auteurs celle de la lutte contre le phénomène d'aléa moral. Le soutien à l'établissement en difficulté ne doit pas constituer un encouragement dans le futur en faveur des comportements de prêt à risque. Ainsi, le soutien ne doit pas être considéré comme acquis (« ambiguïté constructive ») et les établissements ou les marchés à l'origine de l'intervention du PDR doivent supporter une partie significative du coût.

D'après les auteurs, l'extension de ces pratiques aux crises internationales est une question non résolue. En tout état de cause, le rapport insiste sur le fait que le FMI ne saurait jouer à lui seul le rôle de PDR international : le FMI a des moyens d'intervention limités et le FMI traite surtout avec des gouvernements et a moins l'habitude que les Banques centrales de la coopération avec les banques. Or la gestion des crises de liquidité exige, d'après les auteurs, une connaissance intime du marché en crise et de ses acteurs. En conséquence, les auteurs proposent de renforcer les compétences des Banques centrales, autour d'un axe Fed-BCE, dans le traitement des crises. Le rapport défend non pas l'idée d'un PDR unique, mais plutôt celle « d'un réseau de coopération contingente » liant les Banques centrales du monde, ainsi que le FMI et la Banque mondiale. Cette coopération devrait permettre de traiter aussi bien les pures crises de liquidité que celles mettant en jeu les dettes souveraines où le FMI devrait conserver sa pleine compétence. Dans certaines crises récentes, comme en Corée, cette coopération a été lente à s'organiser, ce qui a conduit, selon les auteurs, à un traitement initialement inapproprié de la crise de liquidité.

Dans un complément intitulé « Gestion institutionnelle et crise financière : une gestion spéculative du risque », Daniel Baudru et François Morin reviennent sur les critères de gestion utilisés par les entreprises. Ils insistent sur la généralisation de certaines méthodes, comme la méthode EVA-MVA, qui systématisent le processus de « création de valeur » décrit par Patrick Artus et Michèle Debonneuil. Ils s'inquiètent des transferts de risque entraînés, selon eux, par ces méthodes.

Dans son commentaire, Olivier Blanchard souligne l'intérêt du rapport Aglietta et de Boissieu et s'interroge sur l'intérêt de moratoires en cas de crise, de façon à donner le temps permettant de distinguer problèmes de liquidité et de solvabilité. Il marque son accord avec les recommandations principales du rapport Bergsten, Davanne et Jacquet et défend l'idée selon laquelle les Banques centrales devraient communiquer aux marchés, dans un but d'information, leur estimation des niveaux de change conformes aux fondamentaux économiques. En ce qui concerne le rapport Artus et Debonneuil, il manifeste son accord sur certains des constats (surévaluation de la bourse américaine, rôle croissant des fonds de pension et des gestionnaires de portefeuille...), mais reste très sceptique quant au raisonnement dans son ensemble. Il lui semble notamment que l'existence d'un biais systématique en faveur de l'endettement et de la prise de risque de la part des entreprises repose de façon excessive et fragile sur l'hypothèse de myopie de la part des investisseurs qui supportent ces risques. Dans le cas des marchés émergents, l'importance des flux d'investissements lui semble plutôt trouver son origine dans l'existence de garanties implicites accordées avant la crise par les gouvernements de ces pays.

Dans son commentaire, Gérard Maarek partage le scepticisme d'Olivier Blanchard sur le rôle central joué par les gérants dans les dysfonctionnements du système financier international. Il considère que le mimétisme des investisseurs est exagéré par le rapport de Patrick Artus et Michèle Debonneuil et il s'interroge également sur la réalité d'un biais systématique en faveur des placements risqués. Par ailleurs, il décrit les enchaînements vertueux ayant conduit aux remarquables succès de l'économie américaine au cours des années quatre-vingt-dix et souligne que le rôle disciplinant joué par gérants a contribué à certains d'entre eux. Cette défense des gérants s'accompagne cependant d'un rappel de certains déséquilibres de l'économie américaine et d'une interrogation sur la poursuite du cercle vertueux des années quatre-vingt-dix. En ce qui concerne la « surveillance renforcée » sur le marché des changes, proposée par Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet, Gérard Maarek doute qu'elle soit réaliste. En ce qui concerne les pays émergents, il défend l'idée du rapport sur les mérites d'une « parité de référence ajustable », mais s'interroge aussi sur le rôle du contrôle des changes pour aider à la stabilisation des changes dans les périodes de crise. En ce qui concerne la question du PDR traitée par le rapport de Michel Aglietta et Christian de Boissieu, Gérard Maarek partage certaines des critiques faites concernant le mode de gestion des crises récentes.

Il s'interroge cependant sur le rôle qu'auraient pu jouer les Banques centrales et souligne que le FMI est la seule institution capable d'exercer une pression sur les emprunteurs en difficulté et de leur imposer des conditionnalités.

Jean Pisani-Ferry concentre, quant à lui, son commentaire sur les rapports traitant des taux de change et du PDR. Il a également le sentiment d'un risque d'instabilité dans les rapports entre grandes monnaies. Il juge impraticables des politiques de zones cibles qui seraient trop rigides pour fonctionner et il soutient l'idée de solutions intermédiaires fondées sur une surveillance renforcée du marché des changes. Il met cependant l'accent sur la nécessité d'une coordination en amont des politiques économiques, notamment face aux chocs communs. Si les marchés anticipent des réponses différentes, les taux de change peuvent connaître des mouvements importants. Jean Pisani-Ferry rappelle que c'est ce qui s'est passé en octobre 1998 quand au cœur de la crise financière les marchés anticipaient des baisses de taux d'intérêt plus agressives aux États-Unis qu'en Europe. Un effort de coordination ex ante constitue un puissant facteur de stabilisation des changes et réduit d'autant le besoin d'un pilotage direct des parités. En ce qui concerne la question du PDR, il partage le constat de départ de Michel Aglietta et Christian de Boissieu : les interventions du FMI, fondées sur un modèle traditionnel de crise de balance des paiements, n'ont pas pu éviter que des crises de liquidité ne se transforment en crises de solvabilité. Comme Gérard Maarek, il n'est cependant pas convaincu par la solution proposée qui investit les Banques centrales d'une mission pour laquelle, selon lui, elles ne sont pas bien équipées. D'une part, leur mission première est la stabilité interne et cela limite leur autonomie et, d'autre part, elles ne sont pas en mesure d'imposer des conditionnalités en contrepartie de leurs interventions. De façon générale, face à la difficulté d'intervenir à chaud dans des crises complexes mêlant problèmes de liquidité et dégradation des fondamentaux, Jean Pisani-Ferry insiste sur la nécessité de développer le rôle préventif du FMI.

Dans la première annexe, la Direction du Trésor décrit les politiques d'intervention sur le marché des changes depuis l'accord du Plaza en 1985. Dans les deux annexes suivantes, Didier Borowski et Cécile Coutharde décrivent différentes approches de la compétitivité et des taux de change d'équilibre. Ils montrent qu'au vu des indicateurs traditionnels de compétitivité portant sur les coûts et les prix, le dollar serait encore un peu sous-évalué face à l'euro à la mi-1999, mais qu'une sous-évaluation significative est justifiée dans certains modèles par la nécessité de ramener à terme le déficit des échanges extérieurs américains à un niveau plus soutenable. Enfin, dans la dernière annexe, Sylvie Hel-Thelier analyse l'efficacité des politiques de contrôle des capitaux dans les pays émergents.

Summary

Architecture of the International Financial System

The report prepared by Fred Bergsten, Olivier Davanne and Pierre Jacquet, entitled *Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes* (“The Case for a Joint Management of Exchange Rate Flexibility”), highlights the need for more active international reflection on foreign exchange systems. They consider flexible exchange rates necessary in order to cushion economic shocks, but stress the risk of instability accompanying exchange rates that float freely and without control.

According to the authors, the relatively stable exchange rates of the major industrialized countries since the beginning of 1999 is jeopardized by low visibility on Japan’s economic and financial environment and the worrisome aggravation of America’s foreign trade deficit. The report examines several possibilities to strengthen international cooperation as far as exchange rates are concerned.

The authors believe that the first step must be to upgrade the supervision system of the G7, the group of the seven largest industrialized countries. The report recommends systematic examination of the foreign exchange situation by the G7, notably by in-depth discussions to determine whether parities adequately reflect price and cost levels in the different countries and differences in position in the economic cycle (it is not incongruous for a country in recession to have a temporarily undervalued currency). This type of analysis would be based on a technical report by the IMF, which would examine both long-term considerations (equilibrium level of exchange rates given the structural characteristics of the economies) and short-term considerations (interest rate spreads, risk premiums, etc.). On all these matters, the IMF would take fully into account the work done by private sector specialists and university experts. Closer surveillance should, moreover, be accompanied by significantly improved transparency of the positions adopted by private operators. The report suggests implementing an information collection system under the auspices of the Bank for International Settlements.

More extensive analysis of the foreign exchange market environment by the monetary and financial authorities would have many advantages: it would make it easier to take the decision to intervene in case of excessively volatile exchange rates between key currencies and would prompt private agents to adopt the same analysis method and to take better account of “economic fundamentals” (competitiveness, foreign trade situation, position in the economic cycle, etc.). However, this “strengthened surveillance process” would not make it possible to avoid significant exchange rate fluctuations in case of sharply diverging economic situations, especially if due to lack of economic policy coordination. The authors stress the cost of such lack of coordination. They highlight the merits of “flexible target zones”, i.e. a system in which governments make it clear that they wish to maintain a relatively broad fluctuation band of 10 to 15% around levels considered balanced in a medium and long-term perspective. The economic policy adjustments necessary to achieve this result would be adopted case by case according to the international economic environment. In any case, the authors insist on the need for flexibility: in such a system, fluctuation margins would be indicative.

The emerging markets are up against quite different issues. Most emerging markets affected by the financial crisis have decided to let their currency float. There is a gradually emerging consensus that very rigid foreign exchange systems should be avoided in the future, e.g. the systems used in the recent past in Asia and Latin America, which contributed heavily to the recent crises. According to the authors, fixed exchange rates –for instance under the auspices of a currency board– are only appropriate for the major emerging markets in highly specialized circumstances (hyperinflation and total loss of monetary credibility, wish to move towards “dollarization” or “euroization”). While a degree of flexibility in exchange rates seems essential, it is nevertheless important to reflect on ways to prevent this from leading to excessive instability that would damage the economic development of such countries. The degree to which flexibility should be managed depends primarily on the countries concerned. Certain major emerging markets may wish to conduct an entirely independent monetary policy and to limit supervision of the forex market to the practices prevailing in the industrialized world. Others, for lack of monetary or political credibility, may want to assign greater importance to stable exchange rates. The authors describe a system of “adjustable reference parities”, which they believe capable of ensuring stability without repeating the excessive rigidity responsible for many of the recent crises.

In *Crises, recherche de rendement et comportements financiers: l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques* (“Crises, Search for Yield and Financial Behaviour: Interaction of Microeconomic and Macroeconomic Mechanisms”), Patrick Artus and Michèle Debonneuil highlight the microeconomic causes of the recent financial crises. While they accept the more traditional analysis that weak banking supervision in

the emerging markets and excessively rigid foreign exchange systems were to blame, they believe that these analyses tell only part of the story and stress the need to factor in the sometimes destabilizing behavior of international investors. They highlight the growing importance of institutional fund managers in the world economy. These agents have a dual responsibility. First, they have a strong influence on the decisions of the companies in which they invest, and secondly, they determine how the funds in their custody will be allocated among different asset categories.

In their capacity as shareholders, fund managers require corporate executives to give priority to “value creation”, i.e. profit growth. According to the authors, this raises a problem once companies have exhausted “natural” methods to increase shareholder value (better management, etc.) and resort to more destabilizing methods. For example, companies may be tempted to invest in more risky projects in order to reach their demanding yield targets. According to the authors, this is one of the reasons why banks from industrialized countries have taken excessive risks in the emerging markets. Apparently, many banks endeavored to satisfy shareholder demand in an unfavorable environment in which the profitability of their core businesses declined. Among the negative consequences of extreme “value creation”, the authors notably mention growing debt, used as leverage to improve return on equity. In the United States, this often takes the form of share buybacks. The authors consider rising gearing worrisome for two reasons. First, it weakens companies in case of an economic downturn, and secondly, it limits the equities available on the market at a time of gradually increasing household demand, reflected in a significant increase in retirement savings. According to the authors, the imbalance between supply and demand of equities is one of the reasons for the very high multiples scored on the American stock market. Finally, they are worried about the propensity of investors to extrapolate future performance from the “value creation” and profit growth witnessed in recent years and fear that these excessively bullish forecasts may also have contributed to overvaluation of the American market.

According to the authors, fund managers sometimes also show destabilizing behavior in their capacity as investors. The authors highlight two characteristics of fund investment methods. The first is imitation, since managers are judged against the results of their rivals and cannot behave too differently, while the second is the tendency to take excessive risk. According to the authors, investors, on whose behalf managers invest, are not always able to evaluate their investment risk. It is therefore in the interest of managers to take a little more risk than their competitors so as to generate slightly higher profits. Hence, the authors believe that competition between managers, combined with inadequate information, is the reason why asset allocation focuses too much on high-risk assets, and, to a certain extent why excessive capital was invested in the emerging markets.

On the whole, the authors consider these weaknesses the result of asymmetric information between corporate executives and managers, on

the one hand, and between managers and final investors, on the other. If full information were available, excessive risk strategies to increase returns would not be accepted by those who actually support the investment risk, i.e. households. Consequently, the report makes several proposals to improve information on the risks taken by managers and companies. Better control by retail investors may call for more input in management decisions, e.g. by creating *ad hoc* supervision structures for employee savings plans. Lastly, the authors argue that measures could be taken to increase the accountability of managers, e.g. by lengthening management terms in order to avoid exclusive focus on short-term gains and adjustment of compensation rules in order to punish managers more severely in case of bad performance.

In a report entitled *Le prêteur international en dernier ressort* (“The International Lender of Last Resort”), Michel Aglietta and Christian de Boissieu examine the changes brought about in the international financial system by globalization and draw several conclusions as regards the institution(s) acting as the international lender(s) of last resort (LLR).

Their report begins with an analysis of financial crises. In line with the traditional view, it distinguishes between first generation crises linked to a fundamental imbalance in the public finance of crisis-ridden countries and second generation crises linked to a breakdown of the market and a cash crunch not due to “economic fundamentals”. The authors stress the difficulty of qualifying certain crises –such as the Korean crisis in 1997– in countries where sound economic fundamentals coexist with serious weaknesses in the financial system. They refer to these as third generation crises. Each type of crisis requires special handling and appropriate action by the LLR.

Describing the growing systemic risk created by the globalization process, the authors further stress the need for action by LLRs. The markets are becoming highly interdependent. As a result, local difficulties spread very rapidly, whether they be a first, second or third generation crisis. They show how interdependence is in a way held in place by mark-to-market techniques and the growing use of VAR (Value At Risk) risk control methods.

The authors introduce their proposals for the organization of an international LLR with a discussion of how the theory of the LLR, after two centuries in existence, has resulted in rules on national best practices. First of all, the approach to the concept of LLR differs according to the type of banking crisis. The first group includes those in which a central bank’s only role is to coordinate the cash invested by private operators. This does not have a direct monetary and budgetary impact, as when the LTCM fund was bailed out in September 1998. The second group includes crises in which the LLR –generally to fill the gap left by a market failure– supplies an institution, a group of institutions or the overall market with liquidity, as after the stock market crash in October 1987. Lastly, there is a whole series of both structural and systemic crises that affect the solvency of the institu-

tions concerned, in which the government or government agencies need to intervene to recapitalize entire segments of the banking and financial sectors. Here, the LLR is replaced by the Investor of Last Resort (ILR). Nevertheless, the distinction between liquidity and solvency crises does not always work out, especially in the thick of it when the actual situation is unclear, and intervention of the LLR is sometimes made necessary by the risk of contagion (should an institution that is “too big to fail” go bankrupt), even when the solvency of the institution concerned is jeopardized. In any case, according to the authors, the fight against the phenomenon of moral hazard is a key issue. Support for troubled institutions should not encourage risky lending behavior in the future. In other words, support should not be taken for granted (“constructive ambiguity”) and the institutions or markets that cause the LLR to intervene should bear a significant part of the cost.

According to the authors, extension of these practices to international crises remains an unsolved issue. In any event, the report stresses that the IMF should not be the only institution playing the role of international LLR. The IMF has limited means of intervention and deals mainly with governments and has less experience in cooperating with banks than central banks. The authors believe that management of liquidity crises calls for in-depth know-how of the market in crisis and its players. Consequently, the authors propose to give central banks more power to handle crises, underpinned by a Fed/ECB axis. Rather than a single LLR, the report advocates a “contingent cooperation network” designed to link the central banks of the world, the IMF and the World Bank. This form of cooperation should make it possible to deal with simple cash crunches as well as crises involving sovereign debt, which should remain the IMF’s preserve. In certain recent crises, as in Korea, cooperation was slow to emerge. According to the authors, this resulted in initially inappropriate handling of the liquidity crisis.

In a complementary report entitled *Gestion institutionnelle et crise financière: une gestion spéculative du risque* (“Institutional Management and Financial Crisis: Speculative Risk Management”), François Morin and Daniel Baudru review the management criteria used by businesses. They highlight the widespread application of certain methods, such as the EVA-MVA method, implementing in a systematic way the “value creation” process described by Patrick Artus and Michèle Debonneuil. They are concerned about the risk transfers which according to them are brought about by these methods.

In his comment, Olivier Blanchard stresses the interest of the Aglietta/De Boissieu report and questions the interest of standstill agreements during crises in order to have the time necessary to distinguish between liquidity and solvency problems. He agrees with the main recommendations of the Bergsten, Davanne and Jacquet reports and advocates the idea that central banks should communicate to the markets their estimates of the exchange

rates which are in line with economic fundamentals. As regards the Artus and Debonneuil report, he agrees with certain conclusions (overvaluation of the American stock market, growing role of pension funds and portfolio managers, etc.) but remains highly sceptical about the overall reasoning. He notably believes that the central idea, i.e the systematic bias of the corporate world in favor of debt and risk taking, is based excessively and flimsily on the assumption that the investors who take these risks are short-sighted. In particular, he believes that the size of inward investment in the emerging markets was mainly due to the existence of implicit guarantees granted before the crisis by the governments of these countries.

In his comment, Gérard Maarek shares Olivier Blanchard's scepticism about the importance of the role played by funds managers in the shortcomings of the international financial system. He believes that Patrick Artus and Michèle Debonneuil's report exaggerates the imitation process and also wonders about the existence of a systematic focus on high-risk investments. He further describes the virtuous circle resulting in the remarkable success of the American economy in the nineties and points out that the disciplinary role played by funds managers has been instrumental for some of these successes. Although he defends funds managers on the whole, he also recalls certain imbalances in the American economy and wonders about the future of the virtuous circle of the nineties. Gérard Maarek doubts whether "strengthened surveillance" of the foreign exchange market, as suggested by Fred Bergsten, Olivier Davanne and Pierre Jacquet, is realistic. While he agrees with the report's idea for an "adjustable reference parity" for the emerging markets, he queries the role of foreign exchange controls to help stabilize exchange rates in crisis times. As regards the question of LLRs, discussed in Michel Aglietta and Christian de Boissieu's report, Gérard Maarek shares certain criticisms of the methods used to manage recent crises. He nevertheless wonders about the role central banks could have played and points out that the IMF is the only institution with the capacity to put pressure and impose conditionalities on borrowers in difficulty.

Jean Pisani-Ferry's comment focuses on the reports on exchange rates and the LLR. He also believes that the stability of key currency parities is at risk. He considers the idea of target zones unworkable since they would be too rigid and supports the idea of intermediate solutions based on stepped-up supervision of the foreign exchange market. He nevertheless stresses the need for upstream coordination of economic policies, especially in the light of common shocks. If the markets anticipate different reactions, exchange rates may become highly volatile. Jean Pisani-Ferry notes that this is what happened in October 1998, when the markets, in the middle of the financial crisis, anticipated more aggressive interest rate declines in the United States than in Europe. *Ex ante* coordination efforts are a powerful tool to stabilize exchange rates and proportionally reduce the need for direct parity control. As regards LLRs, he shares Michel Aglietta and Chris-

tian de Boissieu's initial conclusion: IMF interventions were based on a traditional balance of payment crisis model and were therefore unable to prevent cash crunches from becoming solvency crises. Like Gérard Maarek, he is nevertheless not convinced of the suggested solution, i.e. to invest the central banks with an assignment for which they are, in his opinion, not properly equipped. First, their primary task is to maintain internal stability, which limits their autonomy, and secondly, they do not have the capacity necessary to impose conditionalities in return for their interventions. Generally speaking, given the difficulty of intervening on an emergency basis in complex crises that combine liquidity problems with worsening fundamentals, Jean Pisani-Ferry stresses the need to develop the IMF's preventive role.

In a first annex, the Treasury Directorate describes intervention policies on the foreign exchange market since the Plaza Agreement of 1985. In the next two annexes, Didier Borowski and Cécile Coutharde describe different approaches to competitiveness and equilibrium exchange rates. They show that, according to traditional cost/price competitiveness indicators, the dollar is still slightly undervalued with regard to the euro as of mid-1999, but that a significant undervaluation is justified in certain models because of the need to eventually reduce the US foreign trade deficit to more sustainable levels. In a last annex, Sylvie Hel-Thelier analyzes the efficiency of capital control policies in the emerging markets.

PREMIER MINISTRE

Conseil d'Analyse Économique

Hôtel de Broglie 35 rue Saint Dominique 75700 PARIS
Télécopie : 01 42 75 76 46

Cellule permanente

Pierre-Alain Muet

Conseiller auprès du Premier ministre
Représentant du Premier ministre au Conseil d'Analyse Économique

Hélène de Largentaye

Secrétaire Générale
01 42 75 76 13

Dominique Bureau

Conseiller Scientifique
Membre du CAE
Fiscalité
Politiques structurelles

Gilbert Cette

Conseiller Scientifique
Membre du CAE
Conjoncture
Réduction du temps de travail

Laurent Caussat

Conseiller Scientifique
Santé
Protection sociale

Sylvie Hel-Thelier

Chargée de Mission
Questions européennes et internationales

Laurence Tubiana

Chargée de la Mission
'Développement durable'
par le Premier ministre
Environnement
Négociations commerciales multilatérales

Olivier Davanne

Membre du CAE
Chargé de la Mission
'Système financier international'
par le Premier ministre

Christine Carl

Chargée des Publications
01 42 75 77 47
c.carl@cae.pm.gouv.fr

Katherine Beau

Chargée d'Études Documentaires
01 42 75 77 40
k.beau@cae.pm.gouv.fr

Impression : Royer Imprimeur, 54710 Fléville
D.L. n° 50422 - 3^e trimestre 1999