

# *Instabilité du système financier international*

*Rapport*

*Olivier Davanne*

*Commentaires*

*Michel Aglietta*

*Patrick Artus*

*Christian de Boissieu*

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

© La Documentation française. Paris, 1998 - ISBN : 2-11-004166-8

« 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>                             |     |
| Lettre de mission du Premier ministre .....          | 11  |
| Instabilité du système financier international ..... | 13  |
| <i>Olivier Davanne</i>                               |     |
| <i>Commentaires</i>                                  |     |
| <i>Michel Aglietta</i> .....                         | 133 |
| <i>Patrick Artus</i> .....                           | 139 |
| <i>Christian de Boissieu</i> .....                   | 145 |
| Résumé .....                                         | 153 |
| Summary .....                                        | 157 |

# Introduction

Le rebondissement et l'extension de la crise financière internationale depuis l'été ont relancé le débat sur la réforme du système monétaire et financier international.

Les origines du présent rapport sont toutefois antérieures à ce rebondissement. Observant que « *la sphère financière semble caractérisée par une forte instabilité qui débouche parfois sur des crises qui peuvent compromettre la croissance et l'emploi dans les pays concernés* », le Premier ministre avait demandé en mai 1998 à Olivier Davanne de préparer, dans le cadre du Conseil d'Analyse Économique, un rapport « *sur les causes de l'instabilité sur les marchés financiers et les progrès envisageables pour réduire le risque de nouvelles crises monétaires et financières* ».

Le rapport d'Olivier Davanne décrit tout d'abord les enchaînements économiques et financiers à l'origine de la crise financière internationale qui a débuté à l'été 1997. Il insiste notamment sur les insuffisances observées tant en matière de supervision bancaire que de gestion du change. Sur le premier point, le rapport souligne la nécessité de mieux responsabiliser les institutions financières pour éviter les prises de risque excessives et note que l'absence de codes des faillites adaptés au secteur bancaire rend difficile la juste sanction des comportements à risques. En ce qui concerne les politiques de change, le rapport note tout d'abord les inconvénients d'un ancrage strict au dollar pour les pays émergents. Il souligne par ailleurs que la flexibilité pure semble devoir être réservée aux principales monnaies, car elle suppose des marchés financiers développés et des autorités monétaires crédibles. Il définit ensuite les contours de régimes de change susceptibles d'assurer aux pays émergents une certaine stabilité des parités, sans pour autant interdire les ajustements quand ceux-ci apparaissent nécessaires. Dans ces deux domaines, l'auteur suggère de renforcer la surveillance du FMI et de mettre en œuvre une action plus résolue de la communauté internationale pour stopper les spirales à la baisse observées sur certaines devises.

Dans leurs commentaires, Michel Aglietta, Patrick Artus et Christian de Boissieu partagent globalement l'opinion d'Olivier Davanne sur les dangers d'un système de change trop rigide et sur l'intérêt de parités de références ajustables pour les pays émergents. Michel Aglietta et

Christian de Boissieu mettent en garde en revanche contre une extension excessive du rôle du FMI en matière de supervision bancaire, ce rôle relevant plutôt, selon eux, de la BRI.

Un régime de change adapté, une meilleure supervision bancaire et une transparence plus grande en matière monétaire et financière devraient permettre à terme aux pays émergents de tirer profit de la globalisation des marchés de capitaux. La prudence imposera cependant encore longtemps une surveillance régulière des entrées de capitaux à court terme. Faut-il alors s'orienter vers une taxe sur les mouvements de capitaux telle que proposée il y a vingt ans par James Tobin, afin d'allonger l'horizon des investisseurs ? Le rapport doute de son efficacité et souligne les risques de contournement. Ce point de vue est partagé par Patrick Artus et Christian de Boissieu.

En ce qui concerne la gestion des crises, le rapport souligne qu'à l'exception de la crise russe, aucune des crises récentes n'a comme origine initiale un doute sur la solvabilité à moyen ou long terme des pays concernés. Il s'agit de « crises de liquidité » plus que de crises de solvabilité, qui posent le problème du prêteur en dernier ressort à l'échelle internationale. Michel Aglietta suggère que ce rôle devrait résulter de la coopération des principales banques centrales, réunies au sein du club de Bâle. Pour Patrick Artus et Christian de Boissieu, la crise en Asie résulte moins de l'absence d'un prêteur en dernier ressort que de la difficulté à trouver des fonds pour recapitaliser les institutions en difficultés ; il manque en quelque sorte un « investisseur ou recapitaliseur en dernier ressort ». S'agissant des crises de change, le rapport d'Olivier Davanne suggère une « clause de sauvegarde » temporaire gérée par le FMI qui permette à un pays d'interrompre la publication d'informations sur ses réserves de change en période de crise. Mettant enfin en évidence le rôle de l'effondrement des prix des matières premières dans la transmission de la crise, il propose d'étudier la possibilité d'accroître la représentation des matières premières dans les portefeuilles des investisseurs et la couverture à terme des pays producteurs.

Le rapport insiste enfin sur l'instabilité des grands marchés d'actifs (actions, obligations, change) dans les pays industrialisés. Plus que dans les pays émergents, c'est peut être là que se préparent, selon l'auteur, les crises financières futures, si rien n'est fait pour tenter d'améliorer les méthodes de valorisation utilisées par les investisseurs. La sphère publique peut contribuer à une plus grande stabilité en améliorant la transparence de ces marchés et en répondant mieux à leurs besoins en matière d'études économiques et financières.

La discussion a mis en avant la contradiction soulignée par Patrick Artus entre l'exigence de rentabilité élevée de la part des actionnaires et la faible rentabilité des opérations bancaires traditionnelles qui pousse les institutions financières à prendre des risques excessifs sur les marchés financiers. La limitation des entrées de capitaux les plus volatils pourrait en limiter les effets sur les marchés émergents.

Tels sont quelques uns des thèmes discutés à la séance du 8 octobre du Conseil d'Analyse Économique, puis en présence du Premier ministre à la séance du 12 novembre.

Les pistes ainsi tracées, qui complètent et rejoignent en de nombreux points les propositions présentées par le gouvernement dans le mémorandum sur la réforme du système financier international, esquissent les bases d'une régulation internationale dont la crise récente a montré à la fois l'urgence et la nécessité.

*Pierre-Alain Muet*

*Conseiller auprès du Premier Ministre*

*Professeur à l'École Polytechnique*

*Le Premier Ministre*

N° 9650

Paris, le 18 MAI 1998

Monsieur,

La sphère financière semble caractérisée par une forte instabilité qui débouche parfois sur des crises qui peuvent compromettre la croissance et l'emploi dans les pays concernés, comme l'ont illustré les événements récents en Asie.

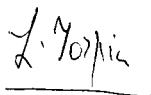
La France a toujours plaidé pour un renforcement de la coopération monétaire et financière internationale visant à promouvoir une plus grande stabilité financière. Face à la crise asiatique et à l'instabilité de nombreux marchés d'actifs, le ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie a souligné récemment la nécessité de nouveaux efforts dans cette direction et a fait des propositions dans le cadre du G7 et du FMI.

Dans ce contexte, je souhaiterais que vous prépariez un rapport sur les causes de l'instabilité sur les marchés financiers et les progrès envisageables pour réduire le risque de nouvelles crises monétaires et financières. Vous vous attacherez notamment à analyser les facteurs financiers à l'origine de la crise asiatique et à évaluer les risques qui persistent sur certains marchés d'actifs. Vous rechercherez les moyens d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers internationaux et vous réfléchirez aux recommandations découlant de votre analyse en ce qui concerne la coopération économique et financière internationale.

Votre rapport me sera remis au cours du mois de septembre. Il fera l'objet d'un examen par le Conseil d'Analyse Économique. Vous mènerez cette réflexion en étroite liaison avec les services du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et vous consulterez les autorités publiques compétentes en matière économique et financière, ainsi que les organisations internationales.

Je vous prie de croire, Monsieur, à l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

*Bien à vous,*



Lionel JOSPIN

Monsieur Olivier DAVANNE  
Conseil d'Analyse Economique  
35 rue Saint-Dominique  
75007 - PARIS

# Instabilité du système financier international

**Olivier Davanne**

*Conseil d'Analyse Économique*

## Introduction

La crise financière qui a débuté en Thaïlande au milieu de l'année 1997 peut déjà être considérée comme la plus grave depuis la grande dépression des années trente. Exceptionnelle par le nombre de pays touchés, elle l'est aussi par la profondeur des récessions et l'ampleur dramatique des conséquences pour les populations concernées.

Quant aux ramifications politiques de la crise, elles seront probablement multiples et durables. De jeunes démocraties sont fragilisées. Et en dépit des nombreuses erreurs commises par les gouvernements des pays émergents en crise, les opinions publiques de certains de ces pays pourraient ne voir que le coût payé pour leur intégration économique et financière à l'économie mondiale. Le refus de ce modèle de développement, voire le ressentiment envers les pays industrialisés, pourraient atteindre une ampleur inquiétante.

Il y a ainsi urgence à endiguer le phénomène de contagion — ce n'est pas le sujet de ce rapport — et à commencer de poser les bases d'une nouvelle architecture du système financier international. À court terme, les questions portent probablement plus sur la méthode — c'est-à-dire le choix de la meilleure démarche pour associer les pays émergents à la réflexion

selon une procédure transparente — que sur le fond des réformes à accomplir. Il est cependant utile d'essayer d'identifier les grandes priorités.

Il faut d'abord tirer les leçons les plus marquantes des événements récents, pour éviter de commettre autant d'erreurs dans le futur. Car, et c'est peut-être le principal élément rassurant pour l'avenir, la crise des pays émergents n'est pas un événement mystérieux reflétant de façon évidente une instabilité intrinsèque de la finance mondiale. Elle s'est surtout nourrie d'impardonnables fautes dans la gestion des taux de change — beaucoup trop rigides — et la conduite des restructurations bancaires dans les pays d'Asie concernés. Paniques et contagions irrationnelles ne sont venues que dans un deuxième temps.

Pour éviter que de telles erreurs ne se reproduisent, la rénovation en profondeur de l'architecture du système financier international exige probablement deux types d'actions :

- Des réformes profondes en matière de surveillance des secteurs bancaires dans les pays en développement comme dans les pays industrialisés afin, notamment, de mieux responsabiliser les acteurs.
- Une surveillance internationale des régimes de change beaucoup plus active et la recherche d'une flexibilité maîtrisée. Le FMI a vocation à jouer un rôle central dans un domaine où l'ampleur des réformes nécessaires justifie probablement l'emploi du terme de nouveau « Bretton Woods ».

Quelles sont les fausses pistes sur lesquelles la réflexion internationale risque de s'égarer ? L'expérience catastrophique des années trente devrait permettre d'éviter les pires erreurs. Le protectionnisme n'est pas à l'ordre du jour. Il est cependant frappant de voir que la réflexion est aujourd'hui particulièrement active sur les moyens les plus astucieux de placer le maximum d'obstacles sur le chemin menant l'épargne des pays industrialisés vers les pays émergents. Dans ce domaine, citons la défense d'une flexibilité totale des changes, l'aversion systématique pour les entrées de capitaux courts ou la ferme volonté de pénaliser les créanciers privés en cas de crise, en oubliant parfois dans ce domaine les nécessaires distinctions entre les crises de liquidité — Mexique, Thaïlande et Corée — et celles de solvabilité — Russie. L'ampleur de la crise actuelle justifie la méfiance des observateurs face aux flux de capitaux privés, notamment en matière de capitaux courts. Mais un certain équilibre devra être conservé sur ces questions afin de ne pas dissuader tous les prêteurs. Au-delà d'un évident paradoxe concernant les suggestions précédentes — le problème des trimestres à venir est celui de la fuite des capitaux, pas celui d'entrées excessives —, n'oublions pas que le recyclage de l'épargne de pays riches et vieillissants vers les pays pauvres et jeunes peut contribuer au financement du développement chez les uns et faciliter le paiement des retraites chez les autres.

Dans la grande réflexion qui s'amorce, une autre erreur serait de ne s'intéresser qu'à l'instabilité apparemment chronique du financement privé des pays en développement. La surévaluation de la bourse américaine au

cours des dernières années et l'instabilité de l'ensemble des marchés mondiaux sur la période récente posent probablement autant de questions de fond sur le fonctionnement de la sphère financière que la crise asiatique et ses prolongements dans les autres pays émergents. Sur les grands marchés financiers des pays industrialisés, il paraît pour le moins difficile d'imputer la responsabilité principale des excès aux erreurs des gouvernements et d'en dédouaner marchés et investisseurs !

Des efforts sont partout nécessaires pour améliorer les méthodes de valorisation utilisées par les investisseurs financiers. Il est nécessaire d'encourager une analyse beaucoup plus approfondie des « fondamentaux économiques » et des « fondamentaux financiers » (tendance de l'offre et de la demande pour chaque actif). La sphère publique doit notamment mieux répondre aux besoins des marchés en matière d'études économiques, financières et statistiques.

Le rapport est organisé de la façon suivante. La première partie est consacrée à une analyse générale de l'instabilité financière récente et à une synthèse des propositions du rapport. Celles-ci portent principalement sur le contrôle des secteurs bancaires, les régimes de change et l'information des marchés. Analyses et propositions sont replacées dans le contexte des débats internationaux en cours.

La deuxième partie analyse plus précisément l'origine de la crise financière commencée à l'été 1997. Les trois parties suivantes reviennent de façon beaucoup plus approfondie et avec une approche plus théorique sur certains problèmes spécifiques aux différents marchés d'actifs, en distinguant le marché du crédit, le marché des changes et les autres marchés de titres (actions, obligations). La dernière partie tire les leçons des trois parties précédentes et s'intéresse à la question générale de l'efficacité des marchés financiers en matière de valorisation des actifs, d'allocation des risques et de contrôle des décisions d'investissement. Elle explique pourquoi, sans une action des pouvoirs publics en matière de surveillance et d'information, la logique privée de maximisation du profit ne peut suffire à assurer un fonctionnement véritablement efficace de la sphère financière.

## Plan du rapport

|                                                                                                  |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Introduction .....                                                                               | 13  |
| <i>Première partie</i>                                                                           |     |
| Analyse générale et synthèse des propositions .....                                              | 17  |
| Annexe 1. La « Tobin Tax » sur les transactions de change .....                                  | 41  |
| <i>Deuxième partie</i>                                                                           |     |
| Mise en perspective et analyse des crises financières récentes .....                             | 48  |
| <i>Troisième partie</i>                                                                          |     |
| Instabilité du crédit et règles prudentielles .....                                              | 59  |
| <i>Quatrième partie</i>                                                                          |     |
| Régimes de change et instabilité des parités .....                                               | 71  |
| Annexe 2. Le contrôle des entrées de capitaux .....                                              | 91  |
| <i>Cinquième partie</i>                                                                          |     |
| Primes de risque et instabilité du marché des actions<br>et des obligations .....                | 95  |
| Annexe 3. Résultats d'une enquête expérimentale sur<br>les anticipations des investisseurs ..... | 106 |
| <i>Sixième partie</i>                                                                            |     |
| L'efficiencia des marchés financiers .....                                                       | 113 |

## Première partie. Analyse générale et synthèse des propositions

Les événements récents mettent en évidence la difficulté chronique des marchés financiers à recycler l'épargne des pays développés vers les pays en développement. La crise asiatique illustre ainsi les dysfonctionnements récurrents d'un modèle de financement reposant sur la conjonction dangereuse d'une intermédiation bancaire insuffisamment régulée et de systèmes de change excessivement rigides.

D'une part, le contrôle exercé par le secteur bancaire sur la qualité des investissements financés s'est avéré très imparfait dans la plupart des pays asiatiques en crise (bulle spéculative dans l'immobilier de nombreux pays, excès d'investissement productifs en Corée). Les raisons de cette défaillance sont multiples : excès d'optimisme sur les perspectives économiques après de nombreuses années de croissance exceptionnelle, relations trop étroites entre banquiers, hommes politiques et entrepreneurs (problème de « gouvernement d'entreprise »), confiance assez générale quant à l'existence de garanties publiques au plan national et international (problème des « aléas de moralité »). Un débat s'est ouvert sur le rôle de cet aléa de moralité dans l'engagement tout à fait excessif des banques internationales sur les secteurs financiers fragiles et mal régulés des pays asiatiques. L'intervention sans précédent de la communauté internationale en faveur du Mexique au début de 1995 aurait-elle contribué à faire naître un faux sentiment de sécurité chez les banquiers ? Une analyse un peu superficielle pourrait conduire à répondre par la négative : avant toute chose, l'engagement des banques étrangères semble s'expliquer par la confiance dans le « miracle asiatique » après une longue période marquée par des performances économiques exceptionnelles.

Cependant, une forme assez subtile d'aléa de moralité a probablement joué un rôle non négligeable : la confiance en l'efficacité des plans de sauvetage de la communauté internationale n'incitait certainement pas à un examen critique de la situation réelle des pays concernés et à un contrôle efficace des filiales opérant dans ces pays. Les banquiers occidentaux n'envisaient certainement pas la possibilité d'une crise et ils ne prêtaient pas explicitement sur la base d'un pari cynique (« à moi les profits, à eux les pertes »), mais ils n'étaient guère incités à évaluer leurs risques et à analyser en profondeur les tendances de fond des économies asiatiques.

Outre les failles en cascade dans la chaîne de l'intermédiation bancaire, les systèmes de change en vigueur dans les pays concernés ont joué un rôle clef dans les crises des dernières années. La quasi-fixité du change par rapport au dollar a encouragé des stratégies d'endettement excessif à court terme en devises. Ainsi, non seulement les investissements n'offraient pas tous la rentabilité nécessaire, mais ils étaient de plus très mal financés, c'est-à-dire de façon massive par des emprunts courts en devises étrangères.

Au total, la rigidité excessive du change par rapport au dollar a considérablement contribué à la vulnérabilité financière croissante des pays d'Asie. Les chocs de 1996-1997 (ralentissement de la demande sur certains produits d'exportation, reprise économique avortée au Japon, faiblesse marquée du yen face au dollar, retournement du cycle immobilier en Thaïlande...) ont alors initié l'implosion de ce mode de financement dans tous les pays concernés : moins confiants dans la stabilité du change, les agents endettés en devises étrangères ont essayé de déboucler leurs positions sans trouver de contreparties, les banques étrangères, prenant conscience de leurs risques, ont également tenté de réduire leur exposition. La crise de change a aggravé la crise de confiance dans le secteur bancaire — car les résidents endettés en devises étrangères devenaient insolvable — qui elle-même coupait le pays des financements en devises. Une fois initiée, cette dynamique est devenue rapidement incontrôlable par les moyens traditionnels (hausse des taux d'intérêt et interventions sur le marché des changes). Dans chacun des pays touchés, la situation sur le marché des changes ne s'est finalement stabilisée qu'avec des devises extrêmement sous-évaluées, d'importants plans de soutien internationaux et des rééchelonnements plus ou moins négociés sur une partie des engagements extérieurs.

Après la crise du SME de 1992-1993, les événements récents montrent la force des mécanismes de contagion, notamment dans un univers de changes rigides et avec un contrôle des mouvements de capitaux variant selon les pays, mais au total assez limité. En matière de change, les anticipations ont une nature très auto-réalisatrice : si une parité est jugée insoutenable, la défense de cette parité exigera une hausse des taux d'intérêt qui par ses effets pervers — ralentissement de l'économie, dégradation des équilibres budgétaires, faillites bancaires dans certains cas — peut être de nature à affaiblir l'engagement du gouvernement en faveur de la parité considérée. On assiste ainsi régulièrement à des effets de dominos où les unes après les autres les devises chutent, victimes de l'inquiétude, voire de la panique, auto-réalisatrice des investisseurs, parfois avec l'aide de grands fonds spéculatifs internationaux. Cet effet de contagion en matière de financement des pays émergents a été d'autant plus marqué sur la période récente que certains pays — Russie, Amérique latine — ont eu à supporter la forte baisse du prix des matières premières qu'ils exportent, conséquence directe de l'effondrement de l'activité en Asie.

Les leçons de la période récente ne s'arrêtent pas à la question du financement des pays en développement. On ne peut qu'être frappé des difficultés rencontrées par les marchés financiers pour valoriser de façon stable les actifs financiers (actions, obligations, taux de change...). Les marchés d'actions, notamment, sont susceptibles de connaître des variations d'ampleur exceptionnelle même en l'absence de toute nouvelle significative en provenance de l'économie réelle. Comment expliquer que les marchés d'action européens aient chuté d'environ 30 % entre mi-juillet 1998 et les premiers jours d'octobre ? Quels que soient les risques en Asie, en Russie ou

en Amérique latine, le changement du paysage économique ne justifiait pas une telle variation dans la valeur des entreprises.

L'élément marquant du fonctionnement actuel des marchés est l'horizon très court des investisseurs. Il en résulte trop souvent des comportements moutonniers. Pour maximiser leur rendement sur une période de quelques mois, ils ne sont pas incités à effectuer une analyse approfondie et difficile de la vraie valeur des actifs financiers, mais plutôt à essayer d'anticiper sur les stratégies d'investissement des autres participants. Au total, il faut bien reconnaître que la capacité des marchés à analyser les fondamentaux économiques et financiers est assez limitée.

Il n'y a rien de bien nouveau dans cette myopie des marchés et l'instabilité créée par l'obsession du court terme. Dans une métaphore célèbre, Keynes (1936) avait déjà comparé il y a plus de 50 ans la sphère financière à un concours de beauté organisé selon des règles plutôt surprenantes : le concours oppose les membres du jury entre eux, et non les candidates, et celui qui gagne est celui qui aura su deviner le choix des autres jurés. Un élément d'inquiétude supplémentaire réside cependant dans la diffusion progressive de la détention d'actifs financiers risqués dans les portefeuilles de ménages peu informés.

D'une part, cela peut introduire un élément supplémentaire d'irrationalité et d'instabilité dans le système financier (en reprenant la métaphore de Keynes, le concours de beauté se complique singulièrement si l'un des jurés a des problèmes de vision et que les autres doivent, pour gagner le premier prix, tenter de deviner comment celui-ci perçoit les candidates...). Aux États-Unis, il est frappant de voir l'importance que les grands gérants de fonds américains portent au rythme des souscriptions de fonds commun de placements par les ménages. Leur analyse des tendances de court terme du marché pris globalement est plus dictée par des considérations de ce type que par l'étude approfondie des niveaux de valorisation.

D'autre part, l'instabilité des valeurs d'actifs affecte de plus en plus le bien-être des ménages, notamment parce que dans de nombreux pays le niveau futur des pensions peut être concerné, et la stabilité macroéconomique, en particulier du fait d'un impact accru sur la consommation des ménages. C'est pourquoi, au-delà de la question des pays émergents, une réflexion stratégique est aussi devenue nécessaire sur les moyens d'assurer un meilleur fonctionnement des grands marchés d'actifs dans les pays industrialisés.

## **Lever les principaux obstacles à un fonctionnement efficace de la sphère financière**

Les dysfonctionnements actuels ne doivent pas être considérés comme une fatalité. En ce qui concerne le financement des marchés émergents, il s'agit surtout de tirer les leçons des erreurs commises en matière de supervision bancaire et de politique de change. En ce qui concerne l'instabilité

des marchés financiers dans les pays industrialisés, l'analyse semble plus difficile. L'amélioration des méthodes de valorisation utilisées par les investisseurs nécessite probablement une information beaucoup plus détaillée sur les « fondamentaux économiques » et surtout les « fondamentaux financiers », c'est-à-dire la tendance de l'offre et de la demande sur les différents marchés.

### *Consolider l'acquis : contrôle de l'inflation et vigilance quant à la solvabilité du secteur public*

Quelles que soient l'efficacité et la rationalité de la sphère financière, elle ne peut être en mesure de valoriser correctement et de façon stable les actifs financiers si les anticipations inflationnistes sont instables. Cette remarque vaut particulièrement pour les obligations et les taux de change. L'instabilité des devises asiatiques après la rupture du lien avec le dollar l'année dernière a probablement été accentuée initialement par la faible visibilité des investisseurs en matière de hausse des prix à moyen terme.

De façon générale, la stabilité des anticipations inflationnistes est probablement d'autant plus facile à obtenir que la banque centrale suit, de façon crédible, une politique explicite en matière de cible d'inflation (« inflation targeting »). Notons d'ailleurs que l'excès d'inflation n'est pas l'unique élément de nature à déstabiliser les anticipations inflationnistes et les marchés financiers : le Japon donne l'exemple d'un pays où se sont les tendances déflationnistes mal contrôlées par la Banque centrale qui ont fait perdre aux investisseurs sur le marché obligataire et celui des changes leurs points de repère. La généralisation des cibles d'inflation dans les grands pays pourrait être un des éléments constitutifs de la nouvelle architecture du système financier international. Dans ce contexte, on peut regretter qu'à l'issue d'un débat manquant de transparence, la Banque centrale européenne n'ait pas souhaité se fixer une cible d'inflation, mais seulement un taux plafond (2 % de hausse des prix sera considéré, dans une perspective de moyen terme, comme le maximum compatible avec la notion de « stabilité des prix »).

Du point de vue de la solvabilité du secteur public, les pays en développement ont généralement fait des progrès considérables depuis une vingtaine d'année. De fait, aucune des crises récentes, à l'exception peut-être de la crise russe, n'a comme origine initiale un doute sur la solvabilité à moyen et long terme des pays concernés. Cependant, ils subissent plusieurs handicaps et notamment la dépendance de beaucoup d'entre eux face aux fluctuations du prix des matières premières. Il s'agit d'ailleurs là d'un des plus grands échecs de la finance moderne : en principe, ce risque sur les matières premières devrait être largement mutualisé et porté par les agents qui ont les moyens de l'absorber plutôt que laissé à la charge des pays les plus pauvres. Les matières premières devraient constituer une classe d'actif beaucoup mieux représentée dans les portefeuilles des investisseurs (achat de contrats à terme), tandis que les pays producteurs devraient être

beaucoup mieux couverts (ventes à terme). La France pourrait ainsi demander aux organisations internationales de faire des propositions pour améliorer les possibilités de couverture à terme des producteurs de matières premières.

### *Dissuader les prises de risque excessives par les institutions financières*

La crise actuelle trouve une de ses origines principales dans la fragilité des systèmes bancaires des pays touchés par la crise. L'inquiétude sur ce sujet n'est pas nouvelle : les chefs d'État du G7 réunis à Lyon en 1996 avaient déjà demandé aux organisations financières internationales « d'intensifier leurs efforts pour promouvoir des structures efficaces de supervision dans ces économies ». Il s'agit maintenant d'une priorité et les pays concernés eux-mêmes ont pris conscience des risques qu'ils prenaient en laissant fonctionner leur système bancaire sans système de supervision efficace, notamment s'ils autorisent l'accès de banques mal contrôlées aux financements internationaux.

Les conditions d'une supervision efficace sont bien connues, notamment grâce aux excellents travaux de synthèse réalisés par le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire, le FMI et l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (« Core Principles for Effective Banking Supervision », BRI(1997), « Toward a Framework For Financial Stability », Folkerts-Landau, D. et Lindgren, C-J. (1998), « Objectifs et Principes de Régulation Financière », OICV (1998))<sup>(1)</sup>. Il s'agit maintenant d'aider les pays émergents à respecter ces principes, ce qui demandera notamment une importante assistance technique.

En matière de supervision bancaire, on peut très schématiquement distinguer deux phases : celle de surveillance proprement dite, qui vise à maintenir un niveau suffisant de fonds propres pour faire face à toute éventualité, et celle de gestion des difficultés, si la surveillance n'a pas permis d'éviter qu'une banque se trouve dans une situation de déséquilibre. Généralement, cela se traduit par des contraintes de liquidité et la nécessité de refinancements exceptionnels de la Banque centrale. Le mode de traitement de ces difficultés est très important. Les décideurs, c'est-à-dire les régulateurs et la banque centrale, doivent tenir compte de considérations de court terme — éviter que la banque en question ne continue à accumuler des pertes, éviter qu'une panique ne s'empare des créiteurs et ne se propage aux autres banques — et du souci de mener une politique cohérente qui n'incite pas d'autres établissements à faire preuve de laxisme à l'avenir. Il s'agit de sujets délicats et essentiels, et on peut regretter que les « guides » préparés par les organisations internationales soient assez évasifs sur ces questions alors qu'ils sont très complets sur la surveillance proprement dite.

(1) Une question particulièrement difficile sur laquelle une expertise approfondie est en cours est celle des standards de solvabilité dans le secteur de l'assurance.

Compte tenu de l'importance et de la difficulté du sujet, il serait utile que le Comité de Bâle et le FMI préparent un « code de bonne conduite » en matière de restructuration bancaire partant du moment où des contraintes de liquidité sont apparues de façon à établir les règles à suivre selon les situations. Une première règle, beaucoup trop souvent oubliée, semble impérative : en matière de solvabilité, le bénéfice du doute ne doit jamais bénéficier aux actionnaires. Ceux-ci doivent être les principales victimes des opérations de restructurations bancaires.

Une telle approche constituerait une véritable révolution dans certains pays où les banques ont pu se débarrasser un peu trop facilement de leurs créances douteuses sur les comptes publics. Le traitement des créanciers pose des questions beaucoup plus difficiles et c'est dans ce domaine qu'une réflexion stratégique et un code de bonne conduite sont particulièrement nécessaires. La pénalisation des créanciers importants — il est de toutes les façons indispensable de protéger les petits déposants — peut créer une certaine instabilité dans les relations interbancaires, mais une application systématique du principe « too big to fail » conduit à la situation asiatique : des banques fragiles ayant accès trop facilement aux financements interbancaires. Au total, il semble nécessaire de retenir le principe de pénalisation, quitte à ce que les autorités accordent des garanties de passif au cas par cas quand le retrait des créanciers prend une tournure systémique. La troisième partie explore certaines voies envisageables pour limiter les conséquences les plus dommageables de faillites bancaires.

Dans le cas spécifique des pays en développement, il faut souligner qu'il existe par ailleurs une solution assez simple et efficace pour résoudre les insuffisances des mécanismes de supervision locaux : il s'agit de l'ouverture du capital des banques à de grandes institutions financières internationales qui ont su développer des modes de contrôle interne efficaces.

Les prises de participation par des capitaux étrangers contribuent notamment à une stabilisation du crédit interbancaire. D'une certaine façon, on peut dire que c'est la solution la plus naturelle pour recycler efficacement les dépôts reçus dans les pays industrialisés en prêts dans les pays en développement en évitant le maillon le plus fragile, celui du refinancement interbancaire transfrontière. Le FMI a très justement accordé un haut niveau de priorité à l'ouverture de l'actionnariat des banques dans les pays émergents.

Par ailleurs, une bonne évaluation par les institutions financières des risques qu'elles supportent suppose un haut degré d'information sur les comptes des agents publics et privés. La question générale de la transparence est à juste titre au centre des réflexions actuelles dans les enceintes internationales. Les difficultés récentes constatées avec le fonds spéculatif LTCM ont notamment souligné la nécessité urgente d'améliorer l'information diffusée par les « hedge funds ». Les fonds souhaitant rester opaques, notamment ceux installés dans des paradis fiscaux, pourraient voir

leur accès rendu plus difficile au refinancement des banques opérant dans les pays industrialisés (par exemple, les prêts pourraient être limités strictement en proportion du collatéral offert par le fonds concerné).

### *Réfléchir à l'équilibre entre taxation des fonds propres et de l'endettement*

Ceci constitue presque une digression, mais elle ne semble pas inutile. Il est clair que dans la quasi-totalité des pays la fiscalité encourage au financement par endettement. Les fonds propres, taxés au niveau des entreprises puis des actionnaires, sont plus lourdement imposés que la dette (impôt sur les sociétés, impôt sur le revenu pour les dividendes, impôt sur les plus values pour les bénéfices réinvestis... contre taxation modérée, parfois nulle, des intérêts reçus par les ménages).

Alors que la stabilité financière est un bien public, la fiscalité encourage au financement par endettement et incite notamment fortement les institutions financières à ne pas dépasser de façon significative les niveaux planchers de fonds propres fixés par les réglementations bancaires. Il est probable que le besoin d'une surveillance bancaire étroite serait un peu moins vif si le recours aux fonds propres par les banques, comme d'ailleurs par les autres entreprises, était sensiblement moins coûteux. La question du rééquilibrage entre fiscalité des fonds propres et fiscalité de l'endettement mérite un effort de réflexion au plan international.

### *Améliorer l'analyse économique fondamentale disséminée sur les marchés financiers*

La valeur fondamentale d'une classe d'actifs financiers (actions, obligations, etc.) dépend avant toute chose du rendement offert sur le moyen-long terme par ces actifs. Il est frappant de voir la faiblesse des études menées dans ce domaine par les institutions financières privées. À titre d'exemple, on peut mentionner la question de la tendance longue des profits des entreprises américaines. Cette question est sans aucun doute cruciale pour juger des valorisations atteintes sur les bourses outre-Atlantique, mais elle ne fait pas l'objet de recherches approfondies.

Le système financier international manque de capacités d'analyse stratégique des « fondamentaux économiques ». Celle-ci constitue assez largement ce que les économistes appellent un « bien public », dont la production spontanée par le secteur privé apparaît insuffisante. À l'heure actuelle, les organisations internationales ne comblent pas suffisamment cette lacune. Elles pourraient prendre un certain nombre d'initiatives pour encourager un véritable travail d'analyse fondamentale (conférences thématiques annuelles sur des sujets comme les profits, l'inflation, les taux de change dans une perspective de moyen et long terme, rapport annuel détaillé sur la compétitivité etc.).

Une décision simple à prendre pourrait également avoir un effet très positif : les services d'études économiques des grandes banques internationales pourraient avoir l'obligation de fournir un certain nombre de prévisions qui sont, en principe, indispensables pour une bonne valorisation des actifs financiers. On peut penser aux taux de change d'équilibre de long terme, à la tendance longue (5 ans et 20 ans) du PIB, des profits et de l'inflation pour les pays dans lesquels ces institutions ont des activités significatives. Ces prévisions seraient ensuite publiées. De façon générale, si l'analyse économique fondamentale de moyen et long terme est un bien public, il est probablement plus efficace de rechercher les leviers permettant d'accroître la production d'études du secteur financier, plutôt que d'augmenter les effectifs des organisations internationales.

*Améliorer le suivi des « fondamentaux financiers »,  
c'est-à-dire des conditions de l'équilibre entre offre  
et demande sur les différents marchés*

Une bonne valorisation des actifs financiers exige plus qu'une bonne connaissance des rendements offerts. Elle nécessite aussi une connaissance suffisante de la dynamique du côté de la demande. Il faut examiner si les rendements offerts seront compatibles dans la durée avec les exigences des investisseurs, compte tenu des caractéristiques en termes de risque des actifs considérés. Il s'agit d'une question essentielle, mais traitée généralement de façon très superficielle par les investisseurs.

On dispose par exemple de peu d'informations ou d'études sur le degré d'exigence des actionnaires américains en matière de rémunération du risque action. Or, il est en principe impossible de juger d'un point de vue fondamental des niveaux atteints à Wall-Street sans une évaluation des primes de risque requises par l'actionnaire « moyen » relativement à un placement sûr en obligations (2 % — ce que semblent offrir, au maximum, les actions américaines compte tenu des cours très élevés atteints aujourd'hui — ou 7 % — prime de rendement offert depuis 50 ans par les actions — ou 15 % — attente des ménages selon certaines enquêtes d'opinion ?).

Le rapport défendra l'idée selon laquelle les changements de « primes de risque » mal pris en compte par les investisseurs constituent un des facteurs d'instabilité sur les marchés financiers. On assiste ainsi parfois à ce que nous appelons des crises de valorisation, c'est-à-dire des situations où les investisseurs perdent confiance dans les méthodes de valorisation fondées sur l'étude des fondamentaux économiques et ont recours à des méthodes déstabilisatrices telles le chartisme.

Un meilleur fonctionnement des marchés nécessite ainsi la mise en place d'outils efficaces permettant de mieux suivre les tendances de la demande et les exigences des investisseurs. Deux approches complémentaires sont possibles :

- Une estimation directe des primes de risque par enquête. Les questions devraient porter sur les anticipations des investisseurs (prévision cen-

trale, risques à la hausse et à la baisse). Une enquête de ce type a été réalisée dans le cadre de ce rapport. L'annexe à la cinquième partie décrit les enseignements tirés des 650 réponses reçues. Des enquêtes bien conçues portant sur les anticipations des principaux intervenants sur les marchés apporteraient une information précieuse sur la tendance des primes de risque et l'émergence d'éventuels déséquilibres entre offre et demande.

- Un meilleur suivi des flux financiers pour certaines classes d'investisseurs. Une question importante et sensible concerne le suivi des positions prises par les grandes banques internationales et les fonds spéculatifs (« hedge funds »). Il s'agit d'acteurs ayant un horizon de placement assez court et il est toujours assez inquiétant quand un marché est trop dépendant de leurs achats. Les cours risquent en effet de connaître un ajustement brutal si ces opérateurs changent d'opinion, ou sont contraints de réduire leur exposition compte tenu de pertes enregistrées par ailleurs. On trouve d'ailleurs là une des raisons expliquant le sauvetage très controversé du fonds LTCM en septembre 1998. La liquidation rapide de ce fonds aurait provoqué un choc considérable sur les marchés sur lesquels il était investi pour des montants totalement déraisonnables.

Quels que soient les investisseurs, il serait utile de réfléchir à des règles imposant une obligation de déclaration pour des positions dépassant un seuil à définir en fonction de la taille du marché considéré. En ce qui concerne les « hedge funds », cela posera la question générale des paradis fiscaux dans lesquels de nombreux fonds sont installés. Il devient de plus en plus difficile d'accepter l'existence de telles zones de non-droit.

Par ailleurs, il faut savoir que toutes les grandes banques ont développé des systèmes internes de suivi des risques de marché. Compte tenu du rôle central joué par la parité dollar-euro dans le système monétaire international à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999 et du risque d'instabilité pendant la phase transitoire d'internationalisation de la devise européenne, il est proposé d'organiser dans ce domaine un suivi des positions à partir de l'année prochaine. L'information portant sur la parité euro/dollar serait collectée par les Banques centrales à un rythme trimestriel, agrégée par la BRI, puis diffusée. Un tel processus serait de nature à améliorer de façon considérable la transparence du marché des changes. Il pourrait être étendu à d'autres actifs si l'expérience révélait un effet favorable sur le fonctionnement du marché.

### *Améliorer la robustesse et la prévisibilité des régimes de change*

Dans un monde de liberté des mouvements de capitaux, des taux de change semi-fixes, c'est-à-dire ajustables en cas de crise, contribuent de façon très importante à l'instabilité du système financier international. On peut certes réduire les risques de tensions par une grande vigilance des politiques économiques et financières, mais il paraît impossible de totalement les supprimer.

Les difficultés rencontrées avec les systèmes de change fixes ne doivent cependant pas cacher les inconvénients des systèmes de change flexible pour les pays en développement. Si certaines conditions ne sont pas remplies, notamment en matière de crédibilité de la politique monétaire, la volatilité des parités peut être très élevée. L'instabilité des changes a plusieurs conséquences négatives. Au-delà des coûts pour les entreprises, notamment en matière de couverture, elle tend à accroître le coût du capital car le risque pris par les apporteurs extérieurs de fonds augmente. De fait, la plupart des experts défendent plutôt l'idée de taux de change gérés (« managed float ») plutôt qu'un flottement totalement libre. Il est cependant frappant de constater la faiblesse des travaux théoriques et empiriques tentant de préciser le mode optimal de gestion. Il s'agit pourtant d'une question essentielle pour les pays en développement et les autorités monétaires et financières internationales : comment établir le bon équilibre entre flexibilité et stabilité ?

Dans un contexte de taux de change volatils, avec des investisseurs durablement traumatisés par l'expérience des années 1997-1998, il est en effet à craindre que le coût du capital dans les pays émergents ne reste durablement élevé si aucun effort structurel de stabilisation des changes n'était réalisé une fois la crise passée.

Afin d'éviter les principaux inconvénients de changes trop rigides tout en conservant un haut degré de priorité à la stabilité des changes, certains économistes ont proposé des systèmes de « zones cibles » autorisant des marges de fluctuation importantes autour d'un taux de change de référence. Dans cet esprit, le rapport souligne les avantages pour les pays émergents d'une variante particulière bâtie selon les quatre principes suivants :

- *Maintien d'une parité de référence.* Celle-ci est définie par référence à un panier de devises et ajustée de façon régulière pour ne jamais s'éloigner d'une estimation raisonnable du taux de change d'équilibre de long terme.

- *Flexibilité du taux de change dans le sens de la hausse si un durcissement de la politique monétaire est requis.* La poursuite d'une politique de stabilité des changes ne doit pas limiter l'aptitude des autorités à contrôler l'inflation en cas d'activité économique trop soutenue.

- *Mécanisme crédible, transparent et progressif de réponse face aux pressions à la baisse.* S'il n'y avait qu'une leçon à tirer de l'expérience des années quatre-vingt-dix marquées par les crises du SME et celles des pays émergents, ce serait 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. Ces politiques ne sont pas nécessairement très efficaces et, en tout état de cause, elles font peser le risque d'un véritable désastre en cas d'échec (plus de réserves de change, perte de toute crédibilité monétaire, voire politique). La réaction face à la faiblesse de la devise devrait être

beaucoup plus progressive et calibrée en fonction de l'écart à la parité de référence. Si la défiance des marchés ne résulte pas d'un mécanisme d'attaque spéculative, mais repose sur une surévaluation de la devise, un réajustement est nécessaire.

- *Surveillance régulière de la structure des entrées de capitaux.* La structure des entrées de capitaux doit être étroitement surveillée et les autorités doivent être en mesure de freiner les entrées de capitaux courts si ceux-ci semblent présenter le moindre risque d'instabilité. Le FMI devrait aider les différents pays à mener de façon efficace cette politique de maîtrise des entrées de capitaux courts en préparant un manuel explorant les avantages et inconvénients des diverses options. Par ailleurs, le développement de véritables marchés obligataires dans les pays émergents les plus développés (Corée, Brésil, etc.) pourrait favoriser un financement beaucoup plus stable. On peut dire la même chose des marchés d'actions : des marchés mieux surveillés, transparents où les actionnaires minoritaires sont protégés faciliteraient considérablement l'arrivée d'une épargne occidentale plus stable.

Le système qui vient d'être envisagé pour les pays souhaitant privilégier la stabilité du change pourrait être qualifié de système à « parités de référence ajustables » (« flexible peg » plutôt que « managed float »). Son bon fonctionnement nécessiterait une implication importante du FMI pour en crédibiliser certains des mécanismes. Cette proposition s'inscrit d'ailleurs dans un ensemble de suggestions visant à renforcer les mécanismes de surveillance multilatérale et de coopération en matière monétaire et financière.

## **Renforcer les mécanismes de surveillance et de coopération internationale**

La tendance à l'instabilité des marchés financiers exige un effort particulier de surveillance de la part des autorités publiques. Celles-ci doivent en permanence analyser les dynamiques à l'œuvre, tant en matière de financement de l'investissement que de valorisation des actifs financiers. De plus, les événements récents doivent servir de leçon dans au moins trois domaines :

- Il est devenu très difficile de stopper des paniques financières. Les sommes en jeu sont généralement considérables. La communauté internationale doit être en mesure de mobiliser rapidement des plans de soutien d'un montant inimaginable il y a encore quelques années.

- La difficulté d'un traitement à chaud des crises rend absolument nécessaire une politique de prévention qui traite les facteurs de vulnérabilité très en amont.

- De façon générale, la globalisation de l'économie et de la finance signifie qu'un choc financier dans un pays peut avoir des répercussions très importantes dans le reste du monde. Il n'est pas du tout sûr que l'Asie

aurait connu cette crise d'une gravité exceptionnelle si la Thaïlande avait mieux su gérer ses déséquilibres. Les questions de stabilité bancaire et de taux de change doivent être traitées comme des questions d'intérêt commun. Un équilibre doit être trouvé entre le respect de la souveraineté nationale et le souci de la sécurité financière collective. Cette remarque générale inspirera beaucoup des propositions qui suivent.

### *Réaffirmer le rôle du FMI*

Le monde a absolument besoin d'une institution qui dispose d'une vue d'ensemble sur les évolutions économiques et financières dans les différents pays. Au-delà de l'activité de surveillance, il est également absolument nécessaire de disposer d'un pôle de coordination, capable de contribuer à la mobilisation des décideurs monétaires et financiers dans toutes les capitales. La France a fait des propositions utiles pour renforcer la légitimité du Fonds en améliorant le contrôle exercé par ses membres (transformation du Comité Intérimaire en véritable instance de décision, comme le prévoient d'ailleurs les statuts du FMI).

Par ailleurs, rien ne s'oppose à ce que se développe la coopération monétaire et financière régionale. En revanche, personne n'a intérêt à un morcellement de l'activité de surveillance et de soutien financier en cas de crises. Celles-ci ne connaissent plus les frontières, même celles des continents.

### *Améliorer le suivi des évolutions financières*

Le FMI doit développer son expertise dans trois domaines :

- La soutenabilité des systèmes de change rigides pour les pays souhaitant poursuivre dans cette voie. Cette soutenabilité doit être jugée d'un point de vue aussi bien macroéconomique (tendance de l'inflation et de la compétitivité, perspectives de croissance) que financière (maturité de la dette extérieure, exposition des banques et des entreprises au risque de change...).
- La vulnérabilité des systèmes bancaires. À l'occasion des examens annuels, les équipes du FMI devraient évaluer la qualité des systèmes de régulation et contrôle, et s'assurer d'une sensibilité raisonnable des bilans bancaires agrégés à des chocs majeurs, notamment une variation brutale du taux de change.
- Les niveaux de valorisation sur les grands marchés d'actifs. De façon générale, le FMI devrait améliorer ses capacités d'analyse en matière de suivi des flux de capitaux et de valorisation du risque. Cela concerne aussi bien les marchés d'actions, que le marché des changes et le marché obligataire.

Cette activité de surveillance est destinée principalement aux États Membres (Conseil d'administration, Comité Intérimaire, G7). Une appréciation de nature assez générale sur les équilibres financiers internationaux est également rendue publique dans certaines publications régulières

(« World Economic Outlook » deux fois par an et « International Capital Markets » chaque année). Par ailleurs, depuis 1997, après avoir procédé à un examen annuel au titre de l'article IV de ses statuts et si le pays donne son accord, le FMI publie sur Internet un bref compte rendu de la discussion ayant eu lieu au Conseil d'administration sur la situation du pays examiné. Faut-il aller au-delà et donner au FMI un rôle officiel d'alerte à destination des marchés financiers ?

La réponse semble négative. Compte tenu de son rôle clef dans le soutien aux pays en crise, Le FMI n'a pas vocation à assumer, de près ou de loin, les fonctions d'une agence de notation. D'une part, reconnaître ce rôle au FMI conduirait à aggraver significativement les risques d'aléa de moralité : tant que le FMI n'a rien dit d'inquiétant, les investisseurs privés se sentiraient en toute sécurité car il apparaîtrait inconcevable que le FMI n'aide pas massivement un pays sur lequel il n'avait pas trouvé de reproches à formuler. D'autre part, dans un deuxième temps et pour des raisons symétriques, le FMI aurait de fortes chances de déclencher une crise en faisant part de ses préoccupations.

Au-delà de l'information elle-même sur la situation du pays, les prêteurs y verraient la menace d'un soutien moins généreux en cas de crise : pourquoi ne pas pénaliser les investisseurs étrangers (rééchelonnements, voire annulation de dettes) si ceux-ci ont continué à prêter alors qu'ils étaient prévenus des risques ? Au total, il est souhaitable que le FMI n'ait pas de mission quasi-statutaire en matière d'information des marchés. Il a d'ailleurs suffisamment de canaux de transmission directs ou indirects de ses analyses et préoccupations (publications, contacts gouvernementaux, organisation éventuelle de conférences...) pour ne pas assumer un rôle qui pourrait s'avérer particulièrement contre-productif.

L'enjeu pour le FMI semble tout autre : il lui faut au contraire améliorer son accès à l'information confidentielle sur la situation des pays membres de façon à pouvoir traiter les crises en amont. Cela n'est possible que si le FMI fait preuve de retenue dans l'utilisation des informations qu'il obtient. En complément des Articles d'Agrément eux-mêmes, c'est-à-dire de la charte régissant le fonctionnement du Fonds et ses relations avec les États Membres, il serait utile que le Fonds prépare un code de bonne conduite précisant les conditions de transmission de certaines informations confidentielles. D'une part, il semblerait nécessaire que tout concours de trésorerie accordé à une institution financière en difficulté, dans le cadre d'un mécanisme de refinancement exceptionnel, soit porté à la connaissance du FMI. D'autre part, celui-ci devrait avoir une connaissance très fine de l'évolution des réserves de change, y compris des opérations inscrites en hors bilan. En d'autres termes, en tant que garant de la sécurité financière collective, le FMI a vocation à être informé des interventions gouvernementales de nature exceptionnelle sur le marché du crédit comme sur celui des changes.

Par ailleurs, sur le terrain des réserves de change, on peut s'interroger sur les risques d'une transparence absolue vis-à-vis des marchés. Les plus gros demandeurs de cette transparence sont les « hedge funds » ce qui en principe devrait inciter à une certaine prudence. Même si les crises de change renvoient souvent à des déséquilibres fondamentaux, il serait absurde de nier l'existence d'activités de spéculation pure. Celles-ci tireraient le plus grand profit en phase terminale d'une crise de change de tout constat de faiblesse en matière de réserves.

Cependant, il est vrai qu'il est souhaitable qu'en temps normal, c'est-à-dire hors périodes de crise, les créanciers d'un pays disposent d'une information complète sur la situation des comptes extérieurs de leur débiteur. Comment résoudre cette contradiction ? La solution naturelle, semble-t-il, serait que le FMI puisse lever temporairement, à la demande du pays concerné, l'obligation de publication des réserves de change dès le début de la crise. Cette option devrait être parfaitement connue des marchés, sinon elle créerait une surprise de nature à aggraver l'inquiétude des opérateurs à l'occasion de sa première utilisation.

### *Revoir les modes d'intervention en cas de tensions sur le marché des changes*

Au-delà des réflexions sur la prévention des crises financières, il est utile de s'interroger sur les réactions souhaitables de la communauté internationale quand la crise n'a pu être évitée. Il y a certainement des leçons à tirer des crises récentes dans la mesure où les plans de soutien n'ont pas su éviter l'effondrement financier de certains pays, puis la contagion à leurs voisins.

L'expérience indique une forte tendance au sur-ajustement du taux de change dans le contexte des crises de financement, en dépit du soutien international. La dévaluation prend généralement à contre-pied des investisseurs qui jouaient la stabilité du change et ceux-ci cherchent alors à boucler leur exposition au risque de change quel que soit le niveau atteint. Ces ventes panique de la devise nationale par des investisseurs initialement mal positionnés étaient tout à fait apparentes dans la première phase de la crise asiatique. Par ailleurs, la baisse de la devise crée un cercle vicieux et tend à s'auto-entretenir par de multiples canaux : elle relance les anticipations inflationnistes, elle pèse lourdement sur la solvabilité de certains agents endettés en devises étrangères et l'augmentation spectaculaire de la volatilité effraie les investisseurs potentiels. L'Indonésie a constitué le meilleur exemple d'une spirale à la baisse qui peut rapidement devenir incontrôlable. Enfin, le sur-ajustement des devises concernées constitue un canal essentiel de propagation des crises financières : les pays voisins se voient en effet menacés de pertes de compétitivité intenable dans la durée.

Au total, il paraît essentiel de mieux gérer l'ajustement des taux de change en situation de crise financière. Il faut probablement moins défendre la

devise dans la phase initiale de la crise, mais en contrepartie être beaucoup plus actif dans la seconde phase, c'est-à-dire quand la devise a enfoncé le plancher qui lui était initialement fixé.

Il semble même souhaitable que la communauté internationale soit en mesure de fixer un plancher absolu sur lequel elle s'engage. Ce plancher serait fixé assez bas. Il serait défendu par des financements multilatéraux et bilatéraux traditionnels, et si nécessaire en dernier recours par des interventions des Banques centrales des pays industrialisés. L'introduction d'un tel plancher pour supprimer tout risque de panique nécessiterait deux types de conditions :

- Une politique macroéconomique dite de « stabilité ». Le FMI a une capacité d'expertise considérable sur ces sujets : politique budgétaire visant au maintien de la solvabilité du secteur public, contrôle de l'inflation et maintien des taux d'intérêt à un niveau compatible avec le taux de change plancher placé au centre de l'accord.

- Le respect dans la phase menant à la crise des deux nouveaux « codes de bonne conduite » proposés dans ce rapport, c'est-à-dire, d'une part, information précise et régulière du Fonds quant à l'état des réserves de change et aux opérations de refinancement exceptionnel du secteur bancaire et, d'autre part, conduite selon des modalités acceptables des opérations de restructuration bancaire. Le « code de bonne conduite en matière de restructurations bancaires » expliciterait les réactions souhaitables des autorités monétaires en cas d'illiquidité d'une institution financière et fixerait également le niveau souhaitable d'information du FMI dans de telles situations.

La portée de ce qui est proposé ici ne doit pas être sous-estimée : il s'agirait d'un renforcement considérable des mécanismes de surveillance multilatérale où, en échange de comportements financiers vertueux, les pays auraient la perspective d'une aide internationale renforcée pour lutter contre « la crise de valorisation » affectant la devise nationale. Sous conditions, les interventions sur le marché des changes pourraient être suffisamment importantes pour enrayer le phénomène de panique et de contagion internationale.

## **Les propositions du rapport dans le contexte des débats actuels**

L'ampleur de l'actuelle crise financière a fait émerger un consensus international sur la nécessité d'une réforme de l'architecture du système financier international. Une réflexion très active est menée dans différentes enceintes, notamment au FMI et dans les « groupes de travail du G-22 ». Ces derniers, mis en place en avril 1998, regroupent des représentants des pays les plus significatifs sur la scène financière internationale. Des synthèses précises sur l'état d'avancement de ces travaux ont été rendues pu-

bliques à l'occasion des réunions internationales qui se sont tenues à Washington au début du mois d'octobre 1998<sup>(2)</sup>.

Il semble utile de clarifier les positions prises par le présent rapport sur les grands sujets placés aujourd'hui au centre des discussions internationales. Les deux principales spécificités sont d'une part la recherche explicite de meilleures politiques de change dans les pays émergents, d'autre part la mise en garde contre une gestion des crises qui reposerait de façon excessive sur la pénalisation systématique et un peu aveugle des créanciers privés. Par ailleurs, l'accent mis ici sur les risques d'instabilité sur les marchés financiers des pays industrialisés trouve malheureusement peu d'échos dans les discussions internationales actuelles.

### *Le renforcement des systèmes financiers*

À juste titre, il y a un consensus international sur la nécessité d'une amélioration considérable des mécanismes de régulation et de surveillance des systèmes financiers, surtout dans les pays émergents. Le groupe de travail du G-22 ayant travaillé sur ces thèmes a remis un rapport particulièrement complet<sup>(3)</sup> qui décrit l'état de la réflexion sur les principes à suivre (« les standards ») et les moyens de s'assurer de leur application dans les différents pays. Au-delà de la question générale de la surveillance des secteurs bancaires, la question clef semble être celle du mode de traitement des restructurations bancaires. Le rapport du G-22 reconnaît que dans ce domaine les standards actuels nécessitent encore un effort important d'approfondissement.

Deux principes nous semblent indiscutables : un biais défavorable aux actionnaires des banques en difficulté, une information systématique en amont du FMI. La question qui reste la plus ouverte est celle d'un éventuel mode de pénalisation des créanciers interbancaires. Dans ce domaine, la voie est étroite si l'on veut éviter de créer une grande instabilité dans les relations de crédit. Ce rapport suggère de lancer sur cette question une réflexion stratégique animée par la BRI et le FMI. Les conclusions seraient reprises comme un des éléments du code de bonne conduite sur les restructurations bancaires. Certaines pistes de réflexion plus spécifiques sont avancées dans la troisième partie (notamment l'idée de faciliter dans certains cas une recapitalisation de la banque en difficulté par un échange organisé de dette contre des actions). En tout état de cause, il s'agit d'un chantier prioritaire si l'on souhaite mieux responsabiliser les institutions financières en matière de distribution du crédit.

---

(2) Ces synthèses sont disponibles sur le site Internet du FMI. Voir notamment le rapport du Directeur Général du FMI au Comité Intérimaire sur l'état d'avancement des travaux menés pour renforcer l'architecture du système financier international, FMI (1998c). Voir également les rapports des trois groupes de travail du G-22, G-22 (1998a à c).

(3) G-22 (1998b).

Une question qui continue de diviser la communauté internationale est celle portant sur la pertinence de freins aux entrées de capitaux courts. Il y a cependant un accord de plus en large pour considérer comme nécessaires des mécanismes permettant d'éviter qu'un pays ne se retrouve en situation de dépendance excessive par rapport à des financements bancaires courts par nature instables. Le présent rapport partage le sentiment selon lequel la pénalisation des entrées de capitaux courts constitue un instrument important qui doit figurer « au cas où » dans la boîte à outil des autorités monétaires et financières. Des expertises supplémentaires sont nécessaires pour en préciser les modalités optimales. En tout état de cause, le secteur bancaire d'un pays ne doit avoir la possibilité de faire appel aux financements internationaux que si les mécanismes de régulation et de supervision respectent des standards minimaux.

Par ailleurs, peut-être plus que d'autres, ce rapport met un accent tout particulier sur l'importance, dans les pays émergents, d'une ouverture du capital des institutions financières à l'actionnariat de grandes banques étrangères.

### *Une plus grande transparence du secteur privé comme du secteur public*

La transparence portant sur les comptes des organismes publics et privés est une des conditions d'un bon fonctionnement des marchés financiers et, au-delà, d'une allocation efficace du capital. Dans ce domaine, la prise de conscience est générale. Le rapport du G22 (1998a) portant sur ces questions décrit bien les progrès à réaliser que ce soit en matière de comptabilité privée que d'informations de nature macroéconomique. L'accent est notamment mis sur la nécessité d'une meilleure connaissance de l'endettement extérieur, notamment de sa structure par devises et par échéances.

La transparence est généralement surtout vue comme un moyen d'améliorer la pertinence des décisions en matière de distribution du crédit. De fait, un créancier a besoin de connaître la situation exacte de son débiteur, que celui-ci soit une entreprise ou un État. Ce rapport insiste sur un autre aspect de la question : une valorisation stable des actifs financiers exige une bonne connaissance de la structure de la demande et des attentes des investisseurs en matière de rendement. La réflexion internationale, aujourd'hui centrée sur les marchés émergents, ne semble guère active sur les moyens d'assurer un meilleur suivi des tendances de fond en matière d'offre et de demande sur les marchés financiers des pays industrialisés.

### *L'amélioration des régimes de change*

Il s'agit en principe du sujet central d'une réflexion sur la nouvelle architecture du système financier international. Pourtant, il n'est généralement traité qu'avec réticence et discrétion. De nombreux économistes et gouvernements sont convaincus des avantages d'une grande flexibilité des

changes, mais savent qu'un changement de cap rapide dans certains pays aujourd'hui menacés par la crise serait très difficile à gérer. Le sujet est ainsi renvoyé à plus tard.

Le rapport plaide pour une approche beaucoup mieux à même de réconcilier les impératifs du court terme avec les enjeux structurels de moyen et long terme. La flexibilité pure semble devoir être réservée aux principales monnaies, celles de pays disposant de marchés financiers développés et d'autorités monétaires parfaitement crédibles. Cette flexibilité pure doit s'accompagner pour ces monnaies d'un effort de surveillance renforcé. La future parité dollar/euro méritera une attention toute particulière. En ce qui concerne, les taux de change de pays en voie de développement qui ont vocation à être importateurs de capitaux, une certaine flexibilité est nécessaire, mais elle semble devoir être fortement encadrée.

Dans ce domaine essentiel, une réflexion internationale approfondie sera nécessaire dès que le calme sera revenu sur les marchés financiers des pays émergents.

#### *La mise à contribution des créanciers privés dans le cadre des plans de soutien internationaux*

Un consensus émerge progressivement au plan international sur la nécessité de mieux associer le secteur privé à la résolution des crises financières internationales. D'une part, les autorités s'inquiètent de la taille croissante des plans de soutien internationaux dans un contexte où les ressources du FMI sont déjà largement sollicitées. D'autre part, la perspective d'une mise à contribution du secteur privé en cas de crise semble de nature à mieux responsabiliser les banques en matière de politique de crédit.

La participation du secteur privé peut passer par deux types de solutions :

- La mise en place préalable de lignes de crédit mobilisables en cas de difficultés. Différentes options sont possibles (voir les mécanismes retenus en Argentine et au Mexique).
- Le recours plus systématique à des restructurations de dettes. La réflexion porte implicitement sur le meilleur moyen de mettre à contribution les créanciers privés tout en évitant les décisions unilatérales ayant un caractère spoliateur de la part des pays en difficultés. Le FMI a vocation à jouer un rôle d'arbitre, c'est-à-dire qu'il pourrait vérifier que tout moratoire sur les paiements remplit un certain nombre de conditions : impossibilité véritable d'honorer les échéances, traitement équitable des différentes catégories de créanciers, mise en place d'un véritable plan d'ajustement, ouverture sans délai d'un dialogue approfondi et de bonne foi avec les créanciers. Son approbation pourrait prendre une forme plus ou moins officielle : certains proposent un amendement à ses statuts<sup>(4)</sup> lui permettant

(4) Amendement à l'article VIII, section 2(b) des articles d'agrément.

de suspendre les éventuelles poursuites légales engagées par les créanciers contre un débiteur défaillant qui satisferait les conditions précédentes. L'accord semble se faire autour d'un mécanisme moins formel, déjà employé dans le passé : le FMI signalerait de façon implicite son acceptation du moratoire en acceptant de prêter au pays défaillant sur une partie de sa dette (« lending into arrears »). Il exercerait ainsi une forte pression incitant les créanciers privés à négocier.

En tout état de cause, une restructuration de la dette peut être très difficile quand les créanciers sont nombreux et doivent se mettre tous d'accord. C'est notamment le cas quand la dette d'un État en difficultés est constituée d'obligations dispersées entre de nombreux portefeuilles. Pour faciliter les négociations, un consensus semble émerger en faveur d'une généralisation dans les contrats de prêts de clauses légales permettant la représentation collective des créanciers et le vote à la majorité sur l'éventuelle restructuration des engagements financiers du débiteur, voir G-22 (1998c)<sup>(5)</sup>.

Les propositions précédentes pourraient permettre de faciliter la solution de certaines crises financières. Mais on peut s'interroger sur les risques de dérives dans la gestion des crises si aucune distinction suffisamment claire n'était faite entre crises de liquidité et crises de solvabilité. C'est pourtant la pente actuelle de la réflexion internationale.

Dans le cas des crises de solvabilité, les mécanismes précédents ont bien sûr le plus grand sens : quand un pays est dans l'impossibilité durable de faire face à ses engagements, il est nécessaire de trouver un moyen d'alléger sa dette, par exemple en transformant de la dette courte en dette longue à taux d'intérêt raisonnables.

Notons cependant que la plupart des crises récentes avaient plutôt la nature de crises de liquidité. C'est sur ce type de crises que la réflexion internationale devrait être la plus active. En effet, si l'on excepte la crise russe, où le secteur privé a d'ailleurs été massivement pénalisé, les graves difficultés de financement observées au cours des dernières années (Mexique, Asie) ne remettaient pas en cause la solvabilité intrinsèque des nations concernées. On peut soutenir qu'il n'y avait aucune raison de déclarer un moratoire sur la dette publique dans le cas du Mexique ou de celui des pays asiatiques. Le FMI, et plus généralement la communauté internationale, semblaient parfaitement dans leur rôle en jouant un rôle de prêteur en dernier ressort et en refinançant pour des montants considérables les États concernés.

À cette vision traditionnelle de la gestion des crises, qui insiste sur le rôle d'un prêteur en dernier ressort en cas de crise de liquidité, il est possible d'opposer l'existence d'une sorte de détournement du financement fourni par la communauté internationale. C'est celui-ci qui semble poser problème.

---

(5) Il s'agit de mettre en place les propositions du *Rapport Rey*, G-10 (1996).

Les États ont non seulement assumé leurs propres dettes grâce au soutien international, mais ils ont également refinancé leur système bancaire, permettant à des banques fondamentalement insolvables de rembourser leurs créanciers étrangers. L'exposition des banques internationales sur l'Asie a ainsi reculé d'environ 60 milliards de dollars entre la mi-1997 et le printemps 1998 d'après les statistiques de la BRI (ce recul est concentré sur la Thaïlande et la Corée). Par ailleurs, le coût pour les finances publiques de la recapitalisation du secteur bancaire pourrait atteindre de 20 à 30 % du PIB selon les pays asiatiques.

Il faut cependant souligner que ce coût reflète largement la mauvaise gestion de la crise et la profondeur de la récession qui en a résulté. Il serait un peu étrange d'en imputer la plus grande responsabilité aux créanciers étrangers. De plus, dans ce domaine, il faut probablement éviter la notion de responsabilité collective : toutes les banques n'étaient pas dans la même situation et les créanciers n'avaient pas tous fait preuve de la même myopie. On peut craindre que le marché du crédit ne devienne fondamentalement instable, et les crises de liquidité appelées à se multiplier, si les créanciers ne sont pas traités sur la base de la pertinence de leur choix microéconomiques — situation de leurs débiteurs — mais pénalisés par des crises systémiques au-delà de leur contrôle.

Au total, la priorité consiste d'une part à contenir l'ampleur des crises de liquidité par une bien meilleure gestion des taux de change. Quand le risque de crise systémique prend forme dans le pays concerné, on peut imaginer que la bonne solution soit de fermer les banques locales les plus fragiles en pénalisant sans hésiter leurs créanciers — lutte contre les aléas de moralité — et, simultanément, de garantir le passif extérieur de toutes les institutions restantes pour éviter la fuite des capitaux.

La réflexion internationale en matière de gestion des crises semble suivre une pente un peu dangereuse. Les propositions sur la table — mise en place de lignes de crédit préventives, renforcement du rôle du FMI en tant qu'arbitre implicite entre créditeurs et débiteurs, amélioration des mécanismes de coopération entre créditeurs — apparaissent bonnes dans leur principe, à condition qu'elles ne se substituent en aucune façon à une réflexion stratégique sur les moyens véritablement efficaces d'améliorer la gestion des crises de liquidité : meilleure gestion du taux de change avant et pendant la crise, meilleure gestion des restructurations bancaires avant et pendant la crise. Autrement, en cherchant à pénaliser de façon trop systématique et un peu aveugle les créanciers privés, on n'aboutira qu'à multiplier les crises de liquidité, voire à couper durablement les pays émergents des financements internationaux.

### *Le rôle du FMI*

Dans les débats publics, le FMI joue un peu le rôle de bouc émissaire. L'ampleur de la crise s'explique cependant plus par une mauvaise gestion des différentes autorités nationales face à la montée des déséquilibres

conduisant à la crise, que par des erreurs de diagnostic de la part du FMI. Les quelques erreurs de diagnostic (austérité budgétaire excessive dans certains pays asiatiques) ont ensuite été corrigées. Par ailleurs, il ne faut pas oublier que toutes les décisions importantes du Fonds sont soumises à l'approbation de son Conseil d'administration.

De fait, si l'on excepte les propositions françaises, les réformes envisagées pour rendre le FMI plus efficace restent assez mal définies. À juste titre, tous les gouvernements reconnaissent d'ailleurs son rôle central et la nécessité d'une augmentation rapide de ses ressources.

L'orientation actuelle consiste à demander au FMI la production de certains standards (transparence des données macroéconomiques et des politiques macroéconomiques), que les pays s'engagent à respecter et qui servent de fondement, avec les standards préparés par d'autres organisations<sup>(6)</sup>, à l'exercice de son activité de surveillance. L'existence de « codes de bonne conduite » paraît une très bonne chose. Encore faut-il qu'existent des mécanismes garantissant le respect de ces codes. De bonnes pratiques en matière d'information et de restructurations bancaires pourraient notamment conditionner l'ampleur des plans de soutien en cas de crise. Sous conditions strictes, macroéconomiques et financières (notamment le respect préalable de ces « codes de bonne conduite »), le FMI devrait avoir les moyens de mobiliser un soutien quasi-illimité en faveur d'une devise en chute libre pour éviter un krach financier et la diffusion de la crise aux pays voisins<sup>(7)</sup>.

Il ne faut pas se tromper sur sa fonction : le FMI n'a pas vocation à suppléer les carences des agences de notation et des services d'étude des banques en matière de risque pays. Il ne doit pas prendre le risque de conflits d'intérêt et se concentrer sur son rôle essentiel. En période de crise, sa connaissance fine des conditions financières dans le pays touché — notamment des réserves de change — ne doit pas lui servir à informer les marchés, mais à définir les bonnes stratégies de stabilisation. Il est le seul garant de la sécurité financière collective dans un monde interdépendant où les questions de stabilité bancaire et de taux de change doivent être traitées comme des questions d'intérêt commun.

### *La « Tobin Tax »*

Pour freiner la spéculation, accroître l'horizon des investisseurs et améliorer le fonctionnement du marché des changes, Tobin (1978) a proposé de taxer les achats et ventes de devises. Les effets de la « Tobin Tax » sur la

---

(6) Supervision bancaire, « gouvernement d'entreprises »...

(7) Quand ce rapport a été écrit, peu d'informations étaient disponibles sur le nouveau mécanisme de soutien que la communauté internationale tentait de mettre en place à la demande des États-Unis. Il ne semblait cependant pas être conçu pour permettre une action volontariste de gestion du taux de change en cas de crise.

stabilité des parités sont cependant très incertains. Elle présente de plus un certain nombre de risques et paraît extrêmement difficile à mettre en place (voir l'annexe 1).

### *La conduite du processus de réforme*

À court terme, les deux priorités sont à l'évidence de stabiliser la situation financière internationale, notamment en Amérique latine, et de mieux définir l'organisation de la réflexion internationale sur la question de « l'architecture ». À l'heure actuelle, celle-ci repose sur un processus intergouvernemental mené dans différentes instances (Union européenne, G7, groupes de travail du G-22).

On peut s'interroger sur la nécessité de compléter la nécessaire réflexion intergouvernementale par un processus d'expertise plus indépendant, mené par un Comité de personnalités internationales de très haut niveau. Une telle démarche aurait deux avantages essentiels :

- Elle pourrait contribuer à lever certains blocages inhérents au travail intergouvernemental. Sur certains sujets, on peut notamment penser à la transparence financière ou à l'hypothèse d'interventions plus fréquentes sur le marché des changes, certains pays peuvent être tentés de défendre leurs intérêts spécifiques et freiner l'effort de réflexion international. Le rapport du Comité présidé par Jacques Delors sur l'Union économique et monétaire constitue un précédent historique intéressant : en 1989, il a su donner une impulsion au processus menant vers l'euro en dépassant les blocages qui seraient nécessairement apparus dans un travail intergouvernemental traditionnel.

- Elle donnerait une plus grande légitimité aux réformes qui seraient décidées. La crédibilité des institutions internationales et du G7 a certainement souffert de leur incapacité à enrayer les phénomènes de contagion depuis un an. Les opinions publiques du monde entier risquent de faire preuve d'une certaine suspicion face à des réformes décidées sans large débat sur la base du travail d'experts gouvernementaux. Un rapport rédigé par des personnalités de grande stature serait probablement plus de nature à les rassurer sur le fait que toutes les leçons de la crise ont bien été tirées.

Un tel Comité devrait être composé de personnalités indépendantes et de renommées mondiales en matière économique et financière — en veillant à la représentation équitale du « Nord » comme du « Sud » et de « l'Est ». Il devrait rendre son rapport pour les réunions internationales du printemps 1999.

## 1. Liste des principales propositions

### *Le « cœur » de l'architecture : régimes de change et supervision bancaire*

1. Maintien d'une grille de taux de change de référence pour les pays en développement ayant décidé de laisser flotter leur monnaie. Défense souple de ces parités de référence ajustables.
2. Rédaction de deux nouveaux « codes de bonne conduite ». Le premier porte sur la communication au Fonds des interventions exceptionnelles effectuées par les autorités sur le marché des changes ou en matière de refinancement bancaire. Le second, préparé conjointement par le FMI et le Comité de Bâle, définit les bonnes pratiques en matière de restructuration bancaire. Il insiste notamment sur la nécessité de pénaliser les actionnaires d'une banque en difficulté.
3. Mise à l'étude d'un nouveau mécanisme de soutien en cas de crise de change dans un pays respectant les codes de bonne conduite. Définition d'un taux de change plancher, défendu par des interventions quasi-illimitées.
4. « Clause de sauvegarde » gérée par le FMI permettant à un pays d'interrompre la publication d'information sur ses réserves de change en période de crise.
5. Mise à l'étude d'un mécanisme optionnel de pénalisation des créanciers bancaires d'une banque en difficulté (possibilité d'organiser un échange dettes/actions de nature obligatoire).
6. Encouragement à l'ouverture aux investisseurs étrangers du capital des institutions financières des pays en développement.
7. Rédaction par le FMI d'un manuel précis et opérationnel sur les avantages et les inconvénients de différentes méthodes de contrôle des capitaux à court terme.
8. Développement de relations de travail régulières entre superviseurs bancaires, analystes financiers et analystes de crédit.

### *Autres sujets*

9. Suivi régulier des positions prises sur la parité dollar/euro par les salles de marché des grandes banques internationales. Publication par la BRI des résultats agrégés.
10. Mise en place d'enquêtes détaillées et régulières sur les anticipations des investisseurs.

11. Meilleur suivi de l'activité des « hedge funds ».
12. Animation par le FMI d'un effort de recherche accru portant sur la tarification du risque et les modèles de valorisation d'actifs.
13. Communication obligatoire aux Banques centrales par les services d'études économiques des grandes banques internationales d'éléments de diagnostic sur les fondamentaux économiques et financiers à moyen et long terme (inflation, profits, primes de risque...).
14. Sur les mêmes thèmes, organisation par le FMI et l'OCDE de conférences thématiques annuelles orientées vers le long terme.
15. Rédaction d'un rapport annuel de l'OCDE sur la situation de compétitivité des différents pays.
16. Lancement d'une réflexion internationale sur la couverture à terme des pays producteurs de matières premières.
17. Lancement d'une réflexion européenne sur les déséquilibres entre fiscalité des fonds propres et fiscalité de l'endettement.
18. Lancement d'une réflexion large associant banques centrales et milieux académiques sur les avantages et inconvénients de différentes méthodes de contrôle monétaire en matière de stabilité financière internationale.

## Annexe 1

### **La « Tobin Tax » sur les transactions de change**

James Tobin (1978) a proposé il y a vingt ans de lever une taxe sur toutes les transactions de change. L'objectif de cette taxe serait double :

- Accroître l'autonomie des politiques monétaires en limitant les mouvements de capitaux induits par des écarts de taux d'intérêt entre pays. La présence d'une taxe limite en principe les avantages d'un arbitrage entre deux devises.
- Pénaliser la spéculation de très court terme dont beaucoup d'économistes pensent qu'elle est plutôt déstabilisatrice, car très peu fondée sur une analyse des fondamentaux économiques. Une taxe d'un faible montant n'aura aucun effet sur un intervenant qui investit pour une période longue, en revanche elle sera très pénalisante pour celui qui multiplie les allers et retours entre devises. Grâce à cette taxe, on espère ainsi allonger les horizons des opérateurs, et ainsi les inciter à une meilleure analyse des fondamentaux économiques.

Par ailleurs, les supporters les plus actifs de la « Tobin Tax » se trouvent maintenant parmi les personnes impliquées dans l'aide au développement. Ils y voient la possibilité d'une ressource nouvelle à caractère international qui pourrait être affectée pour partie à des actions dans les pays les moins développés. Il y a ainsi dans ce domaine l'idée d'un « double dividende », pour reprendre l'expression employée pour la fiscalité écologique. Pour ses défenseurs, la taxe serait en effet utile aussi bien du point de vue des actions qu'elle finance que des conséquences qu'elle aurait sur le fonctionnement des marchés financiers.

Il est difficile de savoir si dans le cadre de l'introduction éventuelle d'une telle taxe, les gouvernements seraient sensibles aux arguments des défenseurs des pays les plus pauvres et accepteraient d'affecter dans ce domaine, plutôt qu'en baisse d'impôts et charges, une partie de la nouvelle ressource. L'analyse qui suit se concentre sur les questions en amont : la « Tobin Tax » est-elle cette taxe miraculeuse qui ne crée pas de distorsions, mais au contraire corrige des inefficacités du marché tout en ayant un rendement considérable (Felix et Sau (1996) parlent de 300 milliards de dollars par an pour une taxe de seulement 0,25 %) ? Est-elle pratiquement envisageable ? Nous terminerons par quelques observations sur l'intérêt pour les autorités françaises de défendre une telle proposition sur la scène internationale.

## **L'analyse économique**

### *Quel serait le rendement de la taxe ?*

C'est probablement le domaine où il est le plus facile d'avoir une opinion claire : les travaux mettant en avant un potentiel de plusieurs centaines de milliards de dollars ne sont pas crédibles. Cela représenterait nettement plus de 1 % du PIB mondial (pour donner une idée, le rapport pour la France serait du même ordre de grandeur que la Taxe Intérieur sur les Produits Pétroliers). Où est l'erreur ? Le marché des changes a effectivement une taille gigantesque : sur la base de l'enquête triennale menée en avril 1998, la Banque des Règlements Internationaux estime à près de 1 500 milliards de dollars le volume des transactions quotidiennes (plus que le PIB annuel d'un pays comme la France...)<sup>(1)</sup>.

Ces estimations ne doivent cependant pas faire illusion sur la nature des opérations concernées. La très grande majorité des transactions sur le marché des changes constituent des opérations d'arbitrage sans risque visant à améliorer la liquidité, c'est-à-dire l'efficacité technique, du marché. Ces opérations d'arbitrage n'existent que parce que les coûts de transaction sont extraordinairement faibles. Pour les très grandes devises et de larges transactions, ils sont de l'ordre de 0,02 %. Multiplier les coûts de transactions par un facteur 5 ou plus changerait radicalement la structure du marché des changes et le volume des transactions chuterait considérablement. Par exemple, environ la moitié des opérations sur le marché des changes sont des swaps de taux de change<sup>(2)</sup> qui perdraient une grande partie de leur intérêt

---

(1) Voir BRI (1998b) : « Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 1998: Preliminary Global Data ».

(2) Échange simultané de deux devises au taux décidé au moment du contrat et engagement d'échange inverse à une date future à un taux également décidé au moment du contrat.

pour les banques s'ils étaient taxés<sup>(3)</sup>. De façon encore plus fondamentale, dans le marché actuel, la multiplication des transactions est une façon d'apparier par tâtonnement les véritables acheteurs et vendeurs finaux qui se trouvent hors du système bancaire. Quand un vendeur se présente, le courtier accepte d'être contrepartie bien qu'il n'ait pas de véritable acheteur disponible et revend sa position à un autre intermédiaire (au même prix : en l'absence de taxe, il s'agit d'une opération blanche) qui fera la même chose jusqu'à ce que soit trouvée une contrepartie à l'extérieur du système bancaire (le processus est bien décrit dans Kenen (1997)). Ce système deviendrait impossible, même avec la plus petite des taxes et le marché deviendrait très vraisemblablement un marché tout électronique : un ordinateur central se chargerait d'apparier directement, c'est-à-dire avec une grande économie de transactions, acheteurs et vendeurs non bancaires.

Remarquons que le recours aux marchés électroniques est déjà une tendance forte pour la plupart des produits financiers (cf. l'issue du combat entre le marché anglais — à la crie — et le marché allemand — électronique — sur les contrats de taux d'intérêt allemands). Sur le marché des changes lui-même, en l'absence de toute taxe, plus de 10 % des transactions étaient déjà automatiques en avril 1998, soit plus d'un doublement de la part de marché des systèmes électroniques depuis 1995.

Le recours aux marchés électroniques relativement à des modes de transaction plus manuels est-il quelque chose que la fiscalité doit encourager ? Il n'y a pas de réponses claires sur ce point. On peut avoir le sentiment que les intermédiaires jouent un rôle utile de collecte de l'information sur les tendances lourdes de l'offre et de la demande pour les différentes devises et permettent ainsi au marché de mieux intégrer les fondamentaux économiques et financiers (voir la sixième partie sur ces questions). Sans être trop affirmatif, il y des raisons de penser qu'un marché totalement électronique pourrait devenir encore un peu plus aveugle et plus volatil. Sur un autre plan, il faudrait étudier les conséquences pour la compétition entre places financières, et notamment les effets sur la place de Paris, de la mise en place d'un grand marché électronique qui tendrait à centraliser toutes les transactions.

Au total, le rendement de la taxe n'aurait aucun rapport avec ce qui avancé dans certaines études et il semble d'ailleurs impossible d'avancer une estimation fiable. Après généralisation des échanges électroniques, qui paierait cette taxe ? On peut distinguer trois catégories de « contribuables » : les entreprises, les « spéculateurs » purs qui multiplient les arbitrages risqués entre marchés, et les grands gestionnaires de fonds (fonds

---

(3) Quand une entreprise achète des devises à terme, la banque fait un ensemble d'opérations pour couvrir ses risques de change et de maturité (voir FMI (1997), tableau page 38). Si les swaps de taux de change sont taxés, le circuit changera radicalement pour éviter une taxation multiple (par exemple, l'entreprise peut acheter ses devises au comptant et les placer auprès de sa banque jusqu'à la date où elle en aura besoin).

de pension, OPCVM, compagnies d'assurance). Il est impossible d'avoir une idée précise de la répartition de la charge entre ces trois catégories. La contribution des entreprises serait modérée, mais n'aurait que des inconvénients par rapport à d'autres modes de taxation (il s'agit fondamentalement d'une taxe — faible — sur le commerce international). La question se pose donc du bénéfice à attendre de la taxation des spéculateurs et des gestionnaires de fonds.

### *Comment limiter le rôle déstabilisateur de la spéculation ?*

Sur le marché des changes, le mot de spéculation recouvre des réalités très différentes. D'une part, on trouve les positions prises contre des systèmes de taux de change fixes. Celles-ci sont à l'évidence profondément déstabilisatrices car, avec ou sans succès de la spéculation, les crises de change engendrent toujours des coûts économiques et sociaux importants<sup>(4)</sup>. À l'évidence, une taxe sur les transactions constitue un frein à de telles activités de spéculation. Cependant, celui-ci ne doit pas être exagéré. Qu'est ce que 0,50 % (au grand maximum) quand une dévaluation de 10, 20 voire 30 % est anticipée ? De plus, d'autres méthodes sont possibles pour renchérir le coût de la spéculation. Par exemple, à partir de mai 1997, la Thaïlande a interdit aux banques thaïlandaises de prêter des bahts aux non-résidents pour éviter qu'ils ne les vendent ensuite. Ceci a fait monter à des niveaux très élevés, et beaucoup plus pénalisant pour la spéculation qu'une « Tobin Tax », les taux d'intérêt sur le marché du baht off-shore (prêts en baht par des banques non situées sur le territoire thaïlandais)<sup>(5)</sup>.

Il faut aussi noter que les devises des pays émergents ne constituent qu'une toute petite partie du marché des changes : moins de 2 % en Angleterre et 5% aux Etats-Unis en avril 1998<sup>(6)</sup>. Tout ceci milite pour que les avantages et les inconvénients de la « Tobin Tax » soient jugés d'abord par ses effets sur l'évolution des principales devises traitées sur le marché des changes. Les problèmes des pays émergents nécessitent des réponses spécifiques.

En ce qui concerne les principales devises qui flottent librement, la spéculation est d'une toute autre nature : il ne s'agit pas d'un jeu facile contre les banques centrales où il y a peu à perdre et beaucoup à gagner. Sur les principaux marchés des changes, le spéculateur, trader dans une banque internationale ou opérateur dans un « hedge fund », doit battre le marché,

(4) Reconnaissons cependant qu'il y aurait moins de crises de change si les gouvernements géraient mieux leur taux de change.

(5) Voir FMI (1997c), chapitre VII.

(6) Voir « The UK Foreign Exchange And Over-The-Counter Derivatives Markets in April 1998 » et « Foreign Exchange and Interest Derivatives Markets Survey Turnover in The United States » disponibles sur les sites Internet de la Banque d'Angleterre et de la Banque Fédérale de Réserve de New York.

c'est-à-dire mieux anticiper que les autres la tendance du taux de change. Dans ce contexte, il est difficile de voir pourquoi la spéculation serait déstabilisatrice. Elle est « anticipatrice » : le spéculateur efficace est celui qui connaît bien le marché — ses peurs, ses doutes et ses paniques — et qui pense savoir comment celui-ci réagit de façon immédiate ou retardée aux nouvelles économiques et politiques. Il prend donc des positions pour profiter du mouvement qu'il anticipe. En général, cela fonctionne sinon il a de fortes chances de ne pas conserver son emploi. Cette fonction d'anticipation a probablement une valeur sociale à peu près nulle (qui gagne à ce que les prix s'ajustent aux nouvelles, pour le meilleur ou pour le pire, en 5 minutes plutôt qu'en 24 heures ?). Donc taxer ce type d'activité ne crée probablement aucune véritable distorsion, mais il ne faut en attendre ni un rendement élevé (car la taxe peut faire disparaître la majorité de ces opérations), ni d'impact significatif en matière de stabilité du marché des changes.

### *La « Tobin Tax » peut-elle allonger l'horizon des investisseurs ?*

Les principaux contributeurs à cette taxe pourraient être, et de loin, les investisseurs institutionnels, c'est-à-dire les fonds de pension, OPCVM et compagnies d'assurance, car ceux-ci ont l'obligation d'utiliser le marché des changes pour leurs investissements internationaux. Si on se fie à la classification de la BRI, leurs opérations quotidiennes représentaient 230 milliards de dollars en avril 1995, soit un peu plus de 20 % du total des échanges. En première analyse, pour ces derniers, la « Tobin Tax » s'interprète comme une taxe sur l'épargne — pesant sur les rendements servis aux ménages utilisant ces véhicules d'épargne — centrée sur la partie de celle-ci investie à l'étranger. Pour fixer les idées, admettons qu'une position tourne en moyenne une fois par mois<sup>(7)</sup>. Une taxe de 0,1 % amputerait le rendement annuel de l'épargne internationalisée de plus de 1 % par an relativement à l'épargne investie de façon domestique, ce qui est tout à fait important et de nature à freiner le mouvement d'internationalisation des portefeuilles financiers. Est-ce souhaitable ? La diversification des portefeuilles permet en principe de réduire le niveau de risque sans porter atteinte au rendement. Une taxe sur la diversification n'a guère de rationalité économique et si l'on veut taxer plus l'épargne, par exemple pour alléger la taxation du travail, mieux vaut en première analyse une taxe neutre ne différenciant pas selon la localisation des placements.

---

(7) Quelques ordres de grandeur sont utiles. D'après la BRI (1998), les gestionnaires institutionnels géraient 21 000 milliards de dollars en 1995. En faisant l'hypothèse raisonnable d'une internationalisation de 20 % des portefeuilles, environ 4 000 milliards de dollars seraient libellés en devises étrangères. Si l'on en croit les estimations de la BRI, qui ne portent probablement pas sur exactement le même champ, les transactions annuelles sur le marché des changes pour ces investisseurs seraient de l'ordre de 57 000 milliards de dollars (250 jours de trading x 230 milliards de dollars), soit un taux de rotation du portefeuille un peu supérieur à une fois par mois.

En fait, il est probable que l'introduction de la « Tobin Tax » conduirait à ralentir un peu le rythme de rotation des portefeuilles, et à allonger l'horizon de placement des investisseurs, de sorte que le prélèvement sur l'épargne internationalisée, et le retour pour les finances publiques, seraient sensiblement plus faibles. C'est même le principal avantage de cette taxe, car il semble qu'un horizon de placement plus long peut favoriser une meilleure prise en compte des fondamentaux économiques. Mais, quand il est affirmé que les investisseurs à long terme sont des éléments de stabilisation sur les marchés financiers, on parle implicitement d'horizons de placement exprimés en années, pas en mois. Si, grâce à la « Tobin Tax », l'horizon de placement passe par exemple de un mois à trois mois, on peut s'interroger sur l'importance réelle de l'effet de stabilisation.

À l'issue d'une vaste revue de la littérature économique, Eichengreen (1996) concluait « À ce stade, la faisabilité et les effets d'une taxe sur les transactions de change restent une question ouverte ». La partie précédente souligne la nécessité d'une analyse économique prudente qui tienne compte des effets de la taxe sur les volumes de transaction, la structure du marché des changes et le rendement de l'épargne diversifiée internationalement, sans exagérer les bénéfices éventuels en matière de stabilisation des marchés financiers.

### **La faisabilité pratique**

Dans ce domaine, il faut prendre en compte au moins trois interrogations : la première porte sur la répartition du produit de la taxe entre les différents pays. Kenen (1996) a montré que la taxe devait être collectée par la banque contrepartie de la transaction (on imagine la complication si tous les intervenants — entreprises, fonds d'investissement — devaient payer à leur administration nationale la taxe due). Comment ensuite répartir la somme collectée ? On imagine mal que le Royaume-Uni puisse garder l'essentiel du produit de la taxe collectée sur les transactions effectuées à Londres par des intervenants étrangers. La deuxième interrogation porte sur les possibilités d'évasion par des mécanismes d'ingénierie financière permettant à des spéculateurs de prendre des positions sur devises sans passage par le marché des changes *stricto sensu*. Sans parler de mécanismes complexes, la question du traitement des options de change les plus courantes n'est déjà pas résolue dans la littérature économique sur le sujet. Par ailleurs, grâce aux produits structurés, il n'est guère difficile de concevoir un bon à moyen terme en euros qui se comporte en fait totalement comme un dépôt en dollar et permet aux spéculateurs de prendre position sur la devise américaine sans acquitter la taxe. Il faudrait donc assurer un suivi fin de toutes les innovations financières et déterminer si oui ou non la taxe s'applique et à quel taux.

La dernière interrogation porte sur la possibilité d'un accord international sur le sujet. Comme nous l'avons vu, le marché a toutes les chances de

devenir un marché électronique (ce risque a probablement été considérablement sous-estimé par Eichengreen (1996) : en quelques années, le développement des transactions électroniques a été considérable sur tous les marchés, grâce aux progrès réalisés en matière d'informatique et de réseaux de communication). Or un marché électronique se délocalise sans difficultés en quelques mois : les centres off-shores auront bien sûr la tentation de créer leurs propres marchés où la taxe ne serait pas perçue. De façon générale, introduire une plus grande transparence et une meilleure discipline dans les centres off-shore apparaît une nécessité. Il ne sera cependant pas facile d'empêcher les opérateurs d'utiliser leurs services.

### **Un bon combat pour les autorités françaises ?**

Compte tenu de tous les éléments précédents, la France doit-elle se lancer, probablement seule, dans un combat pour une mesure aux effets positifs incertains, mais redoutable de complexité quand il s'agira de la mettre en place concrètement ? Il nous semble que le crédit de la France, qui n'est pas infini, sera mieux employé à faire progresser d'autres mesures au bien meilleur rapport coût/bénéfice : on peut notamment penser à tout ce qui tourne autour de la transparence des marchés financiers et des obligations déclaratives des intervenants. À titre d'exemple, le suivi précis des positions de change dollar/euro (sixième partie) peut sembler un bien meilleur angle d'attaque contre la spéculation excessive sur le marché des changes.

## Deuxième partie. Mise en perspective et analyse des crises financières récentes

La crise que connaît le système financier international depuis un an a fait l'objet de très nombreuses études, au même titre d'ailleurs que la crise mexicaine de l'hiver 1994-1995. Il existe un large accord sur l'analyse des déséquilibres qui existaient dans les pays concernés avant que la crise ne se déclenche. Une question fondamentale reste cependant ouverte : comment expliquer la myopie des investisseurs et experts, qui à de rares exceptions près, n'ont pas su réagir suffisamment tôt face à l'aggravation des déséquilibres dans les pays considérés ? Par ailleurs, il reste difficile d'expliquer l'ampleur de la crise sur la base de ces seuls déséquilibres. À l'évidence, celle-ci doit beaucoup à la panique qui s'est emparée des intervenants sur les marchés financiers et qui les a conduit à plusieurs reprises à vendre des actifs à des prix très bas, prix que l'on peut juger sans rapports avec les fondamentaux économiques. Cette propension à la panique, prolongement de la myopie initiale des investisseurs, est-elle une caractéristique intrinsèque des marchés financiers ? La réponse est probablement positive, comme le soutient C. Kindleberger (1989) dans son ouvrage de référence sur les crises financières<sup>(8)</sup>, mais il est clair que cette tendance à la panique a été fortement encouragée sur la période récente par une gestion inadéquate de la crise par les autorités nationales et internationales. Les blâmes semblent devoir être partagés et les leçons à tirer portent à la fois sur l'organisation des marchés financiers (prévention) et sur la gestion des crises monétaires et financières par les autorités publiques. Nous reviendrons sur ces questions, marché par marché, dans les parties suivantes.

### Les déséquilibres économiques et financiers dans les pays en crises

Il peut être tentant de voir dans la crise asiatique l'échec d'un modèle de développement. Radelet et Sachs (1998) font justice de critiques trop systématiques en rappelant le succès phénoménal des pays asiatiques aujourd'hui en crise : le revenu moyen par habitant a été multiplié par plus de quatre depuis le milieu des années soixante en Malaisie, Indonésie et Thaïlande et par sept en Corée du Sud. La croissance économique exceptionnelle de la Corée du Sud a d'ailleurs permis à ce pays de devenir membre du « club » des pays industrialisés, l'OCDE. Cette croissance s'est faite sans augmentation des inégalités et avec une amélioration spectaculaire des indicateurs « sociaux » (espérance de vie, niveau d'éducation...). Ces résultats ont été obtenus par un capitalisme particulier où les décisions d'investissement et de financement sont souvent prises de façon non transparente, dans un processus où pression d'État, liens personnels, voire corruption, jouent un rôle important. Quoi que l'on puisse penser de ce

---

(8) *Manias, Panics and Crashes, A History of Financial Crisis*, Basic Books.

« modèle », avec ses ombres et ses lumières, il n'a pas semblé provoquer d'instabilité financière particulière au cours des dernières décennies. Au niveau le plus fondamental, la raison essentielle de la crise asiatique réside dans une ouverture mal maîtrisée aux capitaux étrangers. Pour des raisons sur lesquelles nous allons revenir, les capitaux étrangers ont profité de toutes les opportunités pour venir s'investir dans les pays du « miracle asiatique ». L'afflux de capitaux s'est accompagné d'une augmentation spectaculaire de l'endettement du secteur privé dans tous ces pays (tableau 1), ainsi que d'une déformation de la structure de la dette dans un sens extrêmement dangereux : la part de l'endettement court et en devises progressant fortement. Par ailleurs, une offre de financement très abondante conduisait à un surinvestissement. La rentabilité des investissements semblait décroître.

### 1. Croissance annuelle de l'endettement du secteur privé

|             | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|-------------|------|------|------|------|------|
| Corée       | 12,5 | 12,9 | 20,1 | 15,4 | 20,0 |
| Indonésie   | 12,2 | 25,4 | 22,9 | 22,5 | 21,4 |
| Malaisie    | 10,8 | 10,8 | 16,0 | 60,3 | 20,2 |
| Philippines | 24,6 | 40,7 | 26,4 | 45,4 | 20,2 |
| Singapour   | 9,7  | 15,1 | 15,2 | 20,2 | 15,8 |
| Thaïlande   | 20,5 | 24,0 | 30,2 | 23,7 | 14,6 |
| Hong-Kong   | 10,1 | 20,1 | 19,9 | 10,9 | 15,7 |
| Chine       | 28,7 | 19,0 | 16,5 | 9,5  | 6,6  |
| Taïwan      | 28,7 | 19,0 | 16,5 | 9,5  | 6,6  |

Source : Corsetti, Pesenti et Roubini (1998).

### 2. Prêts bancaires étrangers aux pays asiatiques

Milliards de dollars, juin 1997

|             | Total | Secteur bancaire | Secteur public | Secteur privé non bancaire | Court terme | Réserves | Court terme / Réserves | Pour mémoire PIB 1996 |
|-------------|-------|------------------|----------------|----------------------------|-------------|----------|------------------------|-----------------------|
| Indonésie   | 58,7  | 12,4             | 6,5            | 39,7                       | 34,7        | 20,3     | 1,7                    | 227                   |
| Malaisie    | 28,8  | 10,5             | 1,9            | 16,5                       | 16,3        | 26,6     | 0,6                    | 99                    |
| Philippines | 14,1  | 5,5              | 1,9            | 6,8                        | 8,3         | 9,8      | 0,8                    | 84                    |
| Thaïlande   | 69,4  | 26,1             | 2,0            | 41,3                       | 45,6        | 31,4     | 1,5                    | 181                   |
| Corée       | 103,4 | 67,3             | 4,4            | 31,7                       | 70,2        | 34,1     | 2,1                    | 485                   |
| Total       | 274,4 | 121,8            | 16,7           | 136,0                      | 175,1       | —        | —                      | —                     |

Source : Banque des Règlements Internationaux, Radelet et Sachs (1998).

La vulnérabilité des pays asiatiques au début de 1997 avait ainsi deux origines principales : un manque de fonds propres dans le secteur privé et une structure d'endettement particulièrement instable. Dans tous les pays qui allaient connaître une crise, à l'exception de la Malaisie, le ratio dettes à court terme/réserves de change était sensiblement supérieur à l'unité (tableau 2).

## La myopie des investisseurs et experts

Une question fondamentale est de savoir comment une telle situation de vulnérabilité a pu se construire année après année. Pourquoi les prêteurs nationaux et internationaux ont-ils accepté de financer des investissements à la rentabilité douteuse en l'absence de garanties suffisantes ? Pourquoi les agences de notation n'ont-elles absolument rien vu venir et accordaient au début de 1997 des notes excellentes à la dette publique de tous ces pays ?

Si l'on cherche une interprétation charitable, on pourrait dire que tous — investisseurs, économistes, agences de notation — étaient mal informés sur la réalité de la situation. De fait, ce fut la première réaction des observateurs les plus libéraux convaincus par principe de la rationalité et de l'efficacité des marchés financiers : comme après la crise mexicaine de 1994-1995, la crise asiatique a immédiatement fait naître des appels à plus de transparence. Le fait est que les statistiques disponibles en matière de dettes internes et externes auraient mérité un réel effort d'amélioration. On a vite fait de se perdre entre les différentes sources (OCDE, Banque mondiale, BRI) qui divergent parfois sensiblement, notamment parce que certaines résultent d'une collecte d'information auprès des créiteurs (BRI) et d'autres auprès des débiteurs (Banque mondiale)<sup>(9)</sup>. Ceci étant dit, dans ses grandes lignes, la réalité était malgré tout bien connue. La situation d'endettement des grands groupes coréens, les Chaebols, était notamment largement publique (les ratios dette sur fonds propres dépassaient généralement 300 % à la fin de 1996). Le manque de transparence en matière de statistiques financières n'a pas constitué la principale raison de la myopie des financeurs.

La confiance dans le « miracle asiatique » a constitué un facteur autrement plus puissant. Rien n'indiquait que ces pays allaient quitter la trajectoire de forte croissance qui avait été la leur au cours de la dernière décennie. De fait, les indicateurs macroéconomiques usuels restaient bien orientés (voir tableau 3).

(9) Pour une description des différentes sources disponibles et des modes de collecte des informations, voir BRI (1998b, section V). Un effort d'amélioration des statistiques est en cours à la BRI.

### 3. Indicateurs macroéconomiques (1996)

|              | Croissance<br>du PIB | Inflation | Solde courant<br>(en % du PIB) | Solde des<br>administrations<br>(en % du PIB) |
|--------------|----------------------|-----------|--------------------------------|-----------------------------------------------|
| Corée du Sud | 7,1                  | 4,5       | – 4,7                          | 0,0                                           |
| Indonésie    | 8,0                  | 6,6       | – 3,4                          | + 0,6                                         |
| Thaïlande    | 5,5                  | 4,8       | – 8,1                          | + 2,2                                         |
| Malaisie     | 8,6                  | 3,3       | – 4,9                          | + 4,0                                         |

Source : Corsetti, Pesenti et Roubini (1998).

En dépit d'un léger ralentissement, la croissance restait remarquablement rapide. L'inflation était sous contrôle et les finances publiques semblaient généralement particulièrement saines (excédent budgétaire dans tous les pays qui allaient être touchés par la crise). Le déficit extérieur ne semblait vraiment préoccupant qu'en Thaïlande et, dans ce pays comme dans les autres, l'épargne nationale se situait à un niveau très élevé : le déficit des échanges extérieurs ne s'expliquait pas par un excès de consommation, mais par un niveau d'investissement exceptionnel.

Pour les observateurs étrangers, il était difficile d'imaginer une crise de nature systémique dans des pays aux « fondamentaux économiques » apparemment aussi bons. La confiance dans la croissance future poussait tous les banquiers à vouloir être présents dans la zone la plus dynamique de la planète. Il semblait difficile de refuser de nouveaux crédits à ses clients, entreprises ou banques, sauf à prendre le risque de compromettre de bonnes relations dont on espérait le développement d'un fort courant d'affaire dans le futur. Enfin, la plupart des observateurs considèrent que le niveau très bas des taux d'intérêt dans les pays industrialisés, particulièrement au Japon, ont favorisé les sorties de capitaux à destination des pays émergents d'Asie. Kindleberger (1989, p. 42) notait d'ailleurs qu'un coût de l'argent très bon marché semble jouer un rôle important dans la genèse de beaucoup de crise financière : il pousse les investisseurs à chercher dans des activités plus risquées un surcroît de rendement par rapport à celui offert par des placements traditionnels.

En dépit de leur confiance dans la poursuite du « miracle asiatique » et de l'importance des liquidités dont ils disposaient, on continue cependant d'être étonné par la facilité avec laquelle les banquiers internationaux acceptaient de prêter dans cette région du monde, surtout si l'on compare leur comportement là-bas avec la grande prudence dont ils faisaient preuve en matière de prêts domestiques en dépit, là aussi, de taux d'intérêt bas. Compte tenu des sommes colossales en jeu, il reste surprenant qu'ils n'aient généralement pas pris la peine de dépasser le stade de l'analyse un peu superficielle des « fondamentaux économiques », pour examiner de façon véritablement approfondie la solvabilité de leurs débiteurs.

La présence de garanties publiques implicites sur les dettes contractées a certainement joué un rôle essentiel, sans laquelle cette croissance très importante de l'endettement extérieur ne se serait produite. L'expérience asiatique des dernières années illustre ainsi tous les risques « d'aléas de moralité » en matière de crédit bancaire.

Les banquiers internationaux avaient certes confiance en la solidité et les perspectives de croissance des économies asiatiques, mais ils n'étaient guère incités à un examen approfondi de leurs convictions car ils jugeaient très vraisemblable la mobilisation d'argent public en cas de difficultés dans les banques ou les grandes entreprises locales. Par souci de la stabilité financière dans leurs pays ou parfois par volonté de soutenir des amis politiques, il était jugé très peu vraisemblable que les gouvernements autorisent des faillites à grande échelle. Pour s'en convaincre, il suffit de lire les analyses de crédit faites à l'époque par l'agence de notation Moody's. Celle-ci distingue la note elle-même, sensée mesurer la probabilité d'un défaut, et un indicateur de solidité financière, évaluant la capacité d'une banque à faire face à ses engagements sans soutien extérieur. La majorité des banques en Thaïlande, Indonésie et Corée étaient jugées avoir une solidité financière « très faible » ou juste « acceptable », mais les notes d'ensemble étaient généralement bonnes et excluaient dans une large mesure la possibilité d'un défaut<sup>(10)</sup>. De fait, les pays considérés bénéficiaient généralement de finances publiques exceptionnellement saines, ce qui les mettait en bonne position pour absorber d'éventuelles pertes dans le secteur bancaire : quand les premières difficultés sont apparues, la première réaction des autorités a d'ailleurs été d'essayer de voler au secours des institutions financières en difficulté (voir encadré 1 sur la chronologie de la crise en Thaïlande).

Au-delà de cette garantie implicite d'origine nationale, les prêteurs étrangers tablaient aussi sur un soutien de la communauté internationale en cas de difficultés des gouvernements à faire face seuls. De fait, la mobilisation internationale sans précédent en faveur du Mexique au début de 1995 a certainement contribué à créer un faux sentiment de sécurité.

Pour cet ensemble de raisons, les entreprises et banques de ces pays ont pu avoir accès à des financements abondants et bon marché en devises étrangères. En principe, une deuxième ligne de défense contre les excès d'endettement aurait alors dû fonctionner : cette offre n'aurait dû être mobilisée par les acteurs locaux que pour des projets offrant une sécurité et un rendement suffisant. Pourquoi cela n'a-t-il pas été le cas ?

D'une part, on retrouve ici une deuxième catégorie d'aléa de moralité. Une offre généreuse de crédit peut pousser à prendre des risques excessifs car les pertes sont limitées aux fonds propres, ou même plus faibles si le soutien des autorités en cas de crise n'est pas accompagné par une nationa-

(10) Voir Moody's (1998), *White Paper, Moody's Rating Record in the East Asian Financial Crisis*.

lisation, tandis que les gains sont illimités si le projet a un couple risque/rendement particulièrement élevé. C'est pourquoi, nous y reviendrons plus longuement, il est indispensable que le secteur bancaire fasse l'objet d'une régulation et d'une surveillance efficaces afin de le contraindre à maintenir des fonds propres suffisants. Sans fonds propres, une banque qui continue à avoir accès à des dépôts et au crédit interbancaire a toutes les chances de se lancer dans une fuite en avant en se spécialisant sur le financement de projets risqués. Des crises financières ont ainsi sanctionné tous les pays où le secteur bancaire a été libéralisé (ouverture aux capitaux étrangers, suppression de l'encadrement du crédit) sans mise en place préalable d'un dispositif efficace de supervision bancaire (voir C. Diaz-Alejandro (1985), « Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash »).

D'autre part, au-delà d'incitations perverses à la prise de risque, le recours massif à l'endettement pour financer des investissements excessifs reflétait surtout, comme dans le cas des investisseurs étrangers, la confiance dans le potentiel de croissance des économies de la région. Pour la même raison, et compte tenu des engagements pris par les autorités, il leur apparaissait très peu probable d'assister à un changement de politique de change, c'est-à-dire à une dévaluation par rapport au dollar. De plus, la plupart des études concluaient à l'époque en une sous-évaluation des devises asiatiques, à l'exception du bath thaïlandais qui souffrait d'une surévaluation modérée. Le rapport coût/risque d'un endettement en devises semblait particulièrement attractif.

Ces paris étaient-ils totalement déraisonnables ? Au-delà des risques de court terme, le dynamisme impressionnant de ces économies et la solidité de leurs finances publiques semblaient valider des stratégies agressives d'investissement et une certaine confiance dans la stabilité des systèmes de change. Beaucoup d'observateurs subodoraient bien l'existence d'un risque d'instabilité, mais personne, ou presque, ne pouvait imaginer qu'un tel désastre cumulatif puisse se produire. Tous les observateurs ont sous-estimé, au moins initialement, la capacité des marchés financiers à être pris de panique et surestimé la capacité des autorités nationales et internationales à absorber les pertes et à contenir la fuite des investisseurs.

Au total, un pari sur la croissance, pas si irrationnel qu'il n'y paraît, s'est terminé par une récession sans précédent.

### **Le déroulement de la crise : paniques et contagions internationales**

Compte tenu de la structure de leur dette extérieure, les pays asiatiques étaient confrontés à un double risque portant à la fois sur l'offre et sur la demande de crédit en devises étrangères. Du côté de l'offre, les banques étrangères pouvaient à tout moment décider de diminuer leur exposition et ne pas renouveler leurs lignes de crédit. Du côté de la demande, les entreprises et les banques endettées en devises étrangères pouvaient opter pour

un endettement en devises locales (ou couvrir leur risque de change) si apparaissaient des doutes sur la pérennité du système de change. Dans les deux cas, il y avait un risque de sorties massives de capitaux si les autorités n'intervenaient pas assez tôt et de façon efficace.

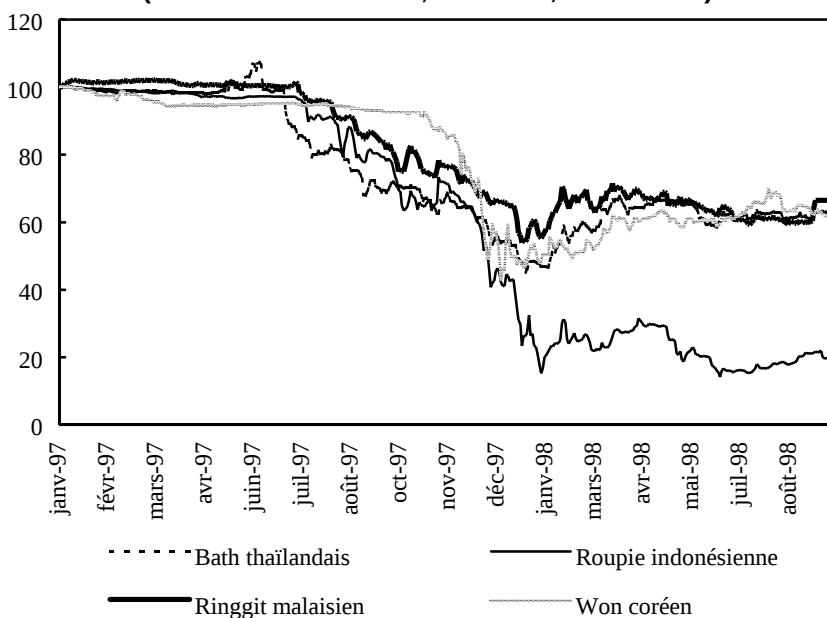
Les observateurs s'accordent sur certains développements qui ont amorcé le processus de crise. Le ralentissement de la demande et l'effondrement des prix dans le secteur des semi-conducteurs ont pénalisé les pays asiatiques qui en sont de gros producteurs. Des facteurs propres à chaque pays ont joué, notamment la crise immobilière en Thaïlande. Mais les principaux chocs sont venus du Japon. Les difficultés financières des banques nippones, la faiblesse de la croissance et le recul du yen en 1996 et 1997 ont eu un impact économique et financier très négatif sur le reste de la région. En 1996 et 1997, les exportations des autres pays asiatiques ont de ce fait souffert d'un recul des débouchés et de pertes de compétitivité. Par ailleurs, dans le courant de 1997, les banques japonaises, elles-mêmes sous la surveillance de la communauté bancaire internationale, sont devenues beaucoup plus prudentes et se sont montrées réticentes à renouveler leurs lignes de crédit, voir Moody's (1998).

Le pays le plus exposé aux difficultés était la Thaïlande, compte tenu de besoins de financement externes très importants (déficit courant représentant 8,1 % du PIB en 1996), d'une devise plutôt surévaluée et de la crise immobilière. De fait, dès le deuxième trimestre de 1997, semble-t-il, les entrées de capitaux sont devenues insuffisantes pour couvrir le déficit extérieur.

On serait tenté de soutenir qu'une solution ordonnée était cependant possible pour rétablir la confiance dans le système bancaire et dans la parité. Les finances publiques thaïlandaises avaient clairement la capacité d'absorber le coût d'une recapitalisation des institutions financières en difficulté (la dette publique ne représentait que 10 % du PIB en 1996) et l'importance exceptionnelle des réserves de change (près de 40 milliards de dollars en 1996, soit plus de 20 % du PIB) offrait des armes puissantes face à la spéculation. Au total, une dévaluation modérée accompagnée d'un durcissement monétaire — pour freiner la demande intérieure — et de mesures de restructuration bancaire (fermeture des institutions les plus faibles, garantie du passif en devises étrangères pour les autres afin d'éviter la fermeture du crédit interbancaire) aurait probablement eu de très bonnes chances de succès. Mais, pour des raisons principalement politiques, le choix fut fait de défendre le taux de change jusqu'à épuisement quasi-total des réserves (fin juin 1997, les réserves en devises étaient pour l'essentiel gagées par des achats à terme de bahts) tandis que les nécessaires restructurations bancaires étaient repoussées et que la banque de Thaïlande maintenait à flot artificiellement les compagnies financières les plus fragiles avec des refinancements massifs. Au lieu de gérer une dévaluation dans de bonnes conditions, l'absence de réserves ne permettait plus que le recours à un flottement (mal) géré.

Dès la fin juillet, le baht avait perdu plus de 20 % de sa valeur et, dans le courant du mois d'août, le soutien apporté par le FMI (plan global de 17,2 milliards de dollars) n'empêchait pas un cercle vicieux à la baisse de s'enclencher : les agents endettés en dollars — banques, entreprises — devenaient insolvables, ce qui a accéléré la fuite devant le baht, les autres pays asiatiques sont alors rentrés dans la même logique de crise et, dans une ambiance de panique, la baisse de chacune des devises s'est nourrie de celle des autres (voir encadré 1). La Corée du Sud a dans ce contexte adopté à l'automne la même tactique aventureuse que la Thaïlande<sup>(11)</sup> : défense acharnée des parités existantes, puis flottement sans que le niveau de réserves de change ne permette un pilotage suffisant de l'ajustement sur le marché des changes<sup>(12)</sup>.

### 1. Évolution des devises asiatiques depuis le 01/01/1997 (relativement au dollar, base 100, début 1997)



(11) Les Philippines et la Malaisie ont adopté un mode de défense de leur devise beaucoup plus souple, et au total, plutôt plus efficace. Voir FMI (1997c), chapitre VII : « Emerging Market Crisis of July 1997 ».

(12) Les réserves de change étaient encore importantes quand le won a décroché, mais il s'agissait assez largement d'une illusion car plus de 10 milliards de dollars avaient été prêtés à des filiales étrangères en difficulté de banques coréennes. Ces filiales étaient dans l'impossibilité de les rembourser à la Banque de Corée.

Le phénomène de contagion aux autres pays émergents a été bien décrit par ailleurs, voir FMI (1998a et b). D'une part, les pertes de compétitivité subies par les pays ayant maintenu dans un premier temps leurs parités antérieures ont inquiété les marchés et incité à des retraits de capitaux. D'autre part, le ralentissement économique dans la zone a entraîné un recul de la demande pour les matières premières et une chute des prix, particulièrement sensible pour le pétrole. Les pays en développement les plus dépendants des produits de base pour leurs exportations ont été lourdement pénalisés. Enfin, de façon moins directement rationnelle, les investisseurs échaudés par la brutalité de la crise en Asie ont adopté un comportement de grande prudence et essayé de limiter leur exposition à l'ensemble des pays émergents. Cependant, au cours du 1<sup>er</sup> semestre de 1998, les marchés financiers parvenaient encore à traiter de façon différenciée les pays émergents selon leur situation macroéconomique et les réactions de politique économique face à la crise. Au Brésil, par exemple, les ajustements décidés à l'automne 1997 — durcissements monétaire et budgétaire — ont réussi dans un premier temps à rétablir la confiance et les taux d'intérêt ont pu être ramenés fin juin 1998 au niveau de l'été 1997.

Au cours du 1<sup>er</sup> semestre de 1998, la Russie a été un des pays les plus touchés par les perturbations financières venues d'Asie compte tenu d'une incapacité chronique à collecter les impôts permettant d'équilibrer le budget et d'une sensibilité particulière au prix des matières premières. En dépit de l'aide de grande ampleur apportée par le FMI en juillet, la défense du rouble a exigé le maintien des taux d'intérêt à des niveaux insoutenables, souvent plus de 100 %. La charge de la dette a en conséquence explosé et le gouvernement russe a été conduit à faire défaut sur sa dette à court terme le 17 août 1998. Par ses effets directs — fortes pertes pour les banques créancières — et indirects — perte totale de confiance dans les capacités de la communauté internationale à stabiliser la situation —, le défaut russe a fait l'objet d'une véritable bombe sur les marchés. La fuite des capitaux a alors frappé les différents pays émergents de façon beaucoup plus aveugle qu'au cours des douze mois précédents. La capacité de l'Amérique latine à échapper à son tour à une vague de dévaluations et de faillites bancaires restait une question ouverte au moment où ces lignes sont écrites.

## 2. Chronologie des premiers mois de la crise thaïlandaise<sup>(\*)</sup>

### 5 février 1997

Somprasong est la première entreprise thaïlandaise de taille significative à ne pouvoir honorer une échéance sur sa dette étrangère (25,93 bahts/dollar).

### 10 mars 1997

Le gouvernement thaïlandais indique qu'il achètera aux institutions financières 3,9 milliards de dollars de crédits immobiliers compromis (25,93 bahts/dollar).

### 14-15 mai 1997

Le baht thaïlandais fait l'objet d'attaques spéculatives de grande ampleur. Ceux-ci sont encouragés par le ralentissement de l'économie et l'instabilité politique. De plus, certains s'inquiètent des risques d'une hausse des taux d'intérêt au Japon. La devise thaïlandaise est soutenue par des interventions sur le marché des changes (25,95 bahts/dollar).

### 23 mai 1997

Échec du plan de sauvetage de *Finance One*, la plus importante compagnie financière thaïlandaise (25,65 bahts/dollar).

### 19 juin 1997

Inquiétude des marchés suite à la démission du ministre des Finances, connu pour son hostilité à une dévaluation du baht. Le Premier ministre, Chavalit Yongchaiyudh, confirme cependant la volonté d'éviter une dévaluation (25,90 bahts/dollar).

### 27 juin 1997

La Banque centrale thaïlandaise suspend les opérations de seize compagnies financières en difficulté et leur impose de préparer des plans de consolidation et de fusion (25,88 bahts/dollar).

### 30 juin 1997

Le Premier ministre réaffirme dans une allocution télévisée qu'il n'y aura pas de dévaluation du baht (25,91 bahts/dollar).

---

(\*) Les informations de base proviennent du site internet de Nouriel Roubini consacré à la crise asiatique ([www.stern.nyu.edu/n~roubini/asia/AsiaChronology1.html](http://www.stern.nyu.edu/n~roubini/asia/AsiaChronology1.html))

### *2 juillet 1997*

La Banque de Thaïlande annonce l'abandon d'un taux de change fixe et le passage à un taux de change flexible, mais « piloté ». Le gouvernement fait appel à l'assistance technique du FMI. Le changement de régime de change conduit à une dévaluation immédiate d'environ 10 % (28,50 baths/dollar).

### *28 juillet 1997*

La Thaïlande demande officiellement l'assistance du FMI. Dans le courant du mois de juillet, les devises de certains autres pays asiatiques commencent à se déprécier (31,99 baths/dollar).

### *5 août 1997*

Le gouvernement thaïlandais annonce un plan d'austérité et suspend les activités de 48 institutions financières (31,85 baths/dollar).

### *11 août 1997*

Le FMI organise une réunion à Tokyo et annonce un plan de soutien international mobilisant 16 milliards de dollars en prêts multilatéraux et bilatéraux. D'autres contributions seront offertes ultérieurement et le soutien total sera porté à 17,2 milliards de dollars (31,40 baths/dollar).

### *20 août 1997*

Le Conseil d'administration du FMI approuve le crédit stand by de 4 milliards de dollars accordé à la Thaïlande (32,60 baths/dollar).

### *Septembre-octobre 1997*

Extension de la crise de change aux autres devises asiatiques, à l'exception, dans un premier temps, de la Corée. L'inquiétude se propage aux places boursières occidentales (baisse de 554,3 points du Dow-Jones, soit 7,2 %, le 27 octobre).

### *31 octobre 1997*

Le bath atteint son plus bas niveau face au dollar depuis le début de la crise (dévaluation effective de 37 %). Le FMI annonce un très important plan de soutien en faveur de l'Indonésie. Les 23 milliards de dollars mobilisés par la communauté internationale permettent une stabilisation de quelques jours de la situation sur les marchés asiatiques (41,03 baths/dollar).

### *Novembre-décembre 1997*

Extension de la crise à la Corée. Au pire moment, le baht a perdu plus de 50 % de sa valeur face au dollar.

## Troisième partie. Instabilité du crédit et règles prudentielles

L'instabilité du crédit est un thème récurrent de la littérature économique sur les crises financières. On assiste régulièrement à la succession de périodes où le crédit est largement disponible, ce qui pousse à un surinvestissement en actifs physiques ou financiers, suivies de périodes, souvent marquées par des faillites bancaires, où le crédit devient rare et cher. Il peut même totalement disparaître, ce qui conduit à une véritable crise économique et financière. L'Amérique latine au début des années quatre-vingt, le Japon depuis dix ans et le reste de l'Asie au cours des dernières années offrent de bons exemples de tels cycles du crédit. Pour comprendre la logique de cette instabilité, il faut discuter trois thèmes : la difficulté intrinsèque à estimer la solvabilité d'un État, la mécanique des crises de liquidité, les tendances du secteur bancaire à prendre des risques excessifs. Ce dernier point apparaît de loin comme le plus important pour comprendre les cycles du crédit.

### La solvabilité d'un État : une notion imprécise

En ce qui concerne les finances publiques, il est essentiel de prendre en compte la nature très particulière des États en tant que débiteurs : contrairement aux autres, leur solvabilité ne provient pas de la détention d'un patrimoine mobilisable si nécessaire pour indemniser les créanciers. Leur solvabilité dépend de la volonté politique des gouvernements successifs d'honorer les engagements pris par les gouvernements précédents. En principe, cette décision politique résulte d'un arbitrage entre les coûts d'un défaut — saisie possible de certains actifs étrangers, perte durable de l'accès au marché international des capitaux — et le bénéfice direct d'une réputation de la dette.

Par ailleurs, la volonté d'assumer les dettes est très largement dépendante des conditions financières elles-mêmes : elle sera d'autant plus grande que les taux d'intérêt ne sont pas trop élevés et que les créanciers acceptent des remboursements à un rythme supportable pour l'économie du pays concerné. Tous les observateurs s'accordent ainsi à reconnaître le rôle direct joué par la forte hausse des taux d'intérêt américains à la fin des années soixante-dix dans la crise de la dette partie du Mexique en 1982.

Dans le domaine des prêts aux États souverains, il y a ainsi un risque tout particulier de crises auto-réalisatrices : si les conditions de crédit se durcissent, la volonté de payer des États peut reculer, ce qui justifie *a posteriori* le raidissement des créanciers. Dans ce contexte fondamentalement instable, il ne faut pas attendre des marchés financiers qu'ils jouent efficacement le rôle de « gendarme » face aux excès éventuels des gouvernements. Les critères de convergence introduits en Europe par le Traité de Maastricht tiraient d'ailleurs toutes les conséquences de cette situation. C'est

aux gouvernements eux-mêmes, encouragés par le processus de surveillance multilatérale, de faire preuve de prudence tant en matière de déficit et de dette que de structure de cette dette.

Du point de vue de la solvabilité du secteur public, les pays en développement ont généralement fait des progrès considérables depuis une vingtaine d'année. De fait, aucune des crises récentes, à l'exception peut-être de la crise russe, n'a comme origine initiale un doute sur la solvabilité à moyen-long terme des pays concernés. Cependant, ils subissent plusieurs handicaps et notamment la dépendance de beaucoup d'entre eux face aux fluctuations du prix des matières premières. Il s'agit d'ailleurs là d'un des plus grands échecs de la finance moderne : en principe, ce risque sur les matières premières devrait être largement mutualisé et porté par les agents qui ont les moyens de l'absorber plutôt que laissé à la charge des pays les plus pauvres. Les matières premières devraient constituer une classe d'actif beaucoup mieux représentée dans les portefeuilles des investisseurs (achat de contrats à terme), tandis que les pays producteurs devraient être beaucoup mieux couverts (ventes à terme). La France pourrait ainsi demander aux organisations internationales de faire des propositions pour améliorer les possibilités de couverture à terme des producteurs de matière première (voir sixième partie).

### **La mécanique des crises de liquidité et le rôle du prêteur en dernier ressort**

Quand un débiteur intrinsèquement solvable n'arrive pas à obtenir un refinancement pour faire face à une échéance, on parle de crise de liquidité. La possibilité de crises de liquidité s'explique fondamentalement par le fait que la valeur d'une entreprise ou d'une banque diminue fortement quand elle fait faillite : la liquidation de ses actifs se fera avec une décote. Ainsi, une entreprise ou une banque peut avoir une valeur nettement supérieure à ses dettes dans un scénario normal où elle continue son activité tout en ayant une valeur de liquidation insuffisante pour couvrir son passif. Dans une telle situation, il existe en principe un « bon » et un « mauvais » équilibre. Dans le mauvais équilibre, chacun des prêteurs individuels pense que les autres ne prendront pas le risque de prêter et que le débiteur sera conduit à déposer son bilan. Cette anticipation pessimiste est auto-réalisatrice, car alors aucun créancier rationnel ne sera disposé à refinancer le débiteur en difficulté.

Les États ont des caractéristiques qui semblent les exposer aux crises de liquidité sur leur endettement extérieur. D'une part, leur dette est importante et répartie entre de nombreux créanciers privés. Aucun d'entre eux n'a la taille suffisante pour régler à lui seul une crise de liquidité par un prêt de grande taille. D'autre part, comme nous venons de le voir, la notion de solvabilité a peu de signification pour un État. Dans un pays en développement, une crise financière majeure peut créer une situation où l'État peut

perdre durablement la capacité et la volonté de continuer à honorer ses engagements extérieurs. En termes imagés, on pourrait dire que la valeur de liquidation est particulièrement basse. Au total, il est très important pour les pays en développement d'être très attentifs à la structure par maturités de leur dette extérieure.

Il est par ailleurs essentiel de reconnaître le caractère potentiellement systémique des crises de liquidité. Des interdépendances étroites unissent entre eux les créditeurs et les débiteurs. La crainte de la faillite d'un des acteurs importants du système va fragiliser tous ses créanciers qui risquent de connaître alors à leur tour une contrainte de liquidité. D'autres interdépendances existent : si un État est jugé en difficulté sur sa dette extérieure en devises, les investisseurs étrangers vont craindre une forte baisse de la monnaie nationale qui pénaliserait tous les autres agents du pays concerné. De façon rationnelle, le non renouvellement des lignes de crédit a de fortes chances de se généraliser aux autres débiteurs.

Pour stopper ce processus de contamination systémique, la seule solution réside dans l'intervention d'un « prêteur en dernier ressort », c'est-à-dire d'une institution ayant les capacités financières pour soutenir seule le ou les débiteurs solvables mais illiquides. Plus ce prêteur en dernier ressort interviendra tôt, moins il aura besoin d'engager de fonds car il n'aura à refinancer que l'entreprise, la banque ou la collectivité publique à l'origine du phénomène. Il faut surtout souligner que l'existence même du prêteur en dernier ressort est un facteur essentiel de stabilisation du système financier, car il ralentit fortement la vitesse du processus de contamination. La confiance dans la capacité du prêteur en dernier ressort à sauver les institutions solvables limite les risques de panique et de rupture irrationnelle de la chaîne du crédit.

L'expérience du Mexique pendant l'hiver 1994-1995 illustre parfaitement les points précédents. Le Mexique était fondamentalement solvable, mais il était confronté à des échéances importantes sur sa dette à court terme en dollars (« tesobonos »), alors que ses réserves de change étaient au plus bas. La communauté internationale, emmenée par le FMI et le Trésor américain, a joué le rôle de prêteur en dernier ressort en mobilisant 52 milliards de dollars pour permettre au gouvernement mexicain de ne pas faire défaut. Mais ce rôle sans précédent a été improvisé sous les contraintes de l'urgence et les intervenants financiers n'avaient aucune garantie quant à une intervention de ce type dans les premières semaines de la crise : de ce fait, le processus de contamination à d'autres pays et certaines institutions financières fut initialement extrêmement rapide (« effet tequila »).

Ce qui précède semble militer pour la mise en place d'un véritable prêteur en dernier ressort international, c'est-à-dire d'un mécanisme qui permette de mobiliser très rapidement un soutien quasi-illimité en faveur de pays faisant face à une crise de liquidité et non de solvabilité. Il faut cependant faire plusieurs observations. Les débiteurs souverains ont la responsa-

bilité de gérer leur position de liquidité. Ils ne sont pas dans la position des banques qui, par nature, empruntent court pour prêter long et sont donc soumises de façon presque structurelle à un risque de liquidité. La mise en place d'un prêteur en dernier ressort international serait de nature à encourager des comportements extrêmement pervers en matière de gestion de la dette extérieure. De fait, des pays comme le Mexique et la Thaïlande n'auraient jamais dû perdre leur accès aux financements internationaux compte tenu de la situation de leurs finances publiques. La crise de liquidité a été le résultat d'erreurs majeures dans la gestion des tensions apparues sur le taux de change : l'engagement total des réserves de change dans la défense de la parité attaquée a ensuite laissé ces deux pays dans la totale incapacité de faire face à leurs échéances sans aide extérieure. La priorité n'est sans doute pas de mettre en place un véritable prêteur en dernier ressort, elle consiste à définir des règles efficaces de gestion des crises de change (cf. quatrième partie).

Au total, il est important de souligner que les crises financières sont rarement de simples crises de liquidité faciles à gérer en s'appuyant sur l'institution jouant le rôle de prêteur en dernier ressort. En fait, comme il a déjà été souligné, par son impact sur la confiance, l'existence même d'un prêteur en dernier ressort tend à faire disparaître le risque du « mauvais équilibre », c'est-à-dire de pures crises de liquidité, sans qu'il n'ait eu à intervenir. Il ne reste finalement que des crises mixtes autrement plus difficiles à gérer où, après une période plus ou moins longue de crédit facile, la perte de confiance des créanciers repose en partie sur de véritables fragilités financières. Le prêteur en dernier ressort peut aussi avoir à jouer le rôle de liquidateur d'institutions en difficulté.

La partie qui suit examine pourquoi la sphère financière tend de façon systématique à générer de telles fragilités.

## **Prises de risque dans le secteur bancaire**

Comme nous l'avons déjà observé dans le cas des crises récentes (deuxième partie), les prises de risque excessives résultent souvent d'une certaine myopie des responsables bancaires. Des années de forte croissance peuvent inciter à un excès d'optimisme et à sous-estimer les risques d'un retournement conjoncturel. Dans l'immobilier notamment, les institutions financières marquent une tendance surprenante au financement de bulles spéculatives. Kindleberger (1989) note aussi qu'une erreur fréquente consiste à prêter sur la base de garanties surévaluées (par exemple des actions en période d'euphorie boursière). Des prêts apparemment sécurisés deviennent des prêts à risque quand l'économie se retourne. Après l'euphorie du crédit facile, la montée des prêts non performants peut provoquer deux types de réactions : une restriction du crédit pour reconstituer les marges et protéger les fonds propres (situation américaine du début des années quatre-vingt-dix) ou une fuite en avant conduisant souvent à une véritable crise financière.

Au-delà d'une certaine myopie dans l'analyse des « fondamentaux économiques », trois « aléas de moralité » tendent à déresponsabiliser les dirigeants de banques, leurs actionnaires et les créanciers. Dans les pays manquant de maturité financière (marché financier peu développé, faiblesse de la supervision bancaire), ils encouragent les politiques de fuite en avant quand la qualité du crédit se dégrade.

- Le premier « aléa de moralité » porte sur les relations entre les dirigeants et les actionnaires. En principe, les propriétaires de la banque sont les premiers intéressés à une politique prudente en matière de prêts, c'est-à-dire une politique qui ne dilapide pas les fonds propres de l'institution. Mais, comme dans tous les secteurs, peut-être de façon un peu plus marquée, les dirigeants peuvent être plus intéressés par des politiques agressives d'expansion. Un bon contrôle de la part des actionnaires est ainsi particulièrement nécessaire. Il exige un haut niveau d'information. D'une part, les règles de transparence en matière de comptes et de risques en portefeuille doivent être particulièrement strictes pour les institutions financières<sup>(13)</sup>. D'autre part, de façon plus générale, le travail des analystes financiers, en quelque sorte le bras armé des actionnaires, doit être facilité. On pourrait par exemple penser à des rencontres régulières entre analystes financiers et superviseurs bancaires. Ce sont, semble-t-il, des mondes qui s'ignorent pour l'essentiel alors qu'ils ont des intérêts assez largement convergents. En matière d'échange d'informations, il ne faut pas oublier la troisième composante qui participe de façon implicite à la fonction de contrôle des dirigeants : il s'agit des analystes de crédit qui notent la solvabilité des institutions financières. Du fait d'un faible développement des marchés de capitaux, cette recherche de synergies au sein de la « communauté des contrôleurs », pour le plus grand bénéfice des actionnaires, ne concerne cependant que marginalement les pays en développement, là où les problèmes sont pourtant les plus pressants.

- Le deuxième aléa de moralité porte sur les relations entre les actionnaires et les autorités publiques. Les actionnaires peuvent accepter de suivre leurs mandataires sociaux dans des stratégies de prêt extrêmement risquées en sachant que le gain potentiel est très important alors que la perte est limitée aux fonds propres. On constate que c'est souvent le cas quand une banque est déjà en difficulté après avoir subi des pertes : ses fonds propres sont réduits et elle n'a plus grand chose à perdre à essayer de se sortir de ses difficultés par des prises de risque anormales (le cas récent des banques russes en constitue un excellent exemple).

---

(13) Un sujet essentiel est celui des règles suivies en matière de provisions, de façon que le bilan et le compte de résultat reflètent le plus fidèlement possible la situation réelle de l'institution financière concernée. Dans ce domaine, le Comité de Bâle pour la Supervision bancaire a rendu public le 14 octobre 1998 un projet de code de bonne conduite destiné aux banques, superviseurs et responsables de l'élaboration des normes comptables, voir BRI (1998b).

• En fait, l'aléa de moralité précédent, entre les actionnaires et les autorités publiques n'est particulièrement préoccupant que parce qu'il existe une garantie publique explicite ou implicite sur une partie du passif des institutions financières. Les créanciers ne sont pas incités à exercer leur activité de contrôle et les banques en difficulté trouvent malgré tout des prêteurs pour financer une politique de fuite en avant. De façon fondamentale, c'est ce qui constitue la véritable spécificité du secteur financier. La garantie publique est généralement explicite pour les petits déposants : il est en effet indispensable de stabiliser cette ressource pour éviter des mouvements de panique. Par définition, aucune banque ne serait capable de faire face à des retraits massifs et instantanés de dépôts à vue. De façon beaucoup plus discutable, il existe généralement une garantie implicite pour les autres créanciers qui comptent sur les plans de sauvetage des autorités monétaires nationales ou internationales. La thèse du « too big to fail » l'emporte de façon quasi-systématique dans le cas des grandes banques. Deux raisons poussent généralement les autorités monétaires à prendre le contrôle de la banque en difficulté et à assumer totalement son passif. D'une part, elles ont peur d'une réaction de panique de la part des créanciers. D'autre part, une procédure de liquidation peut apparaître trop longue et perturber de façon excessive le marché du crédit interbancaire.

Face à ces risques, le discours dominant est celui de la régulation et de la supervision. Pour décourager une politique de fuite en avant, les superviseurs doivent être en mesure d'obtenir le maintien d'un niveau suffisant de fonds propres après prise en compte des provisions nécessaires.

Il faut à l'évidence améliorer les dispositifs de contrôle dans les pays en développement. L'assistance technique accordée par le FMI, la Banque mondiale et, sur une base bilatérale, par les pays industrialisés doit être considérablement renforcée. Mais ce serait probablement une erreur que de s'arrêter là. Les superviseurs bancaires, quels que soient leur compétence et leur degré d'indépendance par rapport au pouvoir politique, auront toujours des difficultés pour juger de la qualité des actifs détenus en portefeuille par les institutions financières. Ils souffrent d'une asymétrie d'information, pour reprendre le vocable usuel<sup>(14)</sup>. De fait, les systèmes de supervision en place dans les pays industrialisés n'ont pas évité dans de nombreux cas des crises bancaires profondes.

Il serait un peu naïf et dangereux de faire dépendre de façon excessive la stabilité du système financier de l'efficacité du contrôle prudentiel sur la qualité du portefeuille de prêts et le niveau des fonds propres. Il faut parallèlement introduire une plus grande discipline dans les comportements de prêts en essayant de modifier les comportements des dirigeants, des action-

---

(14) Dans ce domaine, on peut aussi s'interroger sur l'existence d'une synergie possible entre contrôle privé et contrôle public : les cours de bourse offrent en effet une évaluation indépendante de la qualité des actifs en portefeuille et de la vraie valeur des fonds propres. Ils pourraient faire partie de la batterie d'indicateurs utilisés par les superviseurs.

naires et des créanciers des banques. La tendance actuelle en matière de supervision bancaire dans les pays industrialisés consiste d'ailleurs à surveiller autant les systèmes internes de décision que les portefeuilles de prêts. Les contrôleurs vérifient la qualité des mécanismes internes mis en place pour suivre et contrôler les risques.

### **Vers un « code de la faillite » bancaire ?**

Au-delà de la surveillance régulière exercée en amont des crises par les superviseurs bancaires, une question clef est celle des mécanismes de restructuration bancaire les mieux à même de responsabiliser les acteurs du marché du crédit. La question se pose bien sûr différemment selon qu'il s'agit de restructurations limitées dans leur champ ou d'une réaction à une crise de proportion systémique, comme c'est le cas aujourd'hui en Asie. Cette partie s'intéresse surtout aux questions de prévention et traite donc le cas le plus facile : celui de perturbations touchant un nombre limité de banques.

Une première règle, beaucoup trop souvent oubliée, semble impérative : en matière de solvabilité, le bénéfice du doute ne doit jamais bénéficier aux actionnaires. Ceux-ci doivent être les principales victimes des opérations de restructurations bancaires.

On peut notamment défendre que tout concours accordé par les autorités monétaires selon une procédure dérogatoire aux règles normales de refinancement doit s'accompagner d'une très forte pénalisation des actionnaires de la banque concernée. Les banques ne sont pas des entreprises comme les autres. D'une part, elles bénéficient indirectement de la garantie publique accordée à certaines classes de déposants. D'autre part, quand une banque ne parvient pas à faire face à ses engagements, il existe un risque important de contagion et les conséquences négatives peuvent être de nature systémique. Cela justifie un traitement particulièrement pénalisant en cas d'appel au financement public, même temporaire, de façon à inciter les banques à une gestion très prudente de leur risque de liquidité. Il semblerait souhaitable d'établir des règles du jeu claires : au-delà d'un certain niveau de concours publics, les actionnaires perdraient, sans indemnités, la propriété de la banque concernée. Un tel recours aux nationalisations constituerait une véritable révolution dans certains pays où les banques ont pu se débarrasser un peu trop facilement de leurs créances douteuses dans des fonds publics créés pour l'occasion. Le Comité de Bâle réunissant les superviseurs bancaires et le FMI pourraient être chargés d'établir un code de bonne conduite international dans le domaine des restructurations bancaires. La principale difficulté sera probablement de définir dans les pays en développement ce que l'on appelle des règles normales de refinancement.

Certes, le risque d'une pénalité forte, allant jusqu'à la nationalisation, en cas d'importantes difficultés de trésorerie pourrait entraîner une situa-

tion de rationnement du crédit dans les phases économiques de ralentissement. Les banques seraient incitées à faire preuve de grande prudence. L'alternative est cependant pire : les politiques de fuite en avant se terminent généralement par un coût considérable pour les finances publiques et un blocage du marché du crédit encore plus prononcé.

Un mode de gestion rigoureux des difficultés de trésorerie dans le secteur bancaire serait de nature à discipliner les actionnaires, mais il n'aurait pas de conséquences directes sur le comportement des créanciers. Il semble cependant que l'on soit allé trop loin dans l'application du « too big to fail ». S'il est indispensable que les petits déposants soient protégés pour éviter des phénomènes récurrents de panique bancaire, il est peu justifiable que les banques créancières puissent prêter à une banque fragile en toute impunité, en laissant au secteur public le soin de régler la facture finale. Dans la plupart des pays asiatiques, celle-ci pourrait atteindre entre 20 et 30 % du PIB.

La pénalisation des gros créanciers, notamment interbancaires, en cas de pertes pouvant mettre en jeu des fonds publics changerait assez radicalement le mode de fonctionnement du secteur bancaire, notamment en matière de financements internationaux. Les créanciers exerceraient une activité de contrôle, venant compléter celle des superviseurs, pour s'assurer du maintien à un niveau suffisant des fonds propres.

Toute la difficulté, qui a généralement fait reculer les autorités monétaires jusqu'à la crise russe de l'été 1998, provient des risques d'instabilité associés à une telle politique de responsabilisation. La logique s'étant progressivement imposée en ce qui concerne les petits déposants semble également s'appliquer aussi aux plus gros créanciers : si ceux-ci risquent une pénalisation, ils vont couper leurs lignes de crédit aux premières rumeurs de difficultés, créant alors de façon involontaire la crise qu'ils redoutent.

Au total, la réflexion internationale doit se poursuivre sur cette question difficile pour essayer de trouver un équilibre plus satisfaisant entre responsabilisation des acteurs et lutte contre l'instabilité financière. Pour associer ces derniers aux pertes dans les cas les plus graves où celles-ci dépassent les fonds propres et risquent d'engager les fonds publics, on pourrait accorder aux autorités monétaires et financières nationales le droit d'organiser un échange partiel dettes/actions dans le passif de la banque qui a été saisie (le volume de dette concerné par l'échange pourrait être calibré au cas par cas de façon à rétablir un niveau de fonds propres respectant les normes prudentielles). Si cette option est exercée par les autorités, les créanciers domestiques et étrangers, à l'exception des petits déposants qui seraient totalement protégés, deviendraient alors les seuls propriétaires de la banque. Les autorités monétaires et financières disposeraient de cette option d'échange à caractère obligatoire pendant une durée limitée (le temps nécessaire à un examen des comptes de la banque et de la recherche éventuelle d'un repreneur).

Au total, les pistes de réflexion précédentes visent implicitement à créer ce qui manque le plus aujourd'hui : un droit des faillites spécifique au secteur bancaire pour tenir compte de ses caractéristiques particulières, notamment de l'existence d'une garantie accordée aux petits déposants. En cas d'impossibilité répétée à honorer leurs échéances, les actionnaires perdraient le contrôle et la propriété de leur banque. Le transfert de propriété se ferait au « bénéfice » des créanciers — échange dette/actions — ou du secteur public, selon l'option choisie par les autorités monétaires et financières.

De telles règles de gestion des restructurations bancaires, qui n'ont à l'évidence de sens que quand les difficultés sont encore très localisées, auraient une profonde rationalité économique et présenteraient de nombreux avantages. Elles seraient de nature à limiter le risque de crise : les banques débitrices auraient de fortes incitations à une gestion très prudente du risque d'illiquidité et il y a fort à parier que le financement interbancaire évoluerait vers des maturités beaucoup plus longues. Un tel changement serait en lui-même un facteur très important de stabilité. Par ailleurs, les créanciers, à l'exception des petits déposants, devraient faire preuve de plus de discernement puisque leurs prêts seraient susceptibles d'être partiellement transformés en participation au capital. Si une crise se produit malgré tout, il serait beaucoup plus facile d'en contrôler le coût pour les finances publiques. Enfin, les autorités monétaires et financières disposeraient d'un instrument très puissant de recapitalisation si elles disposaient de ce droit à organiser un échange dette/actions. De tels mécanismes posent de nombreux problèmes de faisabilité pratique, notamment du fait de la grande hétérogénéité du passif d'une banque (maturité des dettes, niveau du collatéral donné en garantie aux créanciers). Ils méritent cependant d'être expertisés en détail dans le cadre de la préparation d'un « code de bonne conduite » en matière de restructurations bancaires.

Les propositions précédentes peuvent apparaître très radicales. Dans le cas spécifique des pays en développement, il faut souligner qu'il existe par ailleurs une solution assez simple et efficace pour résoudre l'essentiel des problèmes d'aléas de moralité : il s'agit de l'ouverture du capital à des grandes institutions financières internationale qui ont su développer des modes de contrôle interne efficaces.

L'ouverture du capital des institutions financières aux investisseurs étrangers contribue notamment à une stabilisation du crédit interbancaire. D'une certaine façon, on peut dire que c'est la solution la plus naturelle pour recycler efficacement les dépôts reçus dans les pays industrialisés en prêts dans les pays en développement en évitant le maillon le plus fragile, celui du refinancement interbancaire transfrontière. Le FMI a très justement accordé un haut niveau de priorité à l'ouverture du capital des institutions financières dans les pays émergents.

## Fiscalité et structures financières

À l'issue de ce bref tour d'horizon, une interrogation peut se faire jour : pourquoi le financement par endettement, direct ou par l'intermédiaire du système bancaire, a-t-il une telle importance dans la plupart des économies alors qu'il semble constituer un facteur d'instabilité ? Par ailleurs, pourquoi les banques ne sont-elles pas mieux capitalisées, ce qui éviterait la plupart des crises ? À ces questions, on apporte généralement une mauvaise et trois bonnes réponses.

La mauvaise réponse semble pourtant empreinte de bon sens et c'est à elle que l'on pense spontanément. Les banques comme les autres entreprises auraient recours à l'endettement pour faire jouer « l'effet de levier », c'est-à-dire profiter de l'écart entre la rentabilité des investissements et les taux d'intérêt. Grâce à cet « effet de levier », la rentabilité des fonds avancés par les actionnaires peut être élevée<sup>(15)</sup>. Dans un article célèbre, Modigliani et Miller (1958) ont montré la faille du raisonnement : en se finançant par endettement, l'entreprise augmente le risque supporté par les actionnaires. C'est une erreur d'analyser l'amélioration du rendement des fonds propres sans que soit prise en compte la plus grande volatilité des résultats de l'entreprise. On peut notamment montrer que si la progression de la dette augmente les risques de faillite, alors, du point de vue de l'effet sur la situation des actionnaires, la croissance du risque l'emporte sur la hausse du rendement. En première analyse, contrairement à l'intuition, en dépit de l'existence d'un « effet de levier » l'entreprise doit être bien capitalisée dans l'intérêt même de ses actionnaires<sup>(16)</sup>.

Passons aux trois bonnes raisons. D'une part, l'importance de la dette dans l'économie reflète en partie la diversité des ménages et de leurs motifs d'épargne. Certains ont une telle aversion au risque boursier, ainsi qu'une méconnaissance des mécanismes financiers, qu'ils ne détiendront pas d'actions, même si les entreprises étaient beaucoup mieux capitalisées (ce qui réduirait le risque d'un investissement en actions). En tout état de cause, quelle que soit l'aversion aux risques financiers du ménage considéré, il y a un volant d'épargne qui ne peut pas être placé en bourse : le ménage doit disposer de moyens de paiement — dépôts à vue — et de placements à court terme — épargne de précaution. Il est d'ailleurs clair que le recyclage

---

(15) Si un investissement rapporte du 10 %, qu'il est financé à moitié par un crédit au taux de 5 %, les actionnaires recevront du 15 % sur les fonds qu'ils apportent.

(16) De façon schématique, et pas très rigoureuse, il est possible d'indiquer l'origine profonde de ce résultat. Si l'entreprise est fortement capitalisée et que l'actionnaire souhaite améliorer son rendement, il peut toujours faire jouer l'effet de levier par lui-même, c'est-à-dire acheter une partie des actions à crédit. Il obtient le même résultat que si c'était l'entreprise qui avait fait le choix de plus s'endetter. De plus, il bénéficie du fait que l'entreprise mieux capitalisée a moins de chance de connaître la faillite, qui s'accompagnerait de la vente avec décote de ses actifs.

de cette épargne très liquide vers le financement de l'économie sous forme de prêts constitue une des raisons d'être des systèmes bancaires<sup>(17)</sup>.

D'autre part, la littérature économique récente insiste sur l'importance des structures financières en matière de contrôle des dirigeants d'entreprises et de bonne allocation des investissements (voir Gertler (1988) pour une synthèse). Le marché des actions peut être spontanément assez inefficace en matière de contrôle des entreprises. Il existe un phénomène massif de « free rider », c'est-à-dire que quand la structure du capital est très dispersée entre de nombreux actionnaires, aucun n'a intérêt à prendre à sa charge le contrôle de la direction de l'entreprise (analyse de sa stratégie, mise en œuvre des démarches visant à remplacer les dirigeants si nécessaire). En encourageant le recours au crédit bancaire, les actionnaires limitent le risque de perte en cas de dérive dans la gestion de l'entreprise et peuvent espérer bénéficier d'une expertise et d'un contrôle externe, celui du banquier, sur les stratégies mises en œuvre dans l'entreprise. Pour obtenir le même résultat, une autre voie que le recours à l'endettement est celle d'un meilleur « gouvernement d'entreprise », c'est-à-dire la mise en place d'un ensemble de règles qui facilitent le contrôle des entreprises par ses actionnaires (meilleure transparence sur les comptes, mise en place au sein de l'entreprise de structures d'audit indépendantes de la direction générale, obligations de vote aux assemblées générales...)<sup>(18)</sup>.

La dernière raison du recours à l'endettement est moins souvent abordée, mais elle semble cependant fondamentale. Il s'agit de la fiscalité. Dans tous les pays du monde, à des degrés divers, un investissement financé par endettement est sensiblement moins taxé qu'un investissement financé sur fonds propres. Prenons le cas de la France. Si une entreprise finance un investissement en émettant une obligation détenue par les ménages, le revenu généré par cet investissement ne sera taxé qu'à 25 %<sup>(19)</sup>. En effet, les

---

(17) Dans un article de référence, Diamond et Dybvig (1983) montrent de façon formalisée comment les banques peuvent jouer un rôle d'intermédiaire utile entre ménages — soucieux de préserver la liquidité d'une partie de leur épargne — et entreprises — désireuses d'avoir un financement à long terme stable. De façon agrégée, du fait de la loi des grands nombres, l'épargne de précaution des ménages est relativement stable, même si pour chaque individu elle peut être mobilisée à tout instant. Pour les banques, il s'agit donc d'une ressource qui peut être prêtée à long terme aux entreprises. Celles-ci ont donc accès à un financement plus stable que si elles devaient se financer directement auprès des ménages. Nous n'entrerons pas dans le détail de cette discussion, mais il est clair que cette analyse n'est réellement convaincante que pour les moyens de paiement stricto sensu. En ce qui concerne l'épargne de précaution, des marchés financiers efficaces peuvent en partie se substituer aux banques pour la transformer en financement long des entreprises (les SICAV monétaires peuvent ainsi détenir en portefeuille de la dette à long terme à taux variable émises par les entreprises).

(18) Par ailleurs, le financement par endettement a des justifications particulièrement évidentes en ce qui concerne les petites entreprises familiales (volonté du dirigeant de conserver le contrôle, disproportion entre les coûts d'un contrôle externe par d'autres actionnaires et la taille de l'entreprise).

(19) Y compris prélèvements sociaux. Le prélèvement global peut même être sensiblement inférieur si cette obligation n'est pas détenue directement mais par l'intermédiaire d'un contrat d'assurance-vie.

intérêts versés sont déduits des résultats soumis à impôt sur les sociétés et les ménages bénéficient d'un système attractif de prélèvement libératoire sur les intérêts qu'ils reçoivent. En ce qui concerne un financement par fonds propres, le revenu généré par l'investissement sera d'abord taxé à l'impôt sur les sociétés (41,6 % en 1997), puis à l'impôt sur les plus-values (26 %) si le bénéfice est réinvesti (au moment de la vente de son titre par l'actionnaire) ou à l'impôt sur le revenu, après prise en compte de l'avoir fiscal, si le bénéfice est distribué. La charge fiscale globale, supérieure à 50 % dans tous les cas, est au moins deux fois plus lourde que pour un financement par endettement. On retrouve ce type de situation dans tous les pays.

Ce raisonnement s'applique également aux banques en tant qu'entreprises ayant à choisir la structure de leur passif : quand une banque finance un prêt sur ses fonds propres, le principal bénéficiaire est le fisc. Dans ce cas, les intérêts en provenance de l'entreprise débitrice sont lourdement imposés au taux de l'impôt sur les sociétés. La fiscalité incite ainsi fortement les institutions financières à ne pas dépasser de façon significative les niveaux planchers de fonds propres fixés par les réglementations bancaires. Il est probable que le besoin d'une surveillance bancaire étroite serait un peu moins vif si le recours aux fonds propres par les banques, comme d'ailleurs par les autres entreprises, était sensiblement moins coûteux<sup>(20)</sup>.

Alors que la stabilité financière est un bien public, la fiscalité encourage paradoxalement au financement par endettement. La question du rééquilibrage entre fiscalité des fonds propres et fiscalité de l'endettement mérite un effort de réflexion au plan international. Un tel rééquilibrage peut tout à fait être conçu à prélèvements constants sur le capital, l'allègement sur les fonds propres étant compensé par un traitement fiscal moins favorable des intérêts au niveau des ménages ou des entreprises<sup>(21)</sup>.

---

(20) Les banques sont à la fois bénéficiaires et victimes de ce biais fiscal. Bénéficiaires, car en encourageant les entreprises à recourir à l'endettement, il élargit leur champ d'activité. Victimes, car la fiscalité favorise particulièrement la finance directe pour les grandes entreprises ayant accès aux marchés financiers. Les banques ont du mal à être compétitives par rapport à l'émission d'obligations car dans leur marge de crédit elles doivent intégrer la charge fiscale pesant sur leurs fonds propres.

(21) La fiscalité au niveau des entreprises peut assez facilement être rendue moins favorable à l'endettement par la recherche d'assiettes plus larges que les seuls bénéfices : stock de capital, excédent brut d'exploitation, valeur ajoutée.

## Quatrième partie. Régimes de change et instabilité des parités

Si l'on devait classer par ordre d'importance les différents facteurs ayant conduit aux crises récentes, il est probable que l'inadéquation des politiques de change poursuivies en Asie ferait figure de principal accusé, avant même les dysfonctionnements constatés en matière de contrôle et de responsabilisation des institutions financières. Il est certain qu'une fois la crise actuelle passée, la réflexion deviendra à nouveau très active sur la conduite souhaitable des politiques de change et sur le rôle de la surveillance et de la coopération internationale dans ce domaine fondamental. Cette réflexion pourra s'appuyer sur la littérature économique extrêmement riche accumulée sur ces sujets depuis les années soixante<sup>(22)</sup>.

Dans ce domaine, comme dans beaucoup d'autres, la bonne approche consiste probablement à prendre comme référence le fonctionnement totalement libre du marché — changes flexibles et liberté des mouvements de capitaux —, d'en étudier les dysfonctionnements dans le cadre de la théorie économique traditionnelle (présence d'externalités, de biens publics, d'asymétries d'information, d'équilibres multiples) et d'en déduire certaines conséquences en matière d'intervention publique aux niveaux national et international.

### Fonctionnement d'un système de change flexible

En principe, un système de parités totalement flexibles, c'est-à-dire où le taux de change résulte du libre jeu de l'offre et de la demande sur le marché des changes, libère les autorités monétaires de toute contrainte extérieure et leur permet de se consacrer entièrement à leur mission, c'est-à-dire la préservation de la stabilité monétaire interne (selon les Banques centrales et les époques cela peut signifier le contrôle de la masse monétaire, le contrôle strict de l'inflation ou la recherche d'un équilibre entre contrôle de l'inflation et soutien de l'activité économique dans les périodes de ralentissement prononcé).

Par ailleurs, au-delà de cette « libération » des politiques monétaires, le plaidoyer en faveur des changes flexibles sera particulièrement résolu si l'on accorde une confiance absolue aux marchés privés pour allouer efficacement entre les ménages les biens, les services ou les actifs financiers, dont les actifs monétaires. Sans surprise, cette confiance a été poussée particulièrement loin par Friedman (1953) dans sa célèbre défense de la spéculation : celle-ci exercerait nécessairement une influence stabilisatrice, car pour gagner de l'argent dans la durée un spéculateur doit acheter quand les actifs ne sont pas chers et vendre quand ils sont chers. Ainsi, dans ce cadre

(22) Pour une synthèse des théories économiques portant sur les taux de change, voir Isard (1995) et Artus (1997).

d'analyse confiant en la « main invisible » des marchés, les taux de change, comme la valeur des autres actifs, devraient toujours refléter fidèlement ce que l'on appelle les « fondamentaux économiques ». C'est confiant dans l'efficacité du nouveau système mis en place que de nombreux économistes ont salué la généralisation des changes flexibles dans la première moitié des années soixante-dix<sup>(23)</sup>.

Au cours des vingt-cinq dernières années, la réalité s'est, semble-t-il, révélée moins plaisante : il est tentant de voir dans la grande instabilité des taux de change laissés libres de flotter, notamment du dollar, le signe indiscutable du dysfonctionnement du marché des changes, c'est-à-dire la preuve de son incapacité à refléter spontanément les « fondamentaux économiques ». L'analyse est cependant un peu plus compliquée qu'il n'y paraît car la théorie économique enseigne qu'il est normal que les taux de change soient volatils. La volatilité par elle-même n'est pas un signe suffisant de dysfonctionnement et il faut dépasser ce simple constat pour mettre en question le fonctionnement spontané du marché des changes. Expliquons rapidement pourquoi.

En schématisant, selon l'approche aujourd'hui dominante parmi les économistes, l'évolution d'une devise devrait obéir à trois déterminants essentiels si les marchés fonctionnaient correctement. D'une part, elle devrait refléter la situation des coûts de production dans le pays considéré relativement à ses partenaires commerciaux. En principe, à partir d'une analyse des coûts de production on peut définir un taux de change d'équilibre de long terme, celui qui permet dans la durée un développement normal du secteur ouvert à la concurrence internationale (il peut être aussi nécessaire de tenir compte de l'abondance de l'épargne nationale, voir encadré 3 en fin de partie). Rien n'assure cependant que le taux de change soit en permanence aligné sur ce niveau « normal ». Deux facteurs vont jouer un rôle clef : les écarts de taux d'intérêt réels et les primes de risque.

Quand un pays offre des taux d'intérêt réels plus élevés que ses voisins, par exemple en raison d'une activité plus soutenue, il serait naturel que son taux de change s'élève au-dessus de son équilibre de long terme. En effet, la hausse des taux d'intérêt rend attractif un investissement dans les actifs financiers du pays considéré. La hausse du change peut être assez marquée sans qu'il soit possible de parler d'irrationalité. Par exemple, si les taux d'intérêt réels à dix ans sont supérieurs de 1 % dans un pays à ce qu'ils sont ailleurs, il n'est pas absurde que le change soit surévalué de 10 % : sur la longue période, l'investisseur gagne en intérêts (10 x 1 %) ce qu'il perd en

---

(23) Les leçons de l'histoire tendent souvent à être oubliées. Ce sont les dysfonctionnements du système de change flexible en vigueur dans les années trente qui ont fortement encouragé après la guerre la mise en place du système de Bretton Woods, caractérisé par des changes fixes, bien qu'ajustables à l'issue d'un processus donnant un rôle important au FMI.

dépréciation de la devise (suppression progressive de la surévaluation de 10 % par rapport au change d'équilibre)<sup>(24)</sup>.

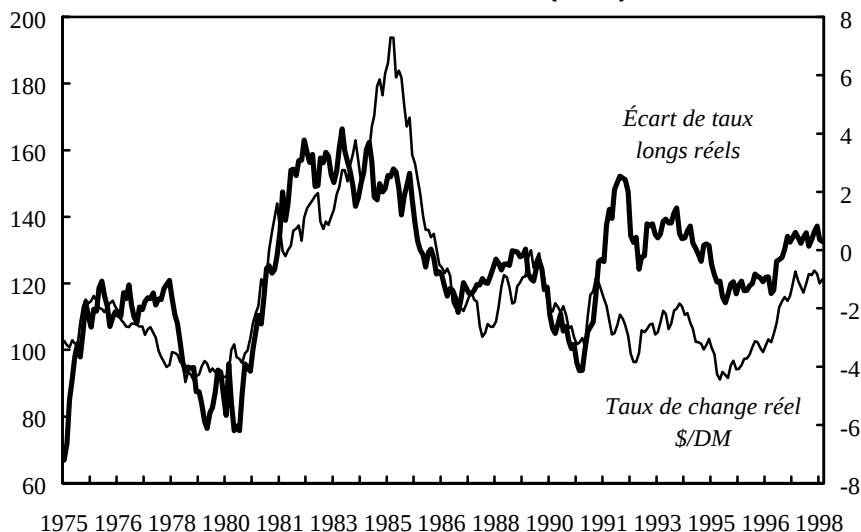
Le lien naturel entre taux de change et écarts de taux d'intérêt à long terme est cependant troublé par l'existence de primes de risque. Si un pays est endetté à l'extérieur, il devra rémunérer ses créanciers étrangers en leur offrant une rémunération dépassant celle qui leur est offerte dans leur propre pays. En principe, à taux d'intérêt donnés, les primes de risque devraient jouer un rôle très important dans la détermination des taux de change. Si les investisseurs exigent 1 % de rendement supplémentaire sur une devise, il faut soit que les taux d'intérêt augmentent de 1 %, soit que le change baisse fortement relativement à son niveau « normal » : les investisseurs anticiperont alors en principe la remontée future du change et c'est ainsi qu'ils se rémunéreront pour le risque qu'ils prennent. S'ils exigent 1 % de rendement supplémentaire par an, et que le change met en moyenne dix ans pour revenir à son niveau d'équilibre de long terme, il faudra que la devise soit sous-évaluée, toute chose égale par ailleurs, de 10 %. Le phénomène de surajustement, c'est-à-dire de réponse forte mais néanmoins rationnelle, du change aux écarts de taux d'intérêt réels s'applique ainsi également aux primes de risque qui devraient produire les mêmes effets que des écarts de rendement.

Des écarts importants de taux d'intérêt réels entre pays, comme ceux constatés à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, justifient tout à fait dans ce cadre d'analyse des mouvements de grande ampleur des taux de change. Rappelons par exemple que l'écart de taux d'intérêt réels à long terme entre les États-Unis et la RFA est passé de - 6 % à + 4 % entre la mi-1979 et le début de 1982 : dans le cadre d'analyse précédent, cela peut justifier un doublement de la valeur du dollar. De fait, les mouvements les plus spectaculaires du dollar, au moins face au mark, renvoient assez clairement aux différentes phases de la politique économique américaine : politique monétaire trop laxiste à la fin des années soixante-dix, puis « policy mix » de durcissement monétaire et de relâchement budgétaire au début des années quatre-vingt provoquant une croissance spectaculaire des taux d'intérêt réels et une envolée du dollar. Bien que cela reste largement ignoré par les hommes de marché, nous y reviendrons, la plupart des travaux empiriques montrent ainsi une assez bonne corrélation entre évolution du change et écarts de taux d'intérêt réels à long terme pour certaines monnaies<sup>(25)</sup>. Le graphique ci-dessous illustre cette corrélation pour la parité dollar/mark.

(24) La forte sensibilité du taux de change aux écarts de taux d'intérêt dans un monde peuplé d'investisseurs rationnels a été soulignée pour la première fois dans un article précurseur de Dornbusch (1976).

(25) Voir notamment Baxter (1994), Coe et Golub (1986), Davanne (1990), Sachs (1985).

## 2. Taux de change réel (base 100 en 1980, échelle de gauche) et écart de taux d'intérêt (en %)



Ainsi, dans une certaine mesure l'instabilité des changes renvoie à des erreurs de politique économique : accélération de l'inflation et baisse excessive des taux d'intérêt réels (États-Unis à la fin des années soixante-dix ou France au milieu de la même décennie), « policy mix » déséquilibré et forte hausse des taux d'intérêt réels en réponse à une politique budgétaire trop expansionniste (États-Unis au début des années quatre-vingt ou Allemagne dans la phase initiale de la réunification à la fin de la même décennie). Pour autant, une analyse économique rationnelle fondée sur les écarts de taux d'intérêt ne parvient pas, loin s'en faut, à expliquer toutes les périodes d'instabilité. En ce qui concerne le dollar face aux devises européennes, la poussée du début de 1985 reste assez mystérieuse, comme la faiblesse de la fin de l'année 1987 ou le creux des années 1993-1996 (voir graphique)<sup>(26)</sup>. En ce qui concerne ces dernières années, il semble difficile de bâtir une explication fondée uniquement sur l'évolution de la prime de risque sur les actifs américains : certes, dans un contexte de montée de l'endettement extérieur des États-Unis, celle-ci doit progresser, ce qui devrait constituer 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 récente du FMI (1998) sur les liens entre cycle économique, taux d'intérêt et taux de change. World Economic Outlook, May 1998, chapitre III : The Business Cycle, International Linkages, and Exchange Rates ».

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 par le graphique précédent n'est guère spontanée : elle doit beaucoup à la vigilance des grands pays industrialisés (1985 : le dollar baisse grâce aux interventions des Banques centrales ; 1987 : il est stabilisé grâce aux interventions ; 1994 : il est de nouveau stabilisé grâce aux interventions). De fait, tout observateur attentif du marché des changes peut constater 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.

L'approche la plus naturelle, semble-t-il, pour comprendre de telles dynamiques de marché consiste à faire une plongée parmi les investisseurs afin d'observer les méthodes qu'ils emploient quand ils déterminent leur politique d'investissement. Partons d'une analyse générale avant de revenir sur le cas spécifique du marché des changes.

En première analyse, il est important de commencer par distinguer deux catégories d'investisseurs selon l'horizon de leurs placements. L'investisseur long investit sur la base d'une analyse des rendements offerts sur une période de plusieurs années. Il est capable de détenir un actif, même s'il craint une baisse temporaire à court terme, s'il pense que son rendement est attractif dans la durée. Ces investisseurs apportent une contribution essentielle à la stabilité des marchés. Malheureusement, ils sont en voie de disparition : les gestionnaires institutionnels sont jugés de façon permanente sur leurs performances et cherchent à maximiser leur rendement sur une période très courte<sup>(27)</sup>. Leur politique d'investissement dépend beaucoup plus de leurs prévisions à un mois ou trois mois que de leur vision à un an ou plus.

Comment établissent-ils ces prévisions qui vont totalement déterminer leur allocation d'actifs et donc le niveau actuel des cours (taux d'intérêt, taux de change, cours de bourse) ? L'aspect le plus marquant est la pluralité des approches. En simplifiant, on peut distinguer quatre méthodes utilisées à des degrés divers par les investisseurs professionnels et les économistes<sup>(28)</sup>.

Tout d'abord, il y a l'approche que nous qualifierons de « fondamentaliste pure » privilégiée par la plupart des économistes. Dans ce cadre, les prévisions reposent sur un modèle explicite ou implicite décrivant le niveau des marchés cohérent avec les « fondamentaux économique-politiques » (croissance, inflation, chômage, déficits publics, soldes commerciaux, politique économique...). Le marché est supposé converger de façon plus

---

(27) Voir le dernier rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, BRI (1998).

(28) Cette tentative de typologie des méthodes d'investissement est tirée de Davanne (1996).

ou moins progressive vers ce niveau d'équilibre. Nous reviendrons plus tard sur les caractéristiques et les lacunes des modèles utilisés pour déterminer le niveau d'équilibre des taux d'intérêt, des taux de change ou des cours de bourse.

La seconde approche pourrait être qualifiée de « fondamentaliste sceptique ». Le « fondamentaliste sceptique » n'a pas une grande confiance en son modèle de valorisation ou celui de ses économistes. Avant toute chose, il part du principe que ce sont les surprises qui font bouger les marchés. Il s'emploie donc à analyser très précisément quelles sont les attentes des investisseurs en ce qui concerne l'évolution des variables économique-politiques les plus importantes. Puis, il confronte ses propres anticipations à celles du marché pour déterminer quelles sont, de son point de vue, les principales surprises à venir et il en tire les conséquences pour sa politique d'investissement. Par exemple, s'il est moins optimiste que les autres investisseurs sur l'évolution de l'inflation, il vendra des obligations car il sait que le marché obligataire baissera quand ses collègues réaliseront leur erreur. Alors que le « fondamentaliste pur » décidera de sa politique d'investissement en fonction de son analyse de la situation économique et d'un modèle de valorisation des actifs, le « fondamentaliste sceptique » ne regardera que les différences entre son analyse des « fondamentaux » et l'analyse dominante ou « consensus de marché ». Par exemple, il achètera des obligations à (presque) n'importe quel prix, ce que ne fera pas le « fondamentaliste pur », s'il pense que ses collègues sont trop pessimistes sur l'inflation<sup>(29)</sup>.

Le scepticisme des investisseurs vis-à-vis des modèles économiques de valorisation des actifs peut prendre des formes plus extrêmes avec les deux dernières approches qui sont traditionnellement qualifiées de « chartiste » et *contrarian*. Le « chartiste »<sup>(30)</sup> pense que l'histoire se répète et qu'il est possible d'identifier certaines régularités dans l'évolution des cours sur les marchés financiers : par exemple, la hausse d'un marché est rarement régulière et est souvent entrecoupée de « corrections techniques ». Quand un marché a beaucoup monté, il y a toujours un moment où certains investisseurs prennent leur bénéfice. Le « chartiste » pense pouvoir anticiper ces « corrections techniques ». De façon plus générale, le « chartiste » ne regarde pas les fondamentaux économiques mais seulement l'évolution des cours. Il tente de repérer sur ses graphiques des figures caractéristiques généralement annonciatrices de la tendance future du marché. L'approche *contrarian* peut sembler encore plus étrange. Le *contrarian* croit en la maxime suivante : « le consensus a toujours tort ». Quand tous les investis-

(29) Autrement dit, le « fondamentaliste sceptique » utilise son modèle de valorisation, souvent implicite, en variante, c'est-à-dire pour évaluer l'impact probable d'un changement du consensus de marché. « Le fondamentaliste pur », plus audacieux, utilise son modèle en niveau, c'est-à-dire pour identifier si un marché est surévalué ou sous-évalué.

(30) Le mot vient de *chart*, ou graphique en anglais.

seurs sont très optimistes sur l'évolution d'un marché donné, il décide de se porter vendeur. La raison en est simple : lorsqu'il y a un fort consensus haussier, la plupart des investisseurs sont déjà considérablement investis dans l'actif financier considéré. Ils ne pourront guère acheter plus en cas de bonne nouvelle, en revanche une mauvaise surprise provoquera une vague de dégagement et une forte baisse du marché. En se portant vendeur sur le marché, le *contrarian* pense qu'il prend peu de risques puisque le marché a beaucoup plus de potentiel à la baisse qu'à la hausse.

Il est important de souligner que ces modes d'investissement ne sont nullement exclusifs les uns des autres. Les gestionnaires aujourd'hui les plus performants, notamment dans certains *hedge funds*<sup>(31)</sup> américains, fondent leurs décisions sur l'examen des signaux envoyés par l'ensemble de ces quatre approches. Ils écoutent les plus « fondamentalistes » des économistes qui leur parlent de la valeur des marchés justifiée par les fondamentaux économiques, regardent les *charts*, comparent leur analyse des fondamentaux économique-politiques à celle des autres investisseurs (approche « fondamentaliste sceptique »), examinent enfin si le consensus des investisseurs est haussier ou baissier... puis déterminent leur politique d'investissement. Parmi ces quatre approches, les trois dernières peuvent s'avérer extrêmement lucratives pour les investisseurs pris individuellement, nous essayerons d'expliquer pourquoi, mais elles ne semblent pas de nature à stabiliser les marchés. L'approche « fondamentaliste sceptique », comme les approches « chartistes » et *contrarian*, ne cherchent pas à déterminer si un marché est surévalué ou sous-évalué ; elles ne fondent pas les décisions d'investissement sur une analyse du niveau absolu des cours relativement à la situation des fondamentaux économiques. Sur la base de ces trois approches, un investisseur peut être conduit à vendre un actif notoirement sous-évalué (comme les devises des pays asiatiques à la fin de 1997). Ainsi, les marchés seront d'autant plus stables et refléteront d'autant mieux l'évolution des fondamentaux économiques que les investisseurs accorderont du crédit aux analyses des économistes et privilégieront l'approche que nous avons qualifiée de « fondamentaliste pure » au détriment des trois autres.

La spécificité du marché des changes par rapport aux autres marchés d'actifs, c'est justement la faible influence de « l'analyse fondamentale pure » par rapport à toutes les autres méthodes. Comme nous le verrons plus tard (cinquième partie), sur le marché des actions ou sur celui des obligations, les intervenants sur les marchés et les économistes qui les conseillent ont une assez bonne idée du modèle de valorisation à utiliser (fonction des bénéfices futurs, de l'évolution des taux d'intérêt à court terme, des primes de risque...). Ce n'est pas le cas sur le marché des changes.

(31) Les « *hedge funds* » sont des fonds spéculatifs qui interviennent sur tous les marchés en utilisant les produits dérivés à fort effet de levier. Ces fonds s'adressent à des investisseurs qui acceptent un très fort risque en contrepartie d'un espoir de rendement élevé. Les plus célèbres de ces fonds sont LTCM — dont la quasi-faillite a menacé la stabilité du système financier international en septembre 1998 — et Quantum, dirigé par Georges Soros.

Les économistes de marché ont chacun leur propre modèle, souvent plus fondé sur des convictions personnelles que sur une analyse économique et statistique rigoureuse. Par ailleurs, ils sont très influencés par l'approche « fondamentaliste sceptique », c'est-à-dire qu'ils concentrent leurs efforts pour anticiper celles des informations à venir qui vont surprendre les marchés. Ainsi, les forces stabilisatrices (investisseurs longs, investisseurs courts suivant une démarche « fondamentaliste pure ») paraissent plus faibles que sur d'autres marchés.

L'origine de cette situation défavorable sur le marché des changes paraît cependant assez mystérieuse. Comme nous l'avons vu, au moins sur certaines devises, les « fondamentalistes purs » pourraient s'appuyer sur l'existence d'un lien fort, et cohérent avec la théorie économique, entre taux d'intérêt réels à long terme et niveau du change. Le marché devrait donc accorder une attention particulière aux écarts de taux d'intérêt et réagir de façon assez prévisible aux évolutions enregistrées sur les marchés obligataires. Le lien change-taux d'intérêt, mis en évidence par de nombreuses études, n'a cependant pas la place qu'il mérite dans les manuels de science économique et dans les méthodes de valorisation utilisées par les marchés.

De ce point de vue, un des papiers historiques ayant marqué la théorie des taux de change joue un rôle que l'on peut qualifier de particulièrement pervers. Sur la base d'une analyse empirique, Meese et Rogoff (1983) ont soutenu que les taux de change n'obéissaient à aucune logique économique stable et suivaient ce que l'on appelle une marche aléatoire. Ce papier, une invitation implicite aux méthodes d'investissement les plus déstabilisatrices, a conservé une influence considérable auprès des économistes. Les auteurs omettaient cependant, pour des raisons inexplicables, de tester le modèle central de la théorie des changes, c'est à dire l'existence d'un lien entre taux d'intérêt réels à long terme et parités<sup>(32)</sup>.

Quoi qu'il en soit, la responsabilité directe de la recherche économique dans le mauvais fonctionnement du marché des changes, c'est-à-dire l'incapacité des universitaires à réaliser un consensus autour d'une méthode de valorisation, a été soulignée par un des meilleurs spécialistes du sujet, Isard (1995, pp. 182 et 183) : « Il y a des raisons de supposer que le comportement des intervenants sur les marchés changerait de façon endogène — avec comme conséquence une réduction de la volatilité de court terme

---

(32) Voir Davanne (1990). L'article de 1983 fait jouer aux taux courts le rôle normalement dévolu aux taux longs. Cette lacune est supposée avoir été corrigée dans un article ultérieur, voir Meese et Rogoff (1988). Mais, de façon très surprenante, les taux réels sont alors calculés sur la base de l'inflation des trois derniers mois, ce qui introduit une forte volatilité qui casse artificiellement l'essentiel du lien entre change et taux d'intérêt. L'influence très négative des papiers de Meese et Rogoff est illustrée de façon particulièrement nette par l'étude du FMI (1998) déjà citée. Celle-ci met en évidence sur certaines monnaies l'existence d'un lien entre change, taux d'intérêt et cycle économique, mais semble tétanisée par la référence à l'article de Meese et Rogoff pour en tirer toutes les conclusions.

de taux de change flexibles — si les économistes parviennent un jour à se mettre d'accord sur un cadre analytique qui permet des estimations relativement précises des taux de change d'équilibre ». « Jusqu'à ce que les économistes puissent dire aux intervenants sur les marchés financiers ce qu'ils devraient anticiper comme mouvement des taux de change, en s'appuyant sur certaines évidences empiriques, il n'y a guère de raisons de penser que des investisseurs rationnels agiront sur le marché des changes sur la seule base d'une analyse des fondamentaux macroéconomiques »

De ce point de vue, l'instabilité des changes ne devrait pas surprendre. Elle est le reflet direct des méthodes d'investissement utilisées par les professionnels. Les marchés financiers ne sont pas des lieux miraculeux où des prix « efficients » pourraient émerger à partir de comportements individuels instables et peu soucieux des fondamentaux économiques. Nous y reviendrons dans la sixième partie.

### **L'instabilité d'un système de taux de change fixes mais ajustables**

Dans un régime de flexibilité absolue, le risque de volatilité des taux de change apparaît particulièrement important pour les pays en développement car, au-delà de l'instabilité intrinsèque du marché des changes analysée dans la partie précédente, les « fondamentaux économiques » sont particulièrement difficiles à cerner de façon précise dans les pays peu développés. Le taux de change d'équilibre de long terme dépend du rythme d'accumulation de capital physique et humain (éducation)<sup>(33)</sup> et les taux d'intérêt réels à long terme sont souvent impossibles à estimer (pas de marché obligataire, très grande incertitude sur les tendances de moyen et long terme de l'inflation). Par ailleurs, la prime de risque exigée par les apporteurs extérieurs de capitaux est très variable, elle dépend non seulement de la dynamique de la dette extérieure, mais aussi de la situation générale dans les pays en développement (la période récente illustre de façon spectaculaire les phénomènes de contagion où une crise dans un pays entraîne une montée des primes de risque dans l'ensemble du monde en développement).

Bien que cela fasse l'objet de débats, une grande instabilité des changes a probablement d'importants coûts économiques. Cela est particulièrement vrai pour des pays en développement qui sont naturellement importateurs de capitaux : l'instabilité des taux de change doit se traduire par un coût du capital plus élevé, c'est-à-dire que les investisseurs exigeront une rémunération plus importante pour placer leurs capitaux dans le pays considéré.

Ces considérations ont généralement conduit les pays en développement à accorder une grande priorité à la stabilisation de leur taux de change.

---

(33) Il peut aussi dépendre du niveau auquel se stabilise en moyenne période le prix des matières premières pour les pays qui en sont très dépendants.

Cela s'est traduit par des régimes de change très divers allant de l'Union monétaire (zone franc) à des systèmes de zone cible constituée d'une parité centrale ajustable selon des règles plus ou moins automatiques et d'une plage de fluctuation autorisée<sup>(34)</sup>. Nous allons nous intéresser ici aux conséquences du système le plus usuel — parités fixes, ajustables en cas de nécessité — avant d'analyser dans la partie suivante la meilleure façon d'introduire un peu plus de flexibilité.

Le prix de cette stabilité est bien connu : sauf contrôle des changes efficace — nous y reviendrons — un pays faisant le choix de changes fixes perd le contrôle de sa politique monétaire car celle-ci est avant tout orientée vers la stabilisation du taux de change. L'analyse économique des contraintes associées de ce fait à des changes fixes ajustables s'est développée dans plusieurs directions. Dans les années soixante, Mundell (1961) a initié la théorie des zones monétaires optimales. Celle-ci étudie sous quelles conditions une économie peut continuer à s'ajuster aux chocs qu'elle subit en dépit d'une neutralisation de la politique monétaire prise au sens large (taux d'intérêt et changes). Elle insiste notamment sur le rôle de la taille et de l'ouverture sur l'extérieur de l'économie, de la flexibilité sur le marché du travail, de la diversité des activités productives<sup>(35)</sup>. Cette littérature a été revue et enrichie au cours des dernières années dans le contexte de la marche vers la monnaie unique en Europe, sans cependant qu'apparaissent de percées conceptuelles majeures.

À la fin des années soixante-dix, dans un contexte de grande instabilité des changes, l'attention se tourne vers la compréhension des mécanismes régissant les crises de change. On passe ainsi de la discussion des années soixante sur le bilan coûts/avantages de changes fixes à des analyses de nature plus financière centrées sur la soutenabilité de tels régimes de change. Dans les modèles dits de la première génération, initiés par Krugman (1979), les crises sont fondamentalement des crises de balance des paiements, c'est-à-dire tirent leur origine d'une dynamique insoutenable de la dette extérieure du pays considéré. Ces modèles expliquent pourquoi des « spéculateurs rationnels » attaqueront la devise en question bien avant que la contrainte de financement extérieur ne soit réellement atteinte. La cause fondamentale de l'attaque doit malgré tout être recherchée dans les déséquilibres de l'économie considérée. Dans les modèles dits de deuxième génération, largement inspirés par les crises du SME en 1992 et 1993, les crises se produisent en dépit de bons « fondamentaux économiques » en matière d'inflation et de balance des paiements<sup>(36)</sup>. Dans une perspective de moyen et long terme, la parité est soutenable. Mais, l'économie est dans une phase

---

(34) Voir la synthèse du FMI (1997a), « Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries ».

(35) Kenen (1969).

(36) Voir Eichengreen, Rose et Wyplosz (1994).

de ralentissement cyclique et de montée du chômage et aurait besoin d'une politique monétaire plus expansionniste que ne l'autorise la défense de la parité. Alors un cercle vicieux peut prendre forme. Si les marchés suspectent un changement de cap — abandon de la priorité au change et soutien de l'activité —, les taux d'intérêt devront être portés à un niveau élevé pour compenser les investisseurs contre le risque de dévaluation : cela aggrave le ralentissement économique et accentue en retour la défiance des marchés. Ainsi, les anticipations peuvent être très auto-réalisatrices : la crainte d'une dévaluation peut initier une spirale difficilement contrôlable de hausse des taux d'intérêt se terminant souvent par la dévaluation redoutée.

Les systèmes de change fixes sont ainsi des systèmes particulièrement vulnérables, en l'absence de contrôle des changes, car les parités peuvent faire l'objet de crises de confiance auto-réalisatrices, celles-ci peuvent venir de doutes sur la capacité à financer un déficit extérieur — crises dites de première génération — ou d'inquiétudes sur les tendances de l'activité et du chômage — crises dites de seconde génération.

Que se passe-t-il quand la parité cède à l'issue d'une crise de change ? Il est important de voir que tout milite pour une instabilité exceptionnelle de la devise concernée si elle est laissée totalement libre de flotter. Brutalement, la politique monétaire a perdu sa référence : les investisseurs perdent en visibilité sur les perspectives d'inflation et de taux d'intérêt. De plus, les agents privés endettés en devises étrangères, ou les étrangers détenteurs de la devise considérée, se trouvent dans une situation radicalement nouvelle en matière de risque : la volatilité augmente brutalement et personne ne sait véritablement à quelle vitesse il est possible d'espérer un mouvement de stabilisation. Dans un tel contexte d'incertitude, les investisseurs peuvent souhaiter refuser toute exposition à ce risque de change, quel que soit le niveau attractif atteint par cette devise<sup>(37)</sup>. Un effondrement ne peut être exclu si le marché n'est aucunement guidé par les autorités monétaires. C'est ce qu'enseignent aussi bien l'expérience que la théorie.

En principe, un contrôle des changes étroit, qui interdit ou freine certaines opérations sur la devise nationale, peut permettre de limiter le risque de crises de change. Il est cependant essentiel de bien prendre en compte toutes les limites d'une politique de contrôle des changes.

- *La menace d'un contrôle des changes renforcé peut accélérer dans un premier temps les sorties de capitaux.* Un pays qui revient sur son engagement de ne pas durcir son contrôle des changes peut en tirer un bénéfice immédiat en freinant l'hémorragie de capitaux, mais, en perdant de sa cré-

(37) D'une certaine façon, ce comportement de fuite peut être expliqué dans le cadre d'un modèle d'investisseurs rationnels. En général, on estime que la prime de risque évolue comme le carré de la volatilité : multiplier la volatilité par 2 multiplie la prime de risque par 4. Dans des situations de grande volatilité, celle-ci peut atteindre des niveaux extrêmes. Or, nous avons vu que, pour un niveau donné des taux d'intérêt, le niveau normal d'une devise devrait dépendre crucialement de la prime de risque exigée par les investisseurs.

dibilité, il prend le risque d'accélérer le déclenchement de la crise suivante. Par ailleurs, il joue un jeu extrêmement non-coopératif au plan international, car son « reniement » affaiblira la confiance placée dans la parole des gouvernements placés dans des situations similaires. L'exemple récent de la Malaisie a montré comment l'instauration par surprise d'un contrôle des changes très strict peut accroître la nervosité des investisseurs dans le monde entier<sup>(38)</sup>. Faire du renforcement du contrôle des changes un des instruments de lutte à chaud contre les crises devrait en principe conduire au résultat suivant : les crises deviendront probablement plus facile à contrôler, mais elles risquent d'être également plus fréquentes car les spéculateurs vont prendre les devants et essayer de jouer contre la devise nationale avant que cela ne soit rendu plus difficile. Au pire, si le gouvernement perd la confiance des investisseurs, il peut devenir difficile de revenir en arrière et de lever les mesures de contrôle des changes prises dans l'urgence.

• *Pour être totalement efficace en matière de prévention des crises, un contrôle des changes doit également porter de façon préventive sur les entrées de capitaux.* Une crise de change repose sur deux types de comportements. D'une part, on assiste à des sorties de capitaux de nature spéculative, c'est-à-dire que des non-résidents s'endettent en devise locale pour profiter d'une dévaluation<sup>(39)</sup> ou des résidents se portent sur les devises étrangères. Cette activité de spéculation est naturellement très mal ressentie par les gouvernements concernés et les opinions publiques. Un contrôle des changes centré sur ces seules opérations peut-il être efficace pour éviter des crises de change ? Probablement pas, car on assiste aussi pendant ces périodes, parallèlement aux activités spéculatives, à des comportements de pure protection de la part de ménages ou d'entreprises exposés au risque de dévaluation. Il peut s'agir de résidents endettés en devises étrangères ou de non-résidents ayant accumulé des avoirs dans le pays concerné (dépôts bancaires, investissements de portefeuille libellés en devise locale, voire investissements directs exposés au risque de change). Il est difficile d'empêcher ces opérations d'être débouclées ou couvertes contre le risque de change. Au total, la seule façon d'éviter la pression sur le taux de change qui résulte de ces comportements légitimes de précaution, c'est d'avoir préalablement limité tout ou partie de ces entrées de capitaux. Il y a donc un arbitrage délicat à rendre entre souci de la stabilité financière — qui

(38) Il s'agit cependant d'un cas un peu particulier. Le contrôle des changes introduit par le gouvernement malais au mois de septembre 1998 a été particulièrement mal ressenti parce qu'il ne se contentait pas de limiter les sorties spéculatives de capitaux : il empêchait également les investisseurs étrangers de récupérer les capitaux préalablement placés en Malaisie. Il a été interprété comme une rupture de contrat particulièrement grave.

(39) Il s'agit typiquement du mode de fonctionnement des fameux « hedge funds » : ces fonds spéculatifs changent le produit de leur emprunt en devises étrangères et attendent la dévaluation pour faire l'opération inverse et rembourser, au moindre coût, leur emprunt. Pour éviter cela, la première mesure de contrôle des changes envisagée consiste généralement à interdire les prêts en devises nationales aux non-résidents. C'est ce qu'a fait la Thaïlande en mai 1997, voir FMI (1997c), chapitre VII.

milite pour une forme plus ou moins extrême d'autarcie — et volonté de favoriser le financement de la croissance en laissant libre l'appel à l'épargne étrangère. Nous reviendrons un peu plus loin sur la façon dont le problème se pose dans le cas spécifique des entrées de capitaux courts.

Notons enfin qu'au-delà de ces considérations de principe, l'instauration de mesures de contrôle des changes étroit pose de nombreuses questions de faisabilité pratique. Elle encourage à la fraude. Elle crée une forte incitation au développement de la corruption de la part de ménages et d'entreprises sollicitant un traitement de faveur. Un contrôle des changes rigoureux est-il de façon générale un mal nécessaire ? Faut-il renoncer à établir de meilleurs régimes de change qui, sans contrôle systématique des mouvements de capitaux, soient plus robustes ? Avons-nous vraiment tout essayé ? Probablement pas.

### **À la recherche de l'équilibre entre stabilité et adaptabilité**

Face aux difficultés associées à la fois aux systèmes de changes fixes et aux systèmes de changes flottants, la plupart des économistes deviennent partisans d'une flexibilité contrôlée (« managed float »). Il y a ainsi une tendance à considérer que, hors mécanisme d'union monétaire, l'ancrage rigide de la monnaie d'un pays à une autre n'est vraiment souhaitable que dans des cas d'hyper-inflation, de façon dans ces cas extrêmes à rétablir rapidement la crédibilité de la monnaie nationale.

Mais qu'est-ce qu'une flexibilité contrôlée ? On ne peut qu'être frappé par la faiblesse des travaux théoriques et empiriques tentant de préciser le mode optimal de gestion. Le concept n'a guère de signification si l'on ne précise pas les règles ou tout au moins les principes qui guident les décisions des autorités monétaires en matière d'interventions sur le marché des changes et de gestion des taux d'intérêt.

Dans le cas des pays en développement, l'accent semble devoir être mis sur le mot « contrôlé » au moins autant que sur le mot « flexibilité ». Pour les raisons déjà mentionnées, les intervenants sur le marché des changes de pays en développement ont peu de chances d'adopter un comportement spontanément stabilisateur en l'absence de lignes directrices claires provenant des autorités monétaires. Dans ce contexte, il semble utile que les banques centrales cherchent de façon souple à stabiliser les taux de change sur des niveaux prédéfinis compatibles avec un développement économique équilibré sur la moyenne et longue période.

Quatre inflexions majeures semblent cependant devoir être apportées 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, la structure des entrées de capitaux doit faire l'objet d'une surveillance régulière.

### *Maintien d'une parité de référence redéfinie de manière régulière*

Celle-ci doit impérativement être définie par rapport à un panier de monnaie tenant compte de la structure des échanges extérieurs. Celui-ci doit au minimum être composé du dollar, de l'euro et du yen<sup>(40)</sup>. 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 ») : comme le font déjà de nombreux pays, le rythme de la dépréciation — ou de l'appréciation — devrait être connu. L'objectif de cet ajustement serait de garantir le maintien de la parité de référence sur des niveaux soutenables à moyen et long terme<sup>(41)</sup>. 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.

### *Meilleure gestion des pressions à la hausse 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 à la stabilisation des changes. De fortes entrées de capitaux rendent alors très difficile une hausse des taux d'intérêt. 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 cruciale 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. Celle-ci pénaliserait le secteur exportateur qui n'est pas la source des difficultés et contribuerait à un élar-

---

(40) 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.

(41) Il faut souligner qu'une telle politique d'ajustement glissant ne permet pas d'élargir les marges de manœuvre de la politique monétaire en matière de contrôle conjoncturel de l'économie. 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.

gissement du déficit extérieur. Dans les situations de surchauffe, la hausse des taux d'intérêt et l'appréciation du change ne sont souvent que des pis-aller, faute d'être capable d'utiliser la politique budgétaire pour attaquer de façon plus ciblée l'origine du déséquilibre. Par ailleurs, l'appréciation du change initiée par une hausse des taux d'intérêt peut parfois être réduite par une politique visant à contrôler les entrées de capitaux (cf. infra).

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

S'il n'y avait qu'une leçon à tirer de l'expérience des années quatre-vingt-dix marquées par les crises du SME et celles des pays émergents, ce serait 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. Comme nous l'avons déjà souligné, ces politiques ne sont pas nécessairement très efficaces pour rétablir la confiance en la monnaie, car les spéculateurs doutent qu'elles réussissent. En tout état de cause, elles font peser le risque d'un véritable désastre en cas d'échec (plus de réserves de change, perte de toute crédibilité monétaire, voire politique). Il devient alors très difficile de stabiliser la devise concernée.

Ce mode inadéquat de défense des parités fixes n'est pas une fatalité. Dans ce domaine, la France, qui a à peu près tout essayé en ce domaine et bénéficie à ce titre d'une expérience considérable, a ouvert des pistes intéressantes sur la période allant de l'été 1993 au printemps 1995. On peut qualifier la politique suivie pendant un peu plus de 18 mois de « politique de l'élastique ». Quand le gouvernement français a dû se résoudre à laisser le franc sortir de ses marges étroites de fluctuations au sein du SME et à élargir ces marges de 2,25 % à 15 %, il a décidé, contrairement aux attentes du marché, de ne pas utiliser la possibilité ainsi « offerte » 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<sup>(42)</sup>.

(42) 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.

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 terme 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.

Au total, 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 de référence 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 raisons d'être remise en cause. S'il apparaît cependant un problème réel de soutenabilité, la réaction logique consiste à effectuer un réajustement<sup>(43)</sup>.

Une fois confirmé le niveau que les autorités jugent souhaitable de défendre, il est impératif de recourir à une défense souple et progressive. 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), puis d'introduire un mécanisme « à la française » dès que le change de référence est nettement enfoncé<sup>(44)</sup> : 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 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.

En cas de crise grave où un pays seul n'arrive pas à stabiliser son change en procédant aux ajustements nécessaires, il semble nécessaire de rendre beaucoup plus efficace et crédible l'aide apportée par la communauté internationale. Soulignons à nouveau que la chute libre d'une monnaie provoque de graves risques de contagion et crée un cercle vicieux (faillite des agents endettés, perte de confiance encore plus marquée dans le pays frappé par la crise).

Dans le cadre du mécanisme de défense souple mentionné précédemment, il semble souhaitable que la communauté internationale soit en mesure de fixer un plancher absolu sur lequel elle s'engage. Ce plancher serait fixé assez bas. Il serait défendu par des financements multilatéraux et bilatéraux traditionnels, et si nécessaire en dernier recours par des interven-

(43) 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.

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

tions des Banques centrales des pays industrialisés. L'introduction d'un tel plancher pour supprimer tout risque de panique nécessiterait deux types de conditions :

- Une politique macroéconomique dite de « stabilité ». Le FMI a une capacité d'expertise considérable sur ces sujets : politique budgétaire visant au maintien de la solvabilité du secteur public, contrôle de l'inflation et maintien des taux d'intérêt à un niveau compatible avec le taux de change plancher placé au centre de l'accord. Sur ces deux derniers points, la discussion serait particulièrement transparente dans le cadre d'un mécanisme de défense des parités « à la française » tel que décrit précédemment : le FMI et le pays se mettraient d'accord sur la nouvelle parité de référence — éventuellement inchangée par rapport à la précédente si la crise est purement spéculative — et sur la prime de risque à maintenir tant que le change évolue dans la zone située entre son plancher et cette parité de référence.
- Le respect dans la phase menant à la crise des différents « codes de bonne conduite » établis par le FMI, notamment en matière d'opérations de refinancement exceptionnel et de restructuration du secteur bancaire.

### *Surveillance régulière de la structure des entrées de capitaux*

Un financement de la balance des paiements qui repose sur de fortes entrées de capitaux courts fait peser le risque de crises de liquidité. Les prêteurs étrangers peuvent refuser de renouveler leurs lignes de crédit et dans ces conditions les emprunteurs, qu'ils soient des banques, des entreprises ou des administrations, sont conduits à céder des devises nationales sur le marché des changes pour se procurer les devises étrangères qu'ils ont l'obligation de rembourser. En principe, une telle crise de liquidité peut créer une crise de change, même si les « fondamentaux macroéconomiques » sont bons. Pour éviter ce risque, il est souhaitable d'intervenir très en amont en s'assurant de la solvabilité des emprunteurs (voir la troisième partie sur « instabilité du crédit et règles prudentielles »)<sup>(45)</sup>. Ceci étant dit, c'est un domaine où l'importance des risques justifie une approche pragmatique. La structure des entrées de capitaux doit être étroitement surveillée et les autorités doivent être en mesure de freiner les entrées de capitaux courts si ceux-ci semblent présenter le moindre risque d'instabilité. Le FMI devrait aider les différents pays à mener de façon efficace cette politique de maîtrise des entrées de capitaux courts en préparant un manuel explorant les avantages et inconvénients des diverses options (voir l'annexe 3 sur le contrôle des entrées de capitaux).

Le système qui vient d'être envisagé pour les pays souhaitant privilégier la stabilité du change pourrait être qualifié de système à « parités de

(45) Par ailleurs, un système de change qui refuse de sanctuariser la parité et reconnaît la nécessité d'ajustements réguliers devrait en principe être beaucoup moins favorable à l'accumulation d'endettement court en devises qu'un système très rigide dans lequel les autorités ont totalement investi leur crédibilité politique.

référence ajustables » (« flexible peg » plutôt que « managed float »)<sup>(46)</sup>. Quelles propositions faire en ce qui concerne les grands pays industrialisés qui veulent et peuvent (marché financier développé, crédibilité de la politique monétaire) conserver une totale indépendance de leur politique monétaire ?

Un premier élément clef est la transparence en matière d'inflation. Il est impossible aux investisseurs jouant un rôle de stabilisation (investisseurs longs, « fondamentalistes purs ») d'avoir une influence suffisante s'ils sont dans l'incertitude concernant les tendances de l'inflation future. Notons d'ailleurs que l'excès d'inflation n'est pas l'unique élément de nature à déstabiliser les anticipations inflationnistes et les marchés financiers : le Japon donne l'exemple d'un pays où se sont les tendances déflationnistes mal contrôlées par la Banque centrale qui ont fait perdre aux investisseurs sur le marché obligataire et celui des changes leurs points de repère. Cela fait probablement partie des facteurs à l'origine de l'instabilité du yen. La généralisation des cibles d'inflation dans les grands pays pourrait être un des éléments constitutifs de la nouvelle architecture du système financier international.

Par ailleurs, la surveillance du marché des changes par le G7 doit être poursuivie. L'expérience montre qu'elle a généralement été efficace pour éviter les mouvements excessifs. Le processus de surveillance pourrait cependant être un peu plus formalisé, et reposer sur un examen explicite de la cohérence entre niveau courant du change, écarts de taux d'intérêt réels à long terme et niveau d'équilibre de long terme des taux de change. Un tel exercice régulier aurait par ailleurs un rôle pédagogique très fort et pourrait contribuer à faire naître une véritable culture de la valorisation chez les intervenants sur le marché des changes.

En tout état de cause, le G7 pourrait être confronté à une situation particulièrement difficile à gérer après l'introduction de l'euro. Nous reviendrons sur toutes ces questions à la fin de ce rapport.

---

(46) Il peut être utile de dire un mot des mécanismes de zones cibles (« target zone »). Comme le système qui vient d'être décrit, un système de zones cibles s'appuie sur des parités de référence qui doivent être ajustées de façon régulière. La principale différence est que le change ne peut pas trop s'éloigner de sa parité de référence : le système fixe des niveaux — à la hausse et à la baisse — qui doivent être défendus. Il est difficile de voir l'intérêt de tels seuils relativement à la politique dite de « l'élastique » : ils créent les conditions de cercles vicieux tels que décrits précédemment (hausse trop forte des taux d'intérêt qui freine l'économie et atténue la volonté politique de lutter pour rester dans la zone cible). Par ailleurs, sauf à ce que la marge de fluctuation soit très large — et alors il s'agit presque de changes flexibles — il est illusoire de penser qu'elle libère véritablement des marges de manœuvre en matière de politique monétaire. Si les autorités monétaires veulent utiliser toute la marge de fluctuation, sans défendre la parité centrale, les intervenants de marché l'anticipent et le change tend à rejoindre le plafond ou le plancher de la zone cible en fonction de la conjoncture avant même que les autorités aient pu bouger les taux d'intérêt. « On a donc vraiment l'impression que l'introduction de marges de fluctuation ne s'est pas révélé être une organisation crédible » concluait Artus (1997, p. 73) à l'issue d'une synthèse de la littérature sur les zones cibles.

### 3. La notion de taux de change d'équilibre de long terme

Essayer de préciser le niveau du taux de change d'équilibre de long terme présente de l'intérêt pour les investisseurs comme pour les gouvernements. Pour les premiers, celui-ci devrait représenter l'ancre sur laquelle ils fondent leurs prévisions. Dans un marché efficient, le taux de change actuel devrait s'écarter de son niveau de long terme en fonction des écarts de taux d'intérêt et des primes de risque. En principe, on voit mal comment il serait possible de faire des prévisions économiques dites fondamentales sur le marché des changes sans une idée assez précise des niveaux soutenables à moyen terme. Pourtant, il ne s'agit pas d'un sujet sur lequel la réflexion des intervenants sur le marché des changes semble très active.

En ce qui concerne les gouvernements, l'évaluation du taux de change d'équilibre a en principe une importance fondamentale pour ceux des pays qui choisissent un système de change fixe. C'est d'autant plus vrai qu'ils ont une interprétation maximaliste de cette notion de change fixe et sont prêts à aller très (trop) loin dans la défense de la parité qu'ils ont choisie.

L'approche dominante pour estimer un taux de change d'équilibre de long terme est bien expliquée dans FMI (1998a)<sup>(1)</sup> et Wren-Lewis et Driver (1998). Le point de départ est la recherche du solde extérieur soutenable dans une perspective de moyen et long terme. Cette notion de soutenabilité peut avoir un double sens. Pour un pays non contraint au niveau de son financement extérieur, le solde soutenable est déterminé par le niveau d'épargne nette (épargne-investissement) que le pays génère quand il est sur un sentier de croissance équilibrée (investissement normal, chômage normal, épargne publique et privée normales). Cette épargne nette, investie à l'étranger ou empruntée de l'étranger si elle est négative, est nécessairement égale au solde des transactions courantes<sup>(2)</sup>. Pour un pays contraint par les financements externes, le solde soutenable des transactions courantes est fixé par la disponibilité des fonds (c'est alors à l'épargne publique, c'est-à-dire au déficit budgétaire, de s'adapter).

---

(1) Chapitre III, encadré 5.

(2) Cela résulte de la contrainte comptable qui veut que le haut de la balance des paiements, solde des transactions courantes, soit égale, au signe près, au solde du bas de la balance, c'est-à-dire le solde des mouvements de capitaux et donc épargne nette.

La deuxième étape consiste à rechercher le niveau de compétitivité qui permet au solde extérieur de se situer sur son niveau soutenable. La question peut également être posée en partant de l'économie réelle et en utilisant un vocabulaire de tonalité plus keynésienne : quel est le niveau de compétitivité qui permet à l'économie d'être au plein emploi de ses capacités de production quand la demande intérieure est à son niveau d'équilibre ? Si le taux de change est trop élevé, les exportations nettes seront trop faibles et l'économie sera en sous-emploi. C'est une façon différente de poser exactement la même question.

Pour y répondre, on utilise des équations de commerce extérieur — décrivant le lien entre échanges extérieurs, compétitivité et demande intérieure — pour trouver le niveau d'équilibre de la compétitivité, sous les hypothèses retenues en matière de demande intérieure et d'exportations nettes.

Ces estimations ont le défaut d'accorder une confiance un peu excessive aux équations de commerce extérieur estimées selon les méthodes traditionnelles. Celles-ci aboutissent toujours à une faible sensibilité des échanges à leur prix : par exemple, dans les travaux de Wren-Lewis et Driver (1998), une hausse du prix relatif des exportations américaines ou françaises de 10 % ne ferait perdre que respectivement 9,6 et 6,7 % en volumes exportés pour les deux pays. Il est difficile de croire de tels résultats qui sont pourtant assez traditionnels. Cela voudrait dire que les exportations en valeur (les volumes multipliés par les prix) augmentent dans les deux pays quand les exportateurs décident d'augmenter leurs prix, de perdre des parts de marché et donc de baisser leur production. Il suffirait donc d'augmenter ses prix pour faire exploser ses profits (hausse du chiffre d'affaire en valeur, baisse du volume et donc des coûts de production) ! Cela peut être vrai de façon transitoire, un an ou deux, mais la sensibilité des échanges aux prix est nécessairement beaucoup plus marquée que cela sur le moyen terme. La pénalisation de l'exportateur qui monte ses prix est certainement beaucoup plus forte que ce qui est supposé par la plupart des travaux de ce type. La faible sensibilité des échanges aux prix explique d'ailleurs le niveau anormalement bas trouvé dans les travaux précédents pour le change d'équilibre dollar/franc français (autour de 5 francs).

Au total, la fragilité de ces travaux impose de garder un œil sur des indicateurs plus robustes de compétitivité, comme les prix relatifs (parités de pouvoir d'achat estimées par l'OCDE), les coûts salariaux relatifs ou le niveau moyen de longue période du change réel (le passé ne ment pas sur ce qui est supportable ou non). De façon générale, la recherche économique appliquée sur ces questions de change d'équilibre et de déterminants des échanges internationaux mériterait d'être beaucoup plus active.

## Annexe 2

### Le contrôle des entrées de capitaux

Le contrôle des entrées de capitaux peut trouver trois types de justifications :

D'une part, certains pays souhaitent limiter la part du capital productif qui est sous contrôle étranger. Les limitations portent alors sur les investissements directs. Par exemple, la Corée du Sud, bien que très ouverte aux prêts bancaires étrangers, menait avant la crise récente une politique extrêmement restrictive dans le domaine des investissements directs étrangers. Cette volonté de conserver sur place le contrôle de la quasi-totalité des entreprises s'explique généralement par un mélange de considérations purement politiques — indépendance nationale — et de considérations plus économiques — éviter que le pays ne perde ses sièges sociaux pour ne devenir qu'un lieu de production à faible valeur ajoutée. Cette méfiance n'est pas toujours sans fondements : on peut s'interroger sur les bénéfices des investissements directs dans un pays émergent quand ils signifient le passage sous contrôle étranger d'une grande entreprise qui aurait eu les moyens de se développer par elle-même. Mais il ne faut pas sous-estimer tous les avantages qu'ils présentent du point de vue de la croissance économique dans les situations de loin les plus fréquentes où ils ne menacent ni l'indépendance nationale, ni le développement des entreprises locales les plus prometteuses. C'est particulièrement le cas dans le secteur bancaire où la présence de grandes institutions financières internationales contribue à améliorer les pratiques en matière de contrôle des risques et d'orientation des financements vers les investissements les plus rentables.

D'autre part, limiter les entrées de capitaux peut répondre au souci de freiner l'appréciation du taux de change dans les phases hautes de la conjoncture. Au début des années quatre-vingt dix, le Chili, comme d'autres pays d'Amérique latine, était ainsi confronté à de fortes entrées de capitaux dans un contexte de taux d'intérêt élevés. Laisser s'apprécier le change aurait dégradé la compétitivité du secteur exportateur, alors que celui-ci constitue probablement le principal facteur de développement dans une perspective de moyen-long terme. Les autorités chiliennes ont ainsi introduit en 1991 l'obligation de constituer des réserves non-rémunérées auprès de la banque centrale en contrepartie des prêts reçus de l'étranger. La non rémunération de ces dépôts s'apparente à une taxation des entrées de capitaux. De 1991 à 1997, cette obligation a été étendue à la quasi-totalité des entrées de capitaux, à l'exception des crédits commerciaux et des investissements directs<sup>(1)</sup>. Le montant de ces réserves non rémunérées en proportion des entrées a fortement varié : de 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 le Chili n'a pas souffert d'entrées excessives de capitaux mais plutôt de sorties comme la totalité des autres pays émergents. Au total, cette politique de taxation variable des entrées de capitaux, sur laquelle nous reviendrons, a principalement été motivée par des considérations de nature macroéconomique : redonner des marges de manœuvre à la politique monétaire pour stabiliser la conjoncture sans compromettre la politique de stabilisation du taux de change<sup>(2)</sup>.

Le contrôle des entrées de capitaux peut également avoir pour objectif de protéger l'économie considérée contre les risques systémiques liés à un retournement brutal du marché international des capitaux. Dans ce domaine, il faut distinguer les risques portant sur les investissements de portefeuille de ceux pesant sur les crédits bancaires internationaux. Les investissements de portefeuille dans les pays émergents sont très volatils et souvent assez peu stabilisateurs : les périodes de hausse tendent à faire boule de neige et à attirer une épargne nouvelle qui exagère cette hausse, notamment du fait d'un gonflement des souscriptions de fonds communs de placement spécialisés. Inversement, les périodes de baisse peuvent initier un cercle vicieux de liquidation. Ceci dit, en ce qui concerne les investissements de portefeuille, l'évolution des cours boursiers joue un rôle efficace d'amor-

(1) Voir FMI (1998b), Annex IV, « Chile's Experience with Capital Controls ».

(2) Pour éviter l'appréciation du change en période de taux d'intérêt élevés, il est également possible d'intervenir sur le marché des changes, c'est-à-dire d'accumuler des réserves en devises en contrepartie des entrées de capitaux. Il y aura « stérilisation » de ces interventions si les taux d'intérêt sur le marché monétaire restent inchangés, c'est-à-dire si la Banque centrale retire par d'autres canaux (open market, politique d'escompte...) les liquidités qu'elle a injectées sur le marché monétaire en se portant acheteuse de devises étrangères. Cette politique de constitution de réserves peut être coûteuse pour les finances publiques, dans la mesure où le taux d'intérêt servi sur les devises étrangères est inférieur au taux d'intérêt domestique.

tisseur en matière de sorties de capitaux : les ventes nettes par les non-résidents ne sont possibles que si les résidents trouvent les cours attractifs et se portent acheteurs. Les principaux perdants de ces cycles sont ainsi les investisseurs étrangers eux-mêmes qui ont tendance à acheter cher et à revendre bon marché. La situation est sensiblement différente en matière de crédits bancaires à court terme. Le pays débiteur n'a aucune protection contre la décision éventuelle des banques créancières de ne pas renouveler leurs lignes de crédit. La fermeture de l'accès au crédit peut intervenir en réponse à une dégradation de la solvabilité des débiteurs du pays considéré ou dans le cadre d'un mouvement de panique mal contrôlé : comme nous l'avons vu, quels que soient les « fondamentaux économiques », il est rationnel pour une banque de réduire son exposition si elle pense que les autres vont agir de même.

Pour éviter l'accumulation de dettes à court terme et ce risque de crise de liquidité, on peut envisager plusieurs méthodes :

- Très en amont, une politique de change assez souple qui ajuste les parités en cas de besoin constitue un frein à un fort endettement extérieur à court terme en devises. Le risque de change limite en effet les opérations d'arbitrage entre devises.

- Une taxation des entrées de capitaux à la chilienne a le mérite d'être particulièrement pénalisante pour les capitaux les plus courts. La taxe implicite est indépendante de la durée de placement : elle n'ampute ainsi que faiblement le rendement d'un placement long, mais elle apparaît dirimante pour un placement très court<sup>(3)</sup>. De fait, la part du court terme dans l'endettement extérieur du Chili paraît un peu plus faible que dans les autres pays. Elle a sensiblement baissé à partir de 1995 quand les exigences en matière de réserves non rémunérées ont été durcies (voir FMI (1998b), Annex 4).

- Une régulation exigeante de l'activité internationale des banques locales peut freiner l'accumulation de dette extérieure. Le Chili, par exemple, limite sévèrement les opérations des banques en ce qui concerne leurs prêts et emprunts libellés en devises étrangères. Pour certains observateurs, on trouve là la vraie raison de la résistance chilienne face à l'instabilité financière internationale (voir Edwards (1998)). De façon générale, l'interruption brutale des lignes de crédit a moins de chances d'intervenir si les banques étrangères jugent favorablement la solidité financière des banques locales.

- Enfin, la Banque centrale peut mettre en place de façon préventive des défenses permettant de faire face à une crise de liquidité. Il peut s'agir de réserves de change couvrant approximativement l'endettement à court terme du pays. Pour éviter de supporter le coût de financement de ces réserves de change permanentes, il est également possible de négocier des lignes de crédit mobilisables en cas de difficultés. C'est ce qu'a fait

(3) Rappelons cependant que les crédits commerciaux en sont exonérés.

l'Argentine auprès d'un groupe de grandes banques internationales. On pourrait d'ailleurs imaginer que l'endettement à court terme de résidents auprès de non-résidents ne soit autorisé, au-delà d'un certain montant, que s'il s'accompagne parallèlement d'une ligne de crédit à moyen terme accordé par la banque étrangère concernée au bénéfice de la Banque centrale. Celle-ci pourrait tirer sur ces lignes en cas de besoin. Un tel dispositif mériterait d'être expertisé. Il permettrait à la banque centrale de consolider l'endettement extérieur du pays en cas de besoin, en faisant participer de façon automatique les prêteurs étrangers actifs dans le pays.

Au total, il semble que deux instruments méritent de figurer dans la « boîte à outil » à la disposition des gouvernements dans les pays émergents. D'une part, un mécanisme à la chilienne peut permettre d'éviter une appréciation excessive du change dans les périodes de forte conjoncture. D'autre part, en cas de réserves de change insuffisantes, le risque de crises de liquidité mérite d'être géré grâce à la négociation préalable de lignes de crédit à moyen terme mobilisables en cas de besoin.

Tout ce qui précède ne doit cependant pas inciter à une dangereuse erreur de diagnostic sur les crises récentes. Le Mexique et la Thaïlande n'ont pas été victimes de pures crises de liquidité par manque de réserves de change. La crise est d'abord partie d'une perte progressive de confiance dans le maintien d'une parité fixe jugée difficile à défendre par les marchés. La véritable crise de liquidité, c'est-à-dire le retrait massif des prêteurs étrangers, n'est intervenue que dans un deuxième temps : quand les devises sont parties en chute libre et qu'il est apparu que les réserves de change avaient presque totalement disparu dans une défense aussi inefficace qu'acharnée de la parité initiale.

De façon générale, les deux exemples précédents rappellent utilement que les crises de financement ne sont pas nécessairement des crises de liquidité : les sorties de capitaux courts peuvent aussi avoir comme origine l'inquiétude des résidents quant à l'évolution du taux de change. En matière de financement de la balance des paiements, le côté de « la demande » — la volonté des résidents de s'endetter en devises étrangères — est au moins aussi important que celui de « l'offre » — la volonté des banques étrangères de prêter en devises. Quand les difficultés proviennent principalement d'un taux de change surévalué, la solution ne réside pas dans l'utilisation aveugle des réserves de change ou de lignes de crédit préalablement négociées, mais dans un ajustement contrôlé de la parité.

Au total, l'accumulation de réserves de change ou la mise en place éventuelle de nouvelles lignes de crédit, destinées à enrayer les crises de liquidité, ne doivent être encouragées que si elles s'accompagnent d'une évolution dans les politiques de change. Dans le cas contraire, elles seraient plutôt contre-productives car elles pourraient être détournées de leur objet et ne servir qu'à retarder les ajustements de change quand ceux-ci apparaissent nécessaires.

## Cinquième partie. Primes de risque et instabilité du marché des actions et des obligations

« Les marchés des changes se comportent plus comme les marchés d'actifs instables et irrationnels décrits par Keynes que comme les marchés efficients décrits par la théorie financière moderne » a constaté Krugman (1989). La situation semble plus favorable sur les autres marchés financiers, mais ceux-ci sont également parfois victimes de bulles où les « fondamentalistes » semblent perdre le contrôle au profit de méthodes de valorisation moins stabilisantes. Le comportement de la bourse américaine sur la période récente semble offrir un bon exemple.

Il est difficile d'expliquer ces phénomènes de perte de confiance cumulative des marchés en leur propre rationalité. Il semble cependant que le problème central soit la faiblesse de la plupart des analyses dites fondamentales en matière de « tarification du risque ».

### Les méthodes de valorisation employées

Alors que la quasi-totalité des intervenants sur les marchés seraient bien en peine de répondre à la question « quelle est la valeur fondamentale d'un taux de change ? », il existe une certaine convergence des approches en ce qui concerne la « valeur fondamentale » d'une action ou d'une obligation. Dans les deux cas la valeur d'équilibre résulte d'un arbitrage<sup>(47)</sup>.

En ce qui concerne les obligations, le modèle fondamental dominant suppose que l'équilibre du marché obligataire résulte de l'arbitrage entre placements monétaires et placements obligataires. Conformément à ce que l'on appelle « l'hypothèse d'anticipations », le principal déterminant des taux d'intérêt à long terme serait la chronique future des taux d'intérêt courts : le placement long serait en effet en concurrence avec un placement en produits monétaires renouvelé sur la durée de vie de l'obligation. Ainsi, la référence pour le taux long serait la moyenne anticipée dans le futur des taux d'intérêt courts. En complément, il faut tenir compte du fait que les risques sont différents : la plupart des économistes et la totalité des opérateurs de marché considèrent que l'obligation est plus risquée que le placement monétaire car son cours varie en fonction du niveau des taux longs. Il y a un risque en capital pour celui qui vend l'obligation avant son échéance. Ainsi, dans le cadre du modèle fondamental dominant, le bon taux long est égal à la moyenne future des taux courts, plus une prime de risque. Quand les taux courts sont attendus stables à moyen terme, la courbe des taux, décrivant le niveau des taux en fonction de la maturité de l'obligation, est alors légèrement ascendante (courbe jugée « normale » par la plupart des

(47) Nous ne nous intéressons ici qu'aux obligations sans risques de défaut. Le risque considéré ici est le seul risque de marché lié aux variations du niveau des taux d'intérêt. Les questions de risque de crédit ont été abordées dans la troisième partie.

économistes). Si les taux courts sont jugés anormalement bas et appelés à progresser sur le moyen et long terme, la courbe est supposée avoir une forte pente (les taux longs intègrent déjà la hausse future, plus la prime de risque). Si inversement une forte baisse des taux courts est attendue, la courbe peut s'inverser (quand les anticipations de baisse sont suffisamment marquées pour compenser la prime de risque).

En ce qui concerne les actions, leur valeur fondamentale dépend de l'arbitrage avec les obligations, jugées moins risquées car offrant un rendement moins volatil. Autrement dit, à l'équilibre, le rendement d'une action — la somme des profits futurs actualisés sur très longue période — doit être égal à celui d'une obligation plus une prime de risque.

Pour tout actif risqué, le niveau retenu pour la prime de risque a une très grande influence sur la valeur d'équilibre estimée par le « fondamentaliste pur ». Par exemple, si la prime de risque sur les actions est augmentée de 1 % (par exemple portée de 5 % par an à 6 %), toutes choses égales par ailleurs — profits, taux d'intérêt —, le cours d'équilibre doit chuter de plus de 10 %. Pour toute personne familière des marchés financiers, il est frappant de voir qu'en dépit de leur rôle stratégique, les primes de risque ne font généralement pas l'objet d'investigations très approfondies. Sur ce sujet, il y a d'ailleurs un décalage surprenant entre les travaux académiques, qui insistent sur la variabilité des primes de risque et la complexité de leurs déterminants, et les pratiques de marché<sup>(48)</sup>. Nous y reviendrons dans la partie suivante.

Le « fondamentaliste pur » actif sur les marchés, investisseur ou économiste chargé de le conseiller, a tendance à extrapoler le passé. Par exemple aux États-Unis, sur les cinquante dernières années, le rendement réel des actions (9,1 % en moyenne chaque année) a dépassé de 7,3 % celui des obligations d'État (1,8 % par an), qui lui-même dépassait de 1 % le rendement des titres monétaires (0,8 % sur les bons du Trésor à court terme)<sup>(49)</sup>. Le consensus des fondamentalistes ne semble pas beaucoup s'éloigner de ces références historiques. Dans la plupart des pays, les économistes de marché retiennent probablement en moyenne une prime de risque autour de 1 % pour les obligations (par rapport à un placement monétaire) et autour de 5 % pour les actions (relativement aux obligations).

---

(48) Voir Campbell (1998) pour un excellent passage en revue de la littérature académique récente sur le sujet.

(49) Cochrane (1997).

## Risque obligataire et inflation

On peut s'interroger sur la pertinence des hypothèses faites en matière de risque obligataire dans un contexte d'inflation faible, de Banques centrales exceptionnellement crédibles et, aux États-Unis, d'excédent des finances publiques. Un autre facteur structurel peut justifier une modification structurelle de la prime de risque qu'exigent les investisseurs : le vieillissement de la population dans les pays industrialisés. La préparation de la retraite devient un motif d'épargne essentiel. En l'absence de risques inflationnistes, un placement en obligations est un moyen particulièrement sûr de mettre de l'argent de côté pour sa retraite. Inversement, un placement monétaire (SICAV monétaire en France, money market funds aux États-Unis) est peu attrayant car son rendement à moyen et long terme est très incertain. Qui sait si, en moyenne sur les dix ou vingt prochaines années, les taux courts dans les pays industrialisés se situeront à 0,25 % (niveau japonais) dans un contexte déflationniste, à 3 ou 4 % niveau souvent considéré comme normal, ou à 10 % suite à des chocs inflationnistes insoupçonnés aujourd'hui ? La hiérarchie des risques n'est donc pas si évidente qu'il y paraît. De fait, dans la deuxième moitié du XIX<sup>ème</sup> siècle, dans un contexte financier manifestant certaines similitudes (peu de risques inflationnistes grâce à l'étalon or, importance des rentiers...), la courbe des taux d'intérêt était la plupart du temps inversée.

Il n'y a pas de raisons d'exclure que la « vraie » prime de risque sur les obligations soit à nouveau nulle ou même négative, c'est-à-dire qu'à rendement anticipé égal, l'investisseur moyen accepte de détenir des obligations de préférence à un placement monétaire (voir l'encadré 4 pour une analyse plus théorique de cette question). C'est en partie pour vérifier cette hypothèse que nous avons interrogé sur leurs anticipations de rendement 3 000 trésoriers d'entreprise, intermédiaires de marché ou gestionnaires de portefeuille dont près de 650 ont répondu au cours du mois de juillet (voir l'annexe à ce chapitre). En moyenne, les professionnels interrogés pendant l'été anticipaient une remontée des taux longs français de près de 10 points de base (de 4,79 % à 4,88 %) au cours du second semestre 1998. La perte en capital associée à une telle hausse des taux aurait atteint 0,7 % pour des obligations à 10 ans. Au total, cette enquête n'indiquait pas l'existence d'une prime de risque significative de la part des détenteurs d'obligations : compte tenu de la remontée attendue des taux, le rendement futur anticipé sur les titres obligataires « risqués » semblait se situer au voisinage des taux monétaires<sup>(50)</sup>.

(50) Il s'agit d'une présentation très schématique. En réalité, pour mesurer la prime de risque sur un actif, il faut avoir une connaissance un peu plus fine des anticipations des investisseurs. Il faut connaître non seulement leur prévision centrale, mais aussi la probabilité qu'ils donnent à des scénarios plus extrêmes. Ceci justifie les questions complémentaires posées dans le questionnaire (voir annexe).

#### **4. Prime de risque obligataire et nature des incertitudes économiques**

On peut reposer la question de la prime de risque sur les obligations dans le cadre de la théorie financière moderne. Celle-ci souligne que volatilité et risque sont deux concepts très différents : un actif peut avoir un prix très volatil sans être risqué, si ce prix évolue généralement en sens inverse du prix des autres actifs détenus par les ménages. Dans ce cas, la détention de cet actif offre une sorte de protection contre les fluctuations sur les autres marchés. Dans ce cadre, que dire des obligations ? Une baisse des taux d'intérêt à long terme, qui fait monter le cours des obligations, est-elle en général associée à de bonnes nouvelles ou de mauvaises nouvelles pour le ménage moyen, compte tenu de l'ensemble de ses risques (chômage, placements financiers) ? On peut soutenir que la réponse diffère radicalement selon la nature des chocs qui affectent l'économie. Quand les chocs sont des chocs de productivité et de croissance, la nature des corrélations est claire : la baisse des taux longs est associée aux périodes de ralentissement économique et de faible croissance des salaires et des profits, c'est-à-dire que la baisse des taux longs est plutôt associée à de mauvaises nouvelles (comme on le voit depuis un an). Si c'est le cas, il est normal que la prime de risque sur les taux longs soit négative : la détention d'obligations offre une assurance contre les mauvaises surprises économiques (les cours montent quand le chômage monte, les profits baissent...). En revanche, les économistes de marché semblent se placer par principe dans une situation où se sont les chocs inflationnistes, et non les chocs réels, qui dominent. Dans ce cas, la détention d'obligations est particulièrement risquée : la hausse des taux longs, c'est à dire les pertes en capital sur les portefeuilles obligataires, n'est plus associée à de bonnes nouvelles (croissance et productivité en hausse), mais à plutôt à de mauvaises surprises (hausse du prix du pétrole, pertes de crédibilité des autorités monétaires...). On voit que du point de vue des concepts de la finance moderne, la question du risque obligataire est une question particulièrement complexe, même si des considérations de ce type sont très rarement prises en compte sur les marchés.

À ce stade, il ne s'agit que de conjectures, mais il nous semble que la réduction structurelle du risque obligataire contribue, avec bien sûr la crise des pays émergents, à expliquer à la fois le faible niveau actuel des taux longs et la dynamique de marché. On voit se dessiner une certaine défiance pour l'analyse « fondamentale pure » qui n'avait généralement pas su anticiper la force de la demande pour les obligations et le recul des taux longs. Cela profite aux autres méthodes de valorisation<sup>(51)</sup>.

Notons d'ailleurs de façon générale que le succès de l'approche *contrarian* peut s'expliquer en partie par les erreurs de tarification du risque que souvent commises par les « fondamentalistes purs ». Rappelons que le *contrarian* vend les actifs bénéficiant d'un consensus favorable et achète ceux qui semblent délaissés. De façon non formalisée, le *contrarian* fait exactement ce qui a été fait cet été dans le cadre de la préparation de ce rapport : un sondage pour savoir si la moyenne des investisseurs anticipe un rendement élevé (actif à la mode) ou faible (actif délaissé). Derrière un aspect un peu paradoxal, cette méthode a une certaine rationalité économique : l'actif qui ne trouve son équilibre que grâce à l'anticipation de rendements élevés souffre par définition de fortes primes de risque (voir le cas du dollar contre le yen signalé dans l'annexe). Il n'est pas absurde pour le *contrarian* de le vendre en faisant le pari que cette forte prime de risque, quelle qu'en soit l'origine, aura échappé à la vigilance des autres investisseurs. L'expérience prouve que c'est souvent le cas.

On pourrait soutenir l'idée selon laquelle les *contrarians* ont mieux compris que la grande majorité des « fondamentalistes purs » à quel point il était important d'étudier la dynamique des primes de risque et les conditions fines d'équilibre entre l'offre et de la demande. Ceci dit, les *contrarians*, comme les « chartistes », sont cependant en un sens des « parasites » des marchés. Ils profitent des lacunes des méthodes de valorisation de la plupart des « fondamentalistes purs », mais une fois sapée la confiance des marchés en leur propre rationalité, ils n'ont pas de véritables méthodes alternatives de valorisation à proposer. Comme il a déjà été souligné, des marchés peuplés de *contrarians* deviennent très instables et totalement déconnectés des « fondamentaux économiques ».

---

(51) Il ne s'agit pas ici de faire des prévisions sur les tendances des marchés obligataires, car de nombreux autres facteurs que la « prime de risque » devraient être pris en compte. La dynamique des taux longs en Europe dépendra avant toute chose de la croissance et des anticipations portant sur la politique monétaire de la zone euro. Par ailleurs, sans entrer dans les détails, soulignons qu'il existe des risques structurels souvent méconnus sur le marché obligataire européen : les compagnies d'assurance-vie, principaux investisseurs en obligations, peuvent se trouver en situation difficile si les taux remontent très fortement compte tenu de la structure de leur passif. Dans des scénarios extrêmes, heureusement peu vraisemblables à horizon de quelques années, il est possible d'imaginer les contours d'un krach obligataire partant de compagnies d'assurance-vie en situation de stress financier. D'une certaine façon, le recul des taux longs américains sur des niveaux historiquement bas relativement aux taux courts semble reposer sur des fondamentaux financiers plus sains (importance des fonds de pension, excédent budgétaire).

## La surévaluation de la bourse américaine

S'il est un marché où l'influence de l'analyse économique fondamentale sur les décisions d'investissement a subi un net recul au cours des dernières années, c'est bien le marché des actions américaines. Les analystes se fondant sur les fondamentaux économiques ont été pessimistes sur l'évolution des cours depuis plusieurs années, à part une petite minorité se basant sur des modèles particuliers (voir encadré 5 en fin de partie). Progressivement, les investisseurs, qu'ils soient des professionnels ou des ménages, ont perdu confiance dans la pertinence des modèles fondamentaux de valorisation.

Il y a un accord assez large pour considérer que ce sont les achats de parts de mutual funds (l'équivalent des OPCVM français) par les ménages qui ont constitué le moteur de la hausse au cours des dernières années alors que les institutionnels, notamment les étrangers, étaient très prudents compte tenu des valorisations très élevées atteintes. L'attention des gestionnaires s'est ainsi progressivement concentrée sur le suivi régulier des investissements des ménages en « mutual funds » spécialisés sur les actions<sup>(52)</sup>.

Tant que les achats des ménages resteront soutenus, il est probable que les professionnels, échaudés par leur expérience des dernières années, ne prendront pas le risque de jouer la baisse du marché. En revanche, l'apparition de ventes nettes de la part des ménages pourrait provoquer assez facilement des retraits massifs de la part des gérants. Il est d'ailleurs frappant de voir la nervosité avec laquelle les professionnels attendent les statistiques de souscription après chaque correction du marché : la question fondamentale sur les marchés ne porte pas tant sur les niveaux de valorisation atteints que sur la réaction des ménages face à la baisse des cours. Au total, ce marché central de l'économie mondiale a un mode de fonctionnement déconnecté des fondamentaux économiques qui apparaît très inquiétant. En cas de retrait des ménages, un mouvement de panique peut très facilement se créer.

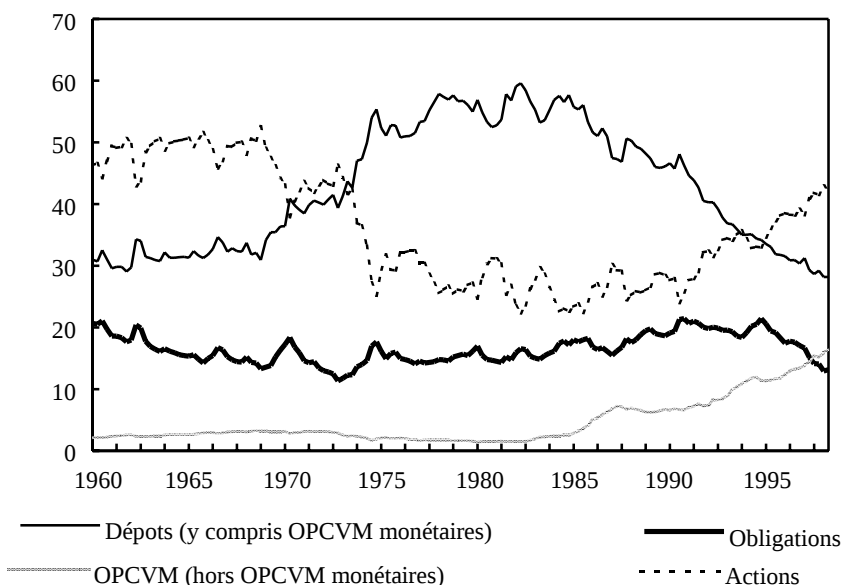
Une question clef, à laquelle personne n'a de réponse, porte sur les véritables attentes des ménages en ce qui concerne le rendement de leur placement en actions : 2 % — ce que semblent offrir, au maximum, les actions américaines dans une perspective de moyen terme compte tenu des

(52) On trouve ici un exemple d'un phénomène beaucoup plus général. Sur les marchés financiers, la structure de la demande connaît souvent des déformations progressives de nature plus ou moins structurelle : citons par exemple la montée de la demande pour les produits d'assurance-vie en France dans les années quatre-vingt-dix ou la tendance à l'internationalisation des portefeuilles des fonds de pension américains au cours de la même décennie. Ces déformations structurelles peuvent contribuer à l'apparition d'une tendance à la hausse ou à la baisse sur le prix des actifs concernés (taux d'intérêt à long terme, taux de change...). L'existence de ces tendances donne une certaine rationalité aux méthodes « chartistes » : celles-ci visent précisément à déduire la tendance sous-jacente à partir de la dynamique des prix observée sur un marché donné. Notons cependant que les meilleurs traders ne sont jamais de purs « chartistes » : ils essaient généralement de façon plus ou moins explicite de trouver l'origine économique profonde de la tendance qu'ils mettent en évidence et de juger de sa pérennité.

cours très élevés atteints aujourd'hui — ou 7 % — prime de rendement offerte depuis cinquante ans par les actions — ou 15 % — attente des ménages selon certaines enquêtes d'opinion ? On retrouve là la question des primes de risque. On peut avoir le sentiment qu'au début des années quatre-vingt-dix, dans un contexte où ils écoutaient encore les analyses de type fondamental, les ménages étaient prudents et investissaient sur la base d'anticipations de rendement très modérées. On peut d'ailleurs soutenir qu'il y avait à nouveau une erreur d'analyse des primes de risque de la part des « fondamentalistes », c'est-à-dire qu'ils surestimaient l'aversion pour le risque actions de la part des ménages et sous-estimaient la demande. En revanche, il semble aujourd'hui que, après quinze années de hausses fortes et régulières, les attentes des ménages en matière de rendement soient devenues excessives.

Ce sentiment est corroboré par l'analyse du portefeuille des ménages. Avec 59 % du stock d'épargne des ménages, le total actions plus mutual funds (hors monétaires) occupe une place sans précédent et dépasse le record du milieu des années soixante<sup>(53)</sup>. Obligations et produits monétaires se situent en revanche à un plus bas historique. Cette structure de portefeuille, qui ne s'est pas révélée soutenable dans les années soixante, traduit probablement les fortes attentes des ménages en matière de rendement, attentes qui semblent incompatibles avec le niveau déjà atteint par les cours boursiers.

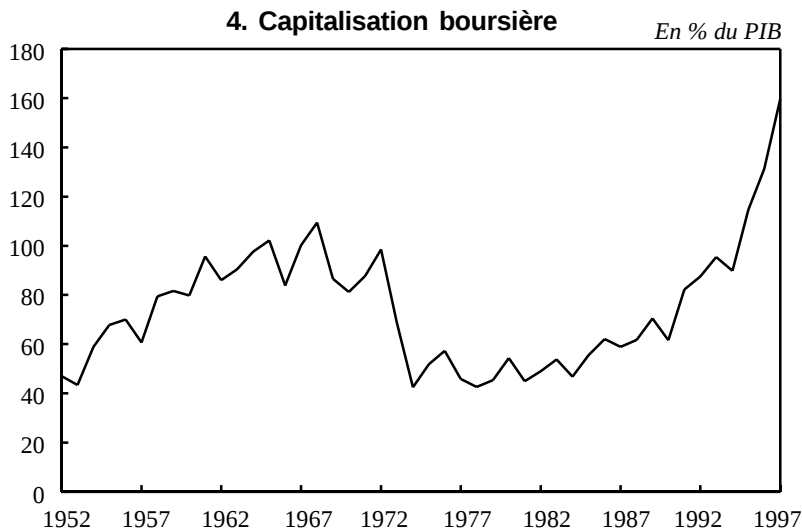
### 3. Part des différents produits d'épargne dans le portefeuille des ménages



Source : Fed.

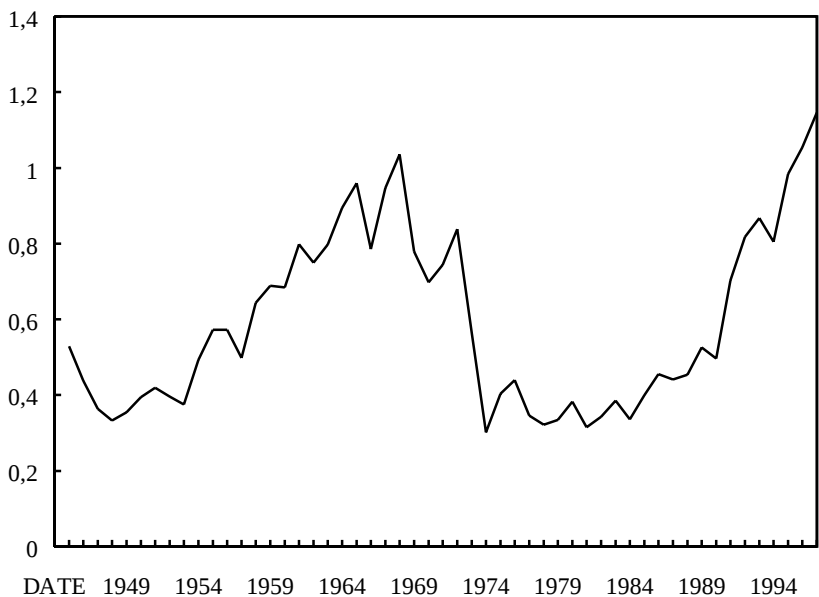
(53) Les « mutual funds » sont investis pour environ 70 % en actions.

Par ailleurs, tous les indicateurs portant sur la capitalisation boursière rapportée à d'autres grandeurs économiques sont inquiétants. En pourcentage du PIB, celle-ci n'a jamais été dans le passé aussi élevée (voir graphique 4). Le constat est le même rapporté à la valeur des actifs possédés par les entreprises, c'est à dire si l'on calcule le fameux « q de Tobin » (voir graphique 5).



Source : Fed.

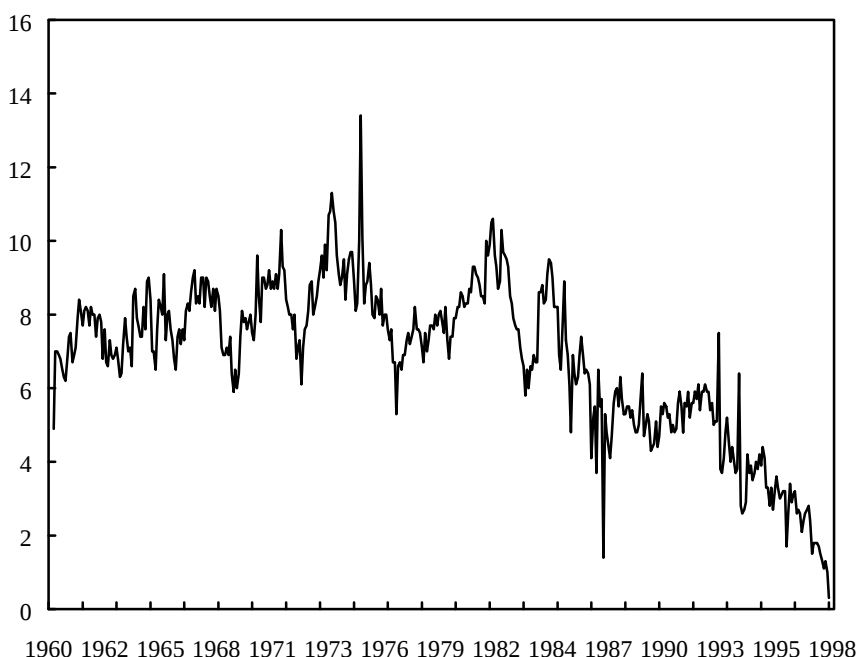
**5. Valeur de marché des entreprises rapportée à la valeur des actifs**



Source : Fed.

Au total, il est difficile de ne pas être inquiet en observant les dynamiques à l'œuvre dans l'économie américaine. Dans un contexte où les investisseurs se méfient des méthodes fondamentales de valorisation, le niveau bas des taux d'intérêt et l'extrapolation des bonnes performances boursières passées orientent de façon massive le patrimoine des ménages vers les placements en actions. En retour, la hausse de la bourse soutient la consommation (« effet richesse ») et la croissance économique. Pour de nombreux ménages américains, épargner n'est pas nécessaire puisque la progression des cours boursiers permet de faire croître sans efforts leur patrimoine. De fait, le taux d'épargne est tombé récemment à un niveau sans précédent historique (voir graphique 6)<sup>(54)</sup>.

### 6. Taux d'épargne des ménages américains



Quels sont les facteurs qui pourraient provoquer le retour de la bourse américaine sur des niveaux plus normaux de valorisation ? Beaucoup d'observateurs insistent sur la possibilité d'un cercle vicieux succédant au cercle vertueux des dernières années : le ralentissement de l'économie américaine, provoqué par la crise financière internationale, s'accompagnerait d'un

(54) Il faut cependant se méfier des comparaisons internationales portant sur les taux d'épargne. Aux États-Unis, les travaux de réparation du logement sont traités comme une consommation et non comme un investissement. Ce choix méthodologique minore significativement le taux d'épargne des ménages.

ralentissement des profits des entreprises, d'une plus grande méfiance des ménages vis-à-vis des actions, d'un reflux des cours de bourse, d'un ralentissement de la consommation qui aggraverait le ralentissement économique et le recul des profits... Il existe cependant un antidote à un tel cercle vicieux : tant que les performances en matière d'inflation sont bonnes, la banque centrale américaine peut continuer à baisser ses taux d'intérêt, ce qui soutient la demande des ménages pour les placements en actions<sup>(55)</sup>.

Quoi qu'il en soit, la dynamique actuelle de la croissance américaine semble reposer sur un socle particulièrement instable : ni la faiblesse de l'épargne, ni les valorisations atteintes en bourse ne semblent soutenables dans une perspective de moyen terme.

---

(55) De façon paradoxale, la crise financière internationale pourrait avoir contribué à retarder le moment de vérité sur le marché boursier américain. La faiblesse des bourses étrangères et le recul des taux d'intérêt ont maintenu l'attractivité de placements en actions américaines. Inversement, l'accélération à terme de la croissance dans le reste du monde (Japon, marchés émergents...) pourrait paradoxalement être un facteur très négatif pour la bourse américaine.

## 5. Les variantes des méthodes dites fondamentales

Dans le cas des actions, les « fondamentalistes purs » s'arrêtent rarement au modèle théorique — calcul actuariel de la valeur des profits futurs — compte tenu notamment de la difficulté à juger du niveau à retenir pour la prime de risque. En général, ils le complètent par des travaux statistiques cherchant à décrire l'évolution du prix des actions dans le passé. En clair, tous les « stratégestes actions » des grandes banques, c'est-à-dire ceux qui sont chargés de juger des valorisations offertes par les différents segments du marché (secteurs, pays), recherchent des régularités entre cours de bourse, profits, inflation, position dans le cycle économique, etc. Par exemple, les « gourous » de la banque américaine Goldman Sachs mettent en avant un modèle insistant sur le lien historique très fort entre PER (ratio cours sur bénéfices) et l'inflation : une inflation basse semble toujours être associée à des niveaux de valorisation très élevés. Sur cette base, ils se sont taillés une remarquable réputation sur les marchés en prévoyant correctement la tendance haussière des dernières années de la bourse américaine. Mais il est clair qu'il y a un glissement sémantique quand on parle de modèle fondamental pour des études statistiques simples de ce type. Elles ne répondent pas à la question « le marché est-il correctement valorisé ? », mais à la question « le marché est-il valorisé de façon conforme à son comportement usuel ? ». Compte tenu de la tendance passée du marché des actions à alterner bulles spéculatives et krach, un marché peut suivre son comportement usuel sans que cela soit réellement rassurant... Les modèles purement statistiques ont un rôle un peu pervers en ce qu'ils poussent à répéter les erreurs du passé, voire parfois à les accentuer. Il est vrai que les actions américaines étaient très chères au milieu des années soixante dans un contexte d'inflation modérée (PER à près de 20), mais il a ensuite fallu attendre 18 ans pour que le niveau du Dow-Jones dépasse son niveau de 1965. En termes réels, il a perdu plus des deux tiers de sa valeur entre le pic de 1965 et le creux de 1982 (l'évolution a cependant été un peu moins défavorable sur d'autres indices, comme le Standard & Poor's).

En ce qui concerne les obligations, des travaux statistiques similaires ont lieu dans les services d'études économiques des banques pour rechercher les relations historiques entre taux courts, taux longs, inflation, déficits publics, croissance... Mais ils sont beaucoup moins systématiques que pour les actions. Le comportement des « fondamentalistes purs » est ainsi assez conforme au modèle de base : le niveau justifié des taux longs est obtenu en ajoutant une prime de risque aux anticipations de taux courts à moyen terme. Mais, nous l'avons souligné, l'analyse de cette prime de risque paraît très souvent un peu naïve.

## Annexe 3

# Résultats d'une enquête expérimentale sur les anticipations des investisseurs

### Présentation de l'enquête

L'objet de cette enquête expérimentale était double :

- Essayer de mesurer les primes de risque exigées sur différents actifs financiers par les investisseurs et opérateurs français. La prime de risque est définie comme l'écart entre « l'espérance » de rendement attendu sur l'actif risqué considéré et les taux d'intérêt monétaires. Par exemple, si le rendement espéré d'un placement en actions sur un an est de 6 % — en moyenne, c'est-à-dire après prise en compte de tous les scénarios, les bons comme les mauvais — et que les taux d'intérêt à court terme sont à 3,5 %, la prime de risque exigée par les investisseurs est de 2,5 % (6-3,5 %). La valorisation des actifs sur les marchés doit en principe dépendre très fortement du niveau de ces primes de risque.

Une véritable mesure des primes de risque exige en principe une information assez fine sur la structure des anticipations. Il est nécessaire de connaître les différents scénarios que les investisseurs ont en tête. L'enquête menée au mois de juillet avait deux caractéristiques : elle portait sur un nombre exceptionnellement élevé d'opérateurs (au total, plus de 3 000 trésoriers d'entreprises, hommes de marché ou gestionnaires de portefeuille) et elle posait des questions beaucoup plus détaillées que les enquêtes usuelles en matière de structure des anticipations. La dernière partie de cette annexe donne le questionnaire tel qu'il a été envoyé. Dans chaque case nous avons fait figurer la réponse moyenne pour les questionnaires qui nous ont été retournés. Seules les réponses expédiées avant le 15 août, c'est-à-dire avant que n'éclate la crise russe, ont été exploitées.

- Identifier les obstacles de nature méthodologique à une mesure des primes de risque par enquête. On pouvait notamment craindre de faibles taux de réponse, compte tenu du détail des questions et de l'envoi des questionnaires en période estivale. De ce point de vue, le résultat a été très positif : 645 réponses ont été expédiées avant le 15 août. Tous les métiers sont représentés, ainsi que la quasi-totalité des institutions financières. La difficulté est venue du fait que beaucoup de répondants ont trouvé les questions un peu ambiguës. Cela a rendu beaucoup plus difficile que prévu le dépouillement (voir la dernière partie de cette annexe pour des précisions).

## Les résultats de l'enquête

Le tableau qui suit indique la prévision centrale des personnes ayant répondu à l'enquête.

Que peut-on tirer pour chacun des marchés des résultats de cette enquête ? L'analyse qui suit se limite aux conclusions les plus marquantes.

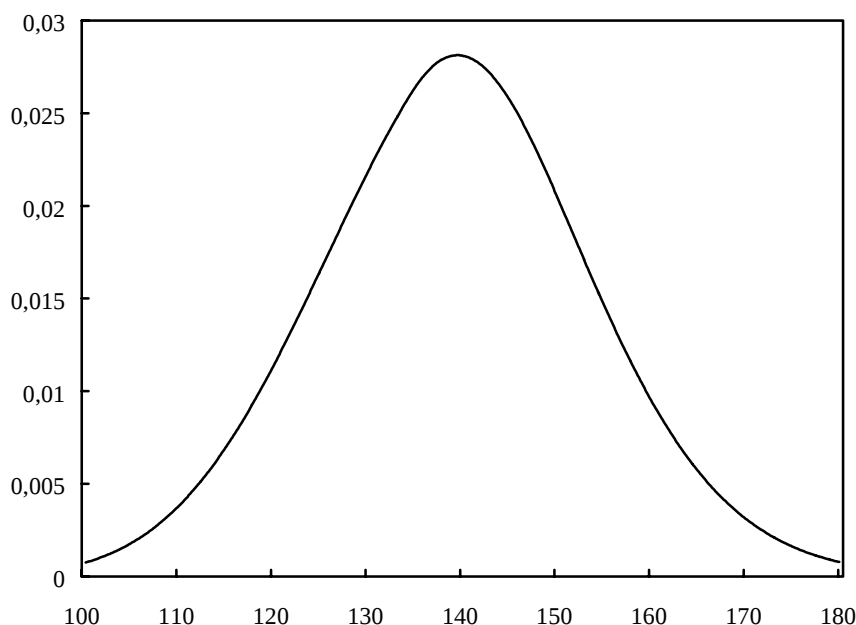
|                                 | Cours moyen<br>au moment<br>des réponses | Prévision<br>centrale pour<br>le 01/01/99 | Nombre<br>de<br>réponses |
|---------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------|
| Franç français contre le dollar | 6,04                                     | 5,94                                      | 577                      |
| Yen contre le dollar            | 140,5                                    | 140,9                                     | 478                      |
| Indice Dow-Jones                | 9 100,7                                  | 8 962,6                                   | 358                      |
| Indice CAC 40                   | 4 288,6                                  | 4 412,4                                   | 428                      |
| Taux à 3 mois                   | 3,56                                     | 3,79                                      | 546                      |
| Taux à 10 ans                   | 4,79                                     | 4,88                                      | 497                      |

- Les résultats de l'enquête semblent particulièrement intéressants en ce qui concerne le couple dollar/yen. Dans le scénario central, le dollar était attendu en très légère hausse (140,9 yens/dollars, voir tableau précédent). Le graphique suivant donne la distribution implicite des probabilités compatible avec les réponses<sup>(1)</sup>. Sur la base de cette distribution, « l'espérance » pour la parité dollar/yen au 1<sup>er</sup> janvier 1999 était de 139,6 contre 140,5 au moment de l'enquête, soit un peu moins que la parité retenue dans le scénario central (la distribution est légèrement asymétrique). Compte-tenu de l'écart de taux d'intérêt observé en juillet dernier entre les États-

(1) La distribution retenue a plusieurs caractéristiques. Le pic de vraisemblance correspond exactement au point jugé le plus vraisemblable par les intervenants, soit 140,9 yens/dollar. La probabilité d'être dans les zones moins de 120 yens, entre 120 et 135 yens, entre 135 et 150 yens et à plus de 150 yens sont exactement celles données par les intervenants ayant répondu à l'enquête. Enfin, suite à l'utilisation d'un programme d'optimisation, la loi de probabilité est très proche d'une loi Log-normale, ce qui est le mode habituel de description des distributions sur le marché des changes.

Unis et le Japon, 5,6 % contre 0,9 % pour les taux à six mois, l'acheteur moyen de dollars contre yens attendaient en moyenne un rendement de 3,5 % (en rythme annuel), l'écart de taux d'intérêt compensant largement la légère dépréciation attendue sur le dollar. En langage d'homme de marché, on peut en principe en inférer que les opérateurs étaient massivement « longs » sur le dollar contre le yen, c'est-à-dire vendeurs de yen pour des montants importants.

## 7. Distribution de probabilités dollar/yen déduite de l'enquête



Ce n'est pas une découverte : il est de notoriété publique qu'il s'agit d'une des positions préférées des fonds spéculatifs. C'est d'ailleurs en essayant de déboucler ces positions que ces fonds ont fortement affaibli le dollar contre le yen sur la période la plus récente. Mais une enquête de ce type apporte plus qu'une simple information qualitative : elle permet en principe de mesurer quantitativement le coût pour le dollar de l'endettement extérieur américain vis-à-vis du Japon. En effet, le fait que le marché ne semble trouver son équilibre que si le dollar rapporte 3,5 % de plus que le yen n'est pas une information secondaire. Indépendamment des questions de position dans le cycle économique, cette « prime de risque » élevée rend probable le maintien pendant longtemps d'un écart de taux d'intérêt important entre les États-Unis et le Japon. Nous n'irons pas au-delà dans l'analyse et nous n'essayerons pas de tirer toutes les conséquences d'une telle prime de risque en terme de valorisation d'équilibre du dollar par rapport au yen.

En tout état de cause, il faut souligner que l'enquête ne porte que sur les intervenants français alors qu'ils n'ont que peu de poids sur ce marché. Il serait intéressant de savoir si des enquêtes au Japon et aux États-Unis donneraient une estimation du même ordre de grandeur de la prime de risque sur la parité yen/dollar.

- En ce qui concerne la parité entre le dollar et les devises européennes, la situation semblait sensiblement différente. Le consensus était très légèrement baissier sur le dollar contre ces monnaies (baisse de 10 centimes en 6 mois selon le scénario central, probabilité d'un dollar sous les 6 francs à 56,8 % contre 43,2 % pour un dollar supérieur à 6 francs)<sup>(2)</sup>. D'après la distribution de probabilités estimée à partir des réponses, l'espérance tous scénarios confondus se trouvait très proche de la valeur jugée la plus probable (5,96 francs français/dollars contre 5,94 dans le scénario central). Au total, en moyenne, la baisse attendue du dollar dépassait très légèrement le portage offert par la devise américaine, c'est-à-dire l'écart de taux d'intérêt. Le marché semblait ainsi trouver son équilibre sans avoir besoin d'une prime de rendement sur les actifs en dollars par rapport aux actifs européens. Ce résultat est certainement lié à un endettement des États-Unis beaucoup plus faible vis-à-vis de l'Europe que vis-à-vis du Japon. Reste à savoir si cette position initiale apparemment assez équilibrée sera suffisante pour protéger le dollar d'un affaiblissement sensible, dans un contexte où la demande pour les devises, ou plutôt la devise européenne, pourrait beaucoup augmenter après l'introduction de l'euro.

- Nous passons rapidement sur les bourses qui posent des problèmes complexes d'interprétation. Les investisseurs français étaient pessimistes sur la bourse américaine (prime de risque négative, c'est-à-dire rendement anticipé beaucoup plus faible que sur un placement monétaire), mais ils constituent des intervenants tout à fait marginaux. En ce qui concerne Wall-Street, ce sont les anticipations des professionnels américains, et surtout celles des ménages, qu'il faudrait examiner à la loupe. Les investisseurs français semblaient significativement plus optimistes en ce qui concerne la bourse française. Ils redoutaient moins une correction sévère dans les mois qui viennent (voir tableau suivant). Les réponses étaient cependant très hétérogènes selon les investisseurs, ce qui peut être un facteur de volatilité, et la hausse attendue restait en moyenne modeste (+ 2,9 % en un peu moins de 6 mois pour le scénario central). En dépit des craintes de bulle spéculative, cette enquête ne semblait pas indiquer globalement une attente excessive en terme de rendement sur la bourse française.

|                                                          | Dow Jones | CAC 40 |
|----------------------------------------------------------|-----------|--------|
| Probabilité d'une <i>baisse</i> du marché dépassant 10 % | 25,0      | 17,7   |
| Probabilité d'une <i>hausse</i> du marché dépassant 10 % | 16,8      | 26,3   |

(2) Par ailleurs, on peut noter que les prévisions étaient extrêmement consensuelles et se concentraient entre 5,75 et 6,10 francs français.

- Les résultats sur les obligations semblent particulièrement intéressants. Le bas niveau des taux d'intérêt à 10 ans, à l'époque 4,79 %, s'accompagnait de prévisions assez prudentes. Dans le scénario central, les taux étaient supposés remonter d'un peu moins de 10 bp d'ici au 1<sup>er</sup> janvier 1999. Par ailleurs, la probabilité d'une accentuation de la baisse était jugée très faible (la crise russe, par les effets de contagion qu'elle a entraînés, a changé depuis le paysage) : la probabilité de taux longs inférieurs à 4,50 % était évaluée à seulement 13,4 % par l'investisseur « moyen ». Au total, la distribution que nous avons estimée donne tous scénarios confondus une hausse des taux longs un peu supérieure à celle du scénario central (4,94 % contre 4,88 %)<sup>(3)</sup>. Une telle remontée des taux longs se serait accompagnée d'un rendement très médiocre pour les porteurs d'obligations. La prime de risque semblait ainsi proche de 0, voire légèrement négative<sup>(4)</sup>.

---

(3) La distribution ne porte pas sur les taux, mais sur les prix des obligations et, comme pour le change, on cherche une distribution proche d'une loi Log-normale.

(4) Le taux forward pour l'achat d'obligations à dix ans à l'échéance janvier 1999 se situait à 4,91 % en moyenne en juillet, or par construction la prime de risque est négative quand le taux forward est plus bas que le taux anticipé.

## Résultats moyens du sondage

Nous donnons ici la moyenne des réponses expédiées avant le 15 août 1998.

Précisions sur certaines conventions : notons que les probabilités de scénarios « extrêmes » (dollar à moins de 5,50 francs, baisse des bourses de 10 %, etc.) sont données ici par rapport à l'ensemble des scénarios possibles. Certains répondants ont cependant interprété différemment la question (par exemple en termes de probabilité conditionnelle : « si le Dow-Jones baisse, quelle est la probabilité que cette baisse dépasse 10 % ? »). Dans la mesure du possible, quand cette interprétation était particulièrement apparente, nous avons fait les corrections nécessaires pour rendre les résultats homogènes. Par ailleurs, la somme des probabilités « scénario de baisse » plus « scénario de hausse » était parfois inférieure à 100. Certains répondants ont compris qu'ils devaient donner de façon implicite une probabilité à un scénario de stabilité du marché. Là également, nous avons fait les corrections nécessaires, de sorte que dans les tableaux qui suivent la somme des deux cases centrales fait toujours 100. La nécessité d'un contrôle individuel des 645 réponses dépouillées a rendu ce travail particulièrement austère. Le renouvellement d'une enquête de ce type exigerait de lever ces ambiguïtés.

### Questionnaire envoyé et réponses moyennes reçues

*Franç français contre dollar*

*Prévisions au 1<sup>er</sup> janvier 1999*

| Cours du \$ en FF<br>quand vous<br>remplissez le<br>questionnaire | Probabilité d'un<br>dollar à moins de<br>6 francs à l'horizon<br>du 01/01/1999 | Probabilité d'un<br>dollar à plus de<br>6 francs à l'horizon<br>du 01/01/1999 | Valeur la plus<br>probable du dollar<br>le 01/01/1999 |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 1 \$ = 6,04 francs                                                | 56,8 %                                                                         | 43,2 %                                                                        | 1 \$ = 5,94 FF                                        |
|                                                                   | Probabilité d'un<br>dollar à moins de<br>5,50 francs<br>(même horizon)         | Probabilité d'un<br>dollar à plus de<br>6,50 francs<br>(même horizon)         |                                                       |
|                                                                   | 12,7 %                                                                         | 10,0 %                                                                        |                                                       |

*Yen contre dollar*

*Prévisions au 1<sup>er</sup> janvier 1999*

| Cours du \$ en yen<br>quand vous<br>remplissez le<br>questionnaire | Probabilité d'un<br>dollar à moins de<br>135 yens à l'horizon<br>du 01/01/1999 | Probabilité d'un<br>dollar à plus de<br>135 yens à l'horizon<br>du 01/01/1999 | Valeur la plus<br>probable du dollar<br>le 01/01/1999 |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 1 \$ = 140,5 yens                                                  | 37,5 %                                                                         | 62,5 %                                                                        | 1 \$ = 140,9 yens                                     |
|                                                                    | Probabilité d'un<br>dollar à moins de<br>120 yens<br>(même horizon)            | Probabilité d'un<br>dollar à plus de<br>150 yens<br>(même horizon)            |                                                       |
|                                                                    | 9,2 %                                                                          | 23,3 %                                                                        |                                                       |

*Dow Jones**Prévisions au 1<sup>er</sup> janvier 1999*

| Indice quand vous remplissez le questionnaire | Probabilité d'une baisse du Dow-Jones à l'horizon du 01/01/1999 | Probabilité d'une hausse du Dow-Jones à l'horizon du 01/01/1999 | Valeur la plus probable du Dow-Jones le 01/01/1999 |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 9 100,7                                       | 51,4 %                                                          | 48,6 %                                                          | 8 962,6                                            |
|                                               | Probabilité d'une baisse supérieure à 10 % (même horizon )      | Probabilité d'une hausse supérieure à 10 % (même horizon)       |                                                    |
|                                               | 25,0 %                                                          | 16,8 %                                                          |                                                    |

*CAC 40**Prévisions au 1<sup>er</sup> janvier 1999*

| Indice quand vous remplissez le questionnaire | Probabilité d'une baisse du CAC 40 à l'horizon du 01/01/1999 | Probabilité d'une hausse du CAC 40 à l'horizon du 01/01/1999 | Valeur la plus probable du CAC 40 le 01/01/1999 |
|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 4 288,6                                       | 37,6 %                                                       | 62,4 %                                                       | 4 412,4                                         |
|                                               | Probabilité d'une baisse supérieure à 10 % (même horizon)    | Probabilité d'une hausse supérieure à 10 % (même horizon)    |                                                 |
|                                               | 17,7 %                                                       | 26,3 %                                                       |                                                 |

*Taux à 3 mois**Prévisions au 1<sup>er</sup> janvier 1999*

| PIBOR 3 mois quand vous remplissez le questionnaire | Probabilité de taux à 3 mois inférieurs à 4 % à l'horizon du 01/01/1999 | Probabilité de taux à 3 mois supérieurs à 4 % à l'horizon du 01/01/1999 | Valeur la plus probable du taux euro à 3 mois le 01/01/1999 |
|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 3,56                                                | 75,3 %                                                                  | 24,7 %                                                                  | 3,79                                                        |
|                                                     | Probabilité de taux à 3 mois inférieurs à 3,50 % (même horizon)         | Probabilité de taux à 3 mois supérieurs à 4,50 % (même horizon)         |                                                             |
|                                                     | 14,1 %                                                                  | 6,1 %                                                                   |                                                             |

*Taux à 10 ans**Prévisions au 1<sup>er</sup> janvier 1999*

| Taux OAT à 10 ans quand vous remplissez le questionnaire | Probabilité de taux à 10 ans inférieurs à 5 % à l'horizon du 01/01/1999 | Probabilité de taux à 10 ans supérieurs à 5 % à l'horizon du 01/01/1999 | Valeur la plus probable du taux sur l'OAT à 10 ans le 01/01/1999 |
|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 4,79                                                     | 64,0 %                                                                  | 36,0 %                                                                  | 4,88                                                             |
|                                                          | Probabilité de taux à 10 ans inférieurs à 4,50 % (même horizon)         | Probabilité de taux à 10 ans supérieurs à 5,50 % (même horizon)         |                                                                  |
|                                                          | 13,4 %                                                                  | 8,8 %                                                                   |                                                                  |

## Sixième partie. L'efficacité des marchés financiers

Nous avons examiné dans les trois chapitres précédents certains facteurs explicatifs de l'instabilité observée sur la plupart des marchés financiers (marché du crédit, des changes, des actions et des obligations). Sur cette base, il semble utile de s'interroger de façon plus stratégique sur l'efficacité avec laquelle la sphère financière remplit spontanément ses fonctions, et d'essayer d'en tirer certaines conséquences en matière d'action des autorités publiques. Cela nous conduira à revenir avec une approche un peu différente sur certains points déjà abordés.

Nous terminerons ce rapport par un examen des risques de dysfonctionnement du marché des changes après l'introduction de l'euro et par une réflexion sur les moyens de les prévenir.

### Trois fonctions essentielles des marchés financiers

On peut distinguer trois fonctions principales : une fonction de valorisation des actifs disponibles dans l'économie, une fonction d'allocation entre ménages des risques liés à la détention de ces actifs, enfin une fonction de contrôle des dirigeants (chefs d'entreprises et gouvernements). Derrière cette dernière fonction se cache la question de l'efficacité avec laquelle l'épargne disponible est investie.

#### *La fonction de valorisation des actifs*

Cette fonction est essentielle pour un bon fonctionnement de l'économie. D'une part, les taux d'intérêt à long terme et les taux de change ont un rôle stratégique en matière d'investissement et, pour les seconds, d'orientation des échanges internationaux. D'autre part, les ménages sont sensibles à la valeur de leurs portefeuilles. Une forte baisse des bourses a un coût psychologique important. Au-delà de cet aspect « bien-être », les effets de richesse jouent sur la consommation des ménages. Un krach boursier pèserait fortement sur la demande dans des pays comme les États-Unis où les ménages ont un portefeuille très tourné vers les actions.

Sans même parler des véritables crises financières et de l'instabilité exceptionnelle observée dans les pays émergents, il ne fait guère de doutes que la volatilité du prix des actifs financiers va de façon générale bien au-delà de ce que justifient les fondamentaux économiques<sup>(56)</sup>. On observe des périodes où les prix des actifs sont bas, ce qui assure aux investisseurs un

---

(56) Shiller (1981) a notamment initié un ensemble de travaux montrant que la volatilité sur longue période des profits des entreprises n'est pas telle qu'elle puisse expliquer à elle seule l'ampleur des cycles boursiers.

rendement futur élevé, et, inversement, des périodes où les cours sont très élevés, ce qui s'accompagne ensuite d'une correction qui pèse sur le rendement servi aux investisseurs<sup>(57)</sup>.

Les défenseurs du concept d'efficience des marchés imputent à la variabilité des primes de risque cette alternance de cours dépréciés et élevés, suivis de périodes assez longues où les rendements apparaissent respectivement forts et faibles. Dans ce cadre d'analyse, les cours des actifs seraient initialement très élevés quand, quelles qu'en soient les raisons, les investisseurs manifestent une aversion relativement faible au risque financier : le rendement offert par les actifs au cours des années suivantes serait certes faible, mais conforme aux modestes attentes initiales des acheteurs de ces titres. On ne pourrait donc pas parler d'irrationalité.

Cette tentative de rationalisation des cycles sur les marchés financiers ne semble cependant pas en parfaite adéquation avec la réalité. Dans les périodes de cours élevés, les investisseurs ne semblent pas être suffisamment conscients des risques pesant sur le rendement futur<sup>(58)</sup>. On peut même être tenté de parler « d'exubérance irrationnelle », pour reprendre l'expression d'Alan Greenspan, c'est-à-dire d'attentes très excessives de la part de nombreux intervenants. Inversement, on observe que cours anormalement faibles et pessimisme exagéré vont souvent de pair, c'est-à-dire que la majorité des investisseurs ne parviennent pas à repérer correctement les situations de sous-évaluation et les opportunités qu'elles offrent en termes de rendement.

Les coûts de la volatilité excessive des marchés financiers sont probablement considérables. Dans ce domaine, les crises de change sont peut-être la face cachée de l'iceberg. Un petit calcul microéconomique de coin de table semble notamment indiquer qu'une division par deux de la volatilité du marché américain des actions signifierait pour les ménages un gain

---

(57) De nombreux travaux ont montré que l'on pouvait repérer ces différentes situations à l'aide d'indicateurs statistiques très simples. Par exemple, le rendement futur d'un placement en actions — revenus et plus-values — a plus de chances d'être élevé quand le ratio dividendes/cours de bourse se situe initialement au-dessus de sa moyenne de longue période. De façon similaire, les obligations offrent généralement des rendements élevés relativement aux placements monétaires dans les périodes où la courbe des taux est particulièrement pentue. Voir Campbell (1997) : chapitre 7 pour la prévisibilité des rendements sur le marché des actions et chapitre 10 pour la prévisibilité des rendements sur le marché des obligations.

(58) Voir par exemple Froot (1989) en ce qui concerne le marché des obligations. Cet article analyse les anticipations des investisseurs telles qu'elles ressortent d'enquêtes menées de façon régulière.

en bien-être, par réduction de l'incertitude, de près de 200 milliards de dollars par an<sup>(59)</sup> !

### *La fonction d'allocation des risques*

Dans un optimum économique inaccessible, tous les risques (liés au capital physique dans les différents pays du monde, au capital humain, au prix des matières premières, aux catastrophes naturelles...) seraient parfaitement mutualisés, c'est-à-dire que chaque ménage en porterait une petite partie. En effet, si deux personnes ne sont pas soumises avec la même intensité au risque considéré, il y a en quelque sorte échec du marché : il serait possible d'améliorer la situation des deux personnes en répartissant mieux ce risque en échange d'une rémunération versée par la personne initialement la plus exposée à celle qui accepte d'accroître son exposition (rémunération qui n'est rien d'autre qu'une prime d'assurance).

Historiquement, des institutions privées différentes se sont créées afin d'aider à ces échanges de risques mutuellement profitables : les marchés financiers ont cherché à mieux diffuser les risques liés à la détention du capital, les compagnies d'assurance ont trouvé le moyen de mutualiser des risques aussi divers qu'un accident de la route pour un individu donné ou un tremblement de terre pour toute une collectivité. La tendance actuelle est cependant à la « financiarisation » de la plupart des risques : c'est-à-dire que beaucoup d'innovations financières visent à offrir sur le marché, contre rémunération, des risques qui soient n'étaient pas du tout mutualisés, soient restaient portés par un nombre limité d'institutions. On peut penser aux « catastrophe bonds », obligations dont le rendement baisse en cas de catastrophe naturelle (l'émetteur de l'obligation, exposé directement au ris-

(59) Imaginons que nous avons un actif risqué ayant une volatilité  $\sigma$  un rendement espéré  $R$  avec des investisseurs ayant une fonction d'utilité  $U(W)$  par rapport à une richesse  $W$ . Si la volatilité est divisée par un facteur  $f$  quelle est l'amélioration du bien-être des investisseurs ? Quelle hausse du rendement aurait le même effet favorable ?

Appelons  $\alpha$ , la part de l'actif risqué dans la richesse, nous savons que  $\alpha = \frac{(R-r) U'}{W U'' \sigma^2}$

où  $r$  est le taux sans risque. Une amélioration du rendement espéré de  $g$  se traduit par un gain d'utilité  $\alpha g W U'$ . Une réduction de la volatilité par un facteur  $f$  donne, toutes choses égales

par ailleurs, une hausse de « bien-être » de  $\frac{\alpha^2 \sigma^2}{2} U'' W^2 \left( 1 - \frac{1}{f^2} \right)$ .

La hausse de rendement  $g$  qui donne le même gain est :  $(R-r) \left( \frac{f^2 - 1}{2 f^2} \right)$ .

Application numérique : la prime de risque sur les actions aux États-Unis, soit  $(R-r)$ , est d'environ 7 % sur longue période, voir Cochrane (1997). Imaginons qu'il soit possible de diviser par deux la volatilité du marché des actions, alors le gain  $g$  atteint plus de 2,5 %. Tout se passerait comme si le rendement des actions avait progressé de plus de 2,5 %, soit l'équivalent d'un gain annuel de près de 200 milliards de dollars pour les ménages américains.

que de la catastrophe, trouvant là un moyen de se protéger). Plus exotique, on peut penser aux obligations indexées sur des droits d'auteurs<sup>(60)</sup>.

La bonne allocation des risques est ainsi une des fonctions essentielles de la finance moderne et les ingénieurs financiers sont toujours à la recherche d'une classe de risque qui pourrait être mieux mutualisée, avec profit pour le financier qui sert d'intermédiaire entre acheteurs et vendeurs de risque. Il est cependant clair que de très nombreux risques ne pourront jamais être efficacement mutualisés par les marchés financiers. Beaucoup d'entre eux posent en effet de redoutables problèmes d'observabilité et de manipulation éventuelle par ceux qui les portent initialement (on ne peut que renvoyer ici sur l'abondante littérature portant sur les questions d'asymétrie d'information, d'aléas de moralité ou de sélection adverse)<sup>(61)</sup>.

On est malgré tout frappé par l'importance des risques qui devraient être mieux mutualisés par la sphère financière et qui ne le sont pas.

Le premier exemple est celui, déjà mentionné, des matières premières. Dans ce domaine, la situation est particulièrement surprenante dans la mesure où les consommateurs sont exposés au risque de hausse des prix alors que les producteurs, généralement des pays pauvres peu à même de porter de tels risques, sont exposés au risque de baisse des prix. En principe, les pays producteurs devraient se couvrir sur les marchés à terme contre une baisse des prix (ventes de contrat), tandis que les pays consommateurs se couvriraient contre une hausse (achats de contrats). Tout le monde serait mieux protégé, et, bénéfice indirect, les pays producteurs seraient moins susceptibles de faire défaut sur leurs engagements extérieurs quand le prix des matières premières évolue de façon défavorable.

En fait, plusieurs obstacles ont jusqu'à présent rendu difficile des politiques de couverture à grande échelle. Il s'agit de considérations politiques — le gouvernement qui se couvre sera en mauvaise position si le prix monte et que le pays n'en bénéficie pas à cause de sa couverture — ou de questions techniques complexes — liées notamment au risque de crédit — qui rendent difficile l'accès des pays les plus pauvres aux grands marchés dérivés sur les matières premières, voir Chalmin (1998). On ne peut cependant s'empêcher de penser que les efforts faits jusqu'à présent pour tenter de lever ces obstacles ne sont pas à la hauteur des enjeux.

Le deuxième exemple, plus directement dans le sujet du rapport, est celui du risque de change entre les devises des pays industrialisés et celles des pays émergents. Le monde industrialisé n'a jamais plus qu'une exposi-

---

(60) Des obligations, dont la rémunération dépendait des droits d'auteur perçus par le chanteur Rod Stewart, ont ainsi été mises sur le marché. Le risque excessif supporté initialement par le chanteur est transféré, avec bénéfices pour tout le monde, sur un grand nombre de porteurs de l'obligation.

(61) Ces « imperfections de marché » fournissent souvent, sur le plan des concepts économiques, une justification aux mécanismes publics de protection sociale obligatoire.

tion extrêmement limitée face à ce type de risque de change : celui-ci est toujours largement concentré sur les ménages ou les entreprises des pays émergents qui s'endettent en devises étrangères. C'était très clair dans le cas du baht thaïlandais ou du won coréen.

Pourquoi les agents des pays industrialisés n'assument-ils pas une plus grande part du risque de change qui accompagne inévitablement un transfert d'épargne à destination des pays en développement ? Les raisons sont complexes, mais le faible développement des marchés financiers dans ces pays joue un rôle essentiel. On ne trouve pas les produits sûrs et liquides sur lesquels les gestionnaires occidentaux accepteraient de se porter. Le développement de véritables marchés obligataires dans les pays émergents les plus développés (Corée, Brésil, etc.) pourrait favoriser un financement beaucoup plus stable où le risque de change serait beaucoup mieux mutualisé qu'aujourd'hui. On peut dire la même chose des marchés d'actions : des marchés mieux surveillés, transparents où les actionnaires minoritaires sont protégés faciliteraient considérablement l'arrivée d'une épargne occidentale plus stable. En l'absence de tels marchés, si les investissements directs sont insuffisants, on en revient toujours à du financement à court terme en devises, avec tous les risques qu'il comporte.

Troisième et dernier exemple, celui de la répartition entre différentes générations du risque lié à la détention d'actions. Dans la plupart des pays, les générations âgées sont beaucoup plus exposées au risque de krach boursier que les jeunes générations. La différence est considérable dans un pays comme les États-Unis où les retraites dépendent de plus en plus d'un effort d'épargne individuel préalable dans le cadre de fonds de pension à cotisations définies. Cette mauvaise mutualisation des risques financiers est assez inefficace, ce qui milite pour des formes de capitalisation beaucoup plus collectives<sup>(62)</sup>.

### *Fonction de contrôle et efficacité dans l'allocation du capital*

Une des fonctions essentielles des marchés financiers consiste à diriger l'épargne disponible vers les investissements ayant la plus forte rentabilité économique. Le résultat dépend principalement de la qualité du contrôle exercé sur les dirigeants. Car s'il arrive que les marchés financiers financent directement un projet d'investissement spécifique, ce n'est pas le cas le plus fréquent. En général, ils mettent des fonds à la disposition d'une entreprise ou d'un gouvernement sans en contrôler directement l'utilisation. Il s'agit plus d'un vote de confiance dans la qualité des dirigeants et de leur gestion que d'une véritable sélection d'investissement.

Un bon contrôle des dirigeants d'entreprise et une bonne allocation du capital sont des conditions essentielles du développement économique. Dans

---

(62) Voir Davanne (1998), rapport au Conseil d'Analyse Économique.

ce domaine, les banques jouent un rôle important car elles déterminent le mode de distribution du crédit. La qualité du contrôle exercé sur les banques elles-mêmes — par leurs actionnaires et les régulateurs publics — représente ainsi un enjeu fondamental. Des banques mal surveillées qui prennent des risques excessifs sont dangereuses pour la croissance économique à un double titre. D'une part, elles conduisent à une allocation inefficace du capital, par exemple en encourageant un surinvestissement dans l'immobilier. D'autre part, si elles deviennent illiquides, voire insolvables, elles peuvent se trouver à l'origine d'un processus de crise financière, de nature à faire basculer l'économie en récession.

Au total, l'efficacité de la sphère financière en matière de contrôle des dirigeants et d'allocation du capital n'a rien de spontané. Elle exige un cadre institutionnel adéquat (obligations de transparence de la part des entreprises non-financières et des banques, respect des règles régissant un bon « gouvernement d'entreprise », procédures de faillite adaptées, bonnes supervisions bancaires et boursières...). Celui-ci semble à peu près satisfaisant, à des degrés divers, dans les pays industrialisés, mais toujours très insuffisant dans le reste du monde.

Par ailleurs, il est souvent affirmé que les marchés jouent un rôle utile en disciplinant les gouvernements. Une politique budgétaire insoutenable ou une tendance à l'accélération de l'inflation serait rapidement sanctionnées par une hausse des taux d'intérêt ou une baisse du change imposant un changement de politique. C'est en partie vrai, mais le mode de contrôle est loin d'être optimal. Comme le soulignait l'hebdomadaire *The Economist*<sup>(63)</sup>, les marchés financiers « imposent leur discipline de façon erratique : ils peuvent tarder à punir le coupable, puis s'ajuster brutalement, avec des conséquences douloureuses. Parfois, ils peuvent aussi envoyer des signaux pervers et encourager les gouvernements à poursuivre, voire accentuer des politiques laxistes ». De fait, l'afflux de capitaux dans les périodes favorables pousse à commettre des erreurs — excès de consommation comme au Mexique et excès d'investissement comme en Asie —, puis le retrait est brutal et la sanction sans préavis.

### **La gestion des crises : prêteurs en dernier ressort et crises de valorisation**

Au fil des secousses du siècle précédent, il est apparu clairement que le marché du crédit était fragile et soumis à des phénomènes de paniques collectives appelées crises de liquidité. La nécessité d'un « prêteur en dernier ressort », capable de rétablir si nécessaire la liquidité des agents solvables, fait maintenant l'objet d'un consensus.

Il est possible de s'interroger sur le champ d'action du « prêteur en dernier ressort ». Les marchés ne sont pas seulement soumis à des crises de

(63) « A Survey of the World Economy », 7 octobre 1995.

liquidité : ils affrontent régulièrement ce que l'on pourrait appeler des « crises de valorisation », c'est-à-dire des situations où un marché d'actif perd ses références et se trouve incapable de trouver un équilibre sans intervention extérieure. Ce sont des situations de volatilité extrême où les marchés perdent confiance, encore plus que de coutume, dans les modèles fondamentaux de valorisation. Nous avons vu pourquoi le marché des changes était particulièrement exposé à ce risque, mais les marchés d'actions ont également connu dans le passé des évolutions de ce type plus ou moins bien contrôlées (désastre de 1929, atterrissage contrôlé de 1987). Les modes actuels de valorisation sur la bourse américaine — peu tournés vers l'analyse fondamentale — font craindre des difficultés exceptionnelles à l'avenir.

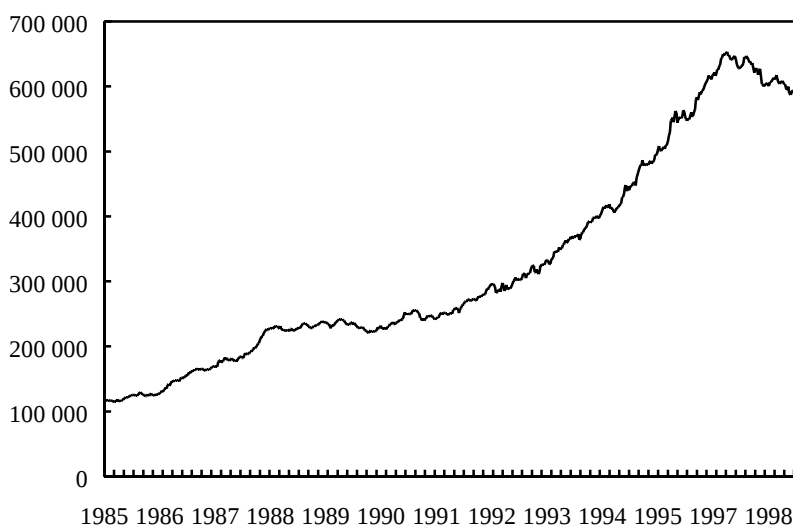
Il paraît étrange que les « crises de valorisation » ne soient que rarement traitées en tant que telles, c'est-à-dire par des interventions sur le marché en crise. En fait, la règle semble être souvent d'attendre que la « crise de valorisation » dégénère en crise de liquidité — ce qui finit toujours par arriver puisque des institutions financières sont nécessairement exposées aux marchés en crise — avant de faire intervenir le prêteur en dernier ressort. Celui-ci ne stabilise d'ailleurs pas le marché directement, mais seulement indirectement en permettant aux institutions menacées de garder leurs positions sur les actifs en crise.

Le seul véritable contre-exemple<sup>(64)</sup> est le marché des changes entre grandes devises : quand le dollar connaît une spirale à la baisse, le G7 finit toujours pas intervenir pour limiter la volatilité et stopper les processus de panique. De façon provocatrice, on peut souligner que c'est un des rares cas où l'on fasse preuve de pragmatisme : personne n'attend que des grandes banques ou le Trésor américain aient des difficultés pour intervenir. Les ébauches de crises de change sur le dollar ne conduisent jamais à un plan d'ajustement du FMI... Le financement des États-Unis par des crédettes officiels étrangers inquiets des risques de chute de la devise américaine a d'ailleurs pris un caractère structurel. La détention de réserves en dollars est passée de 125 milliards de dollars à la fin de 1985 à 574 milliards de dollars en août 1998, après un pic à 650 milliards de dollars en 1997<sup>(65)</sup> (voir graphique). La « crise de valorisation » est toujours traitée avant qu'elle ne se propage en crise de liquidité.

(64) On pourrait cependant aussi mentionner certaines actions directes sur le marché de la dette publique, par exemple de la part du Trésor français pendant la Guerre du Golfe.

(65) Ces chiffres ne concernent que les réserves en dollars détenues dans les comptes de la Banque centrale américaine. Par ailleurs, toute la progression n'est pas due à des interventions de stabilisation. Elle traduit aussi la volonté de certains pays d'accroître de façon structurelle leurs réserves de change.

## 8. Détention de réserves en dollars dans les comptes de la Fed



On ne peut qu'être frappé par la différence de traitement avec la Thaïlande et surtout la Corée du Sud pendant la crise. L'absence de gestion du change, faute de réserves coréennes et de volonté politique dans les pays du G7, a contribué de façon essentielle à l'effondrement financier du pays. D'une certaine façon, on peut soutenir que les appels à un « prêteur en dernier ressort » international plus efficace et mieux doté en ressources que le FMI passent à côté de l'essentiel : ce dont on a besoin, c'est plutôt de mécanismes de surveillance et d'intervention sur le marché des changes qui soient étendus au-delà des grandes devises du G7. Le marché des changes, de par ses spécificités déjà mentionnées, apparaît en effet comme le plus sensible aux crises de valorisation. Les propositions du rapport s'inscrivent dans cette perspective (voir la quatrième partie).

### Prévenir les crises de valorisation

Il y a aujourd'hui la nécessité d'un effort de réflexion approfondi sur les causes de l'instabilité des valorisations financières et de la fréquente déconnexion que l'on observe entre les évolutions de la sphère réelle et celles de la sphère financière. Le rôle des autorités publiques ne devrait pas s'arrêter au contrôle in extremis des situations de panique.

Quel que soit le marché considéré, les causes de la volatilité excessive restent assez mystérieuses. Pourtant, une constatation d'évidence s'impose : l'instabilité des modèles de valorisation employés par les investisseurs est nécessairement en cause, car les prix observés sur les marchés ne sont que le reflet des méthodes employées par les investisseurs pour évaluer les bons niveaux de valorisation.

Dans ce domaine, nous avons déjà insisté sur le décalage entre la finance réelle et la finance rêvée par les théoriciens des « marchés efficients ». Dans un monde idéal, les investisseurs adopteraient tous une méthode que nous avons qualifiée de « fondamentaliste pure ». Pour chaque actif, ils analyseraient en premier lieu les perspectives de rendement dans une perspective de moyen et long terme (analyse des « fondamentaux économiques »). Puis, pour déterminer la bonne valorisation, ils évalueraient la prime de risque requise compte tenu des caractéristiques de l'actif considéré (analyse des « fondamentaux financiers »). En principe, toute nouvelle information économique devrait avoir un impact sur les cours en fonction de la réponse à deux questions : en quoi change-t-elle les perspectives de rendement à moyen terme des différents actifs ? En quoi modifie-t-elle la hiérarchie des primes de risque entre actifs ?

Dans la réalité, les ménages sont souvent des investisseurs peu sophistiqués tendant à extrapoler les tendances du passé et les professionnels n'accordent qu'une confiance limitée, et variable dans le temps, à l'analyse purement fondamentale : ils préfèrent souvent les approches « chartistes », *contrarian* ou « fondamentalistes sceptiques ». Dans ce contexte, l'instabilité des marchés financiers ne devrait pas être une véritable surprise.

Comment expliquer cette fragilité de l'analyse fondamentale et la popularité d'autres méthodes d'investissement ? Un thème est revenu de façon récurrente tout au long de ce rapport : l'instabilité des primes de risque. Cette terminologie un peu compliquée décrit une réalité simple : pour un actif financier donné, l'exigence de rendement de la part des acheteurs semble varier au cours du temps. Cela peut venir de phénomènes liés à l'offre de titres — un important déficit extérieur accroît par exemple la dette extérieure et les exigences de rendement des créanciers étrangers —, être lié à des changements objectifs dans la nature des chocs supportés par l'économie — par exemple, l'affaiblissement des chocs inflationnistes renforce la demande pour les obligations —, ou renvoyer à des modifications plus subjectives dans les préférences des investisseurs — comme par exemple, une meilleure prise en compte des opportunités offertes sur le long terme par des placements en actions.

Nous avons vu que les défenseurs des marchés efficients s'appuyaient sur cette variabilité des primes de risque pour essayer de réconcilier rationalité des investisseurs et forte instabilité de la valeur des actifs financiers. À plusieurs reprises, ce rapport a esquissé une approche assez différente : par manque d'informations statistiques ou pour des raisons plus profondes, les « fondamentalistes » traiteraient souvent de façon trop superficielle la question des primes de risque, c'est-à-dire l'analyse des rendements exigés par les investisseurs. Ils passeraient ainsi parfois à côté de déformations structurelles en matière de structure des placements. Il s'en suivrait un processus de perte de confiance envers l'approche fondamentale et le recours à des techniques d'investissement plus déstabilisatrices.

Sachant que les prix sur les marchés financiers ne sont que le reflet des anticipations des investisseurs, il est un peu absurde de penser que des stratégies d'investissement déconnectées des fondamentaux économiques et financiers puissent produire des « prix efficaces »<sup>(66)</sup>. Un certain nombre de propositions découlent de cette analyse.

### *Développer les instruments conceptuels et statistiques permettant une meilleure « tarification du risque »*

Il paraît en premier lieu nécessaire d'encourager la recherche économique sur ces sujets et de trouver les moyens d'en diffuser les résultats au-delà du cercle des spécialistes. On peut par exemple imaginer que le FMI et les banques centrales organisent des conférences de haut niveau réunissant experts académiques et praticiens des marchés sur des sujets comme « valorisation du risque action et l'épargne retraite » et « l'inversion de la courbe des taux peut-elle être durable ? » pour essayer à la fois de faire progresser la réflexion économique, tout en popularisant les meilleures analyses.

En ce qui concerne, l'information de nature statistique sur les conditions fines de l'équilibre entre offre et demande, il conviendrait de mélanger deux approches :

- Une estimation directe des primes de risque par enquête. Des enquêtes bien conçues portant sur les anticipations des principaux intervenants sur les marchés apporteraient une information précieuse sur la tendance des primes de risque et l'émergence d'éventuels déséquilibres entre offre et demande.

- Un meilleur suivi des flux financiers pour certaines classes d'investisseurs. Dans certains cas, il est possible de bénéficier d'une information directe sur les stratégies d'investissement. Dans le cas des ménages, c'est notamment le cas des investissements en OPCVM. Dans ce domaine, il serait utile de réfléchir à une harmonisation des nomenclatures et des modalités de diffusion dans les pays européens afin de rendre l'information plus accessible.

Une question importante et sensible concerne le suivi des positions prises par les grandes banques internationales et les fonds spéculatifs (« hedge funds »). Il s'agit d'acteurs ayant un horizon de placement assez court et il est toujours assez inquiétant quand un marché est trop dépendant de leurs achats. Les cours risquent en effet de connaître un ajustement brutal si ces opérateurs changent d'opinion, ou sont contraints de réduire leur exposi-

---

(66) Dans ce domaine, il faut comprendre la différence fondamentale qui sépare les marchés financiers des marchés de biens et service. Sur ces derniers, de véritables offres et demandes s'expriment, et les prix reflètent par définition la rareté du bien considéré. Sur des marchés financiers dominés par des investisseurs ayant un horizon court, les prix ne révèlent rien d'autres que les anticipations, plus ou moins rationnelles, des intervenants.

tion compte tenu de pertes enregistrées par ailleurs<sup>(67)</sup>. On trouve d'ailleurs là une des raisons expliquant le sauvetage très controversé du fonds LTCM en septembre 1998. La liquidation rapide de ce fonds aurait provoqué un choc considérable sur les marchés sur lesquels il était investi pour des montants totalement déraisonnables.

Quels que soient les investisseurs, il serait utile de réfléchir à des règles imposant une obligation de déclaration pour des positions dépassant un seuil à définir en fonction de la taille du marché considéré. Par ailleurs, il faut savoir que toutes les grandes banques ont développé des systèmes internes de suivi des risques de marché. Il se pose la question de la mobilisation de cette information. Nous allons y revenir à propos de l'euro.

### *Améliorer l'analyse économique fondamentale disséminée sur les marchés financiers*

Au-delà de ces questions de primes de risque, la valeur fondamentale d'une classe d'actifs financiers (actions, obligations, etc.) dépend avant toute chose du rendement offert sur le moyen-long terme par ces actifs. Il est frappant de voir la faiblesse des études menées dans ce domaine par les institutions financières privées. À titre d'exemple, on peut mentionner la question de la tendance longue des profits des entreprises américaines. Cette question est sans aucun doute cruciale pour juger des valorisations atteintes sur les bourses outre-Atlantique, mais elle ne fait pas l'objet de recherches approfondies.

Le système financier international manque de capacités d'analyse stratégique des « fondamentaux économiques ». Celle-ci constitue assez largement ce que les économistes appellent un « bien public », dont la production spontanée par le secteur privé apparaît insuffisante<sup>(68)</sup>. Les organisations internationales pourraient prendre un certain nombre d'initiatives pour encourager un véritable travail d'analyse fondamentale.

- Le FMI et l'OCDE pourraient organiser de façon conjointe des conférences thématiques annuelles sur plusieurs sujets clefs. L'accent serait placé de façon exclusive sur les considérations de moyen-long terme. Les participants seraient d'origines diverses (administrations, universités, institutions financières privées) et des contributions seraient préparées — si nécessaire sur fonds publics — par des experts. Trois thèmes paraissent revêtir une importance particulière : soutenabilité des finances publiques dans les différents pays, partage de la valeur ajoutée et perspectives de moyen-long terme des profits, orientation à moyen-long terme de l'inflation, des politiques monétaires et des taux d'intérêt.

---

(67) On peut tenir un discours équivalent en restant dans la problématique des primes de risque. Ces investisseurs ne se portent acheteurs que dans la perspective de rendements élevés : la présence massive de ces opérateurs sur un actif peut-être interprétée comme le signe d'une prime de risque élevée.

(68) L'ensemble des travaux théoriques insistent sur la divergence entre rendement social et rendement privé en matière d'études économiques et financières, voir Grossman et Stiglitz (1980).

L'OCDE pourrait être chargée d'un rapport annuel sur les situations relatives en matière de compétitivité (ce qui a évidemment des implications sur les tendances du change à moyen-long terme). L'analyse traditionnelle se limite assez souvent à l'évolution d'indicateurs de compétitivité assez frustes (coûts salariaux unitaires, prix à la consommation). Cette approche par les indicateurs de compétitivité devrait être complétée par un suivi approfondi des performances à l'exportation, une analyse systématique des flux d'investissements directs, des enquêtes microéconomiques — éventuellement sous-traitées — sur le rapport coût/bénéfice des différents sites de production.

En ce qui concerne les pays européens, cette analyse serait faite en étroite liaison avec la Commission européenne. Notons que ce travail de surveillance fine des conditions de compétitivité est probablement une des conditions du succès de l'euro.

Au total, par une production économique et statistique accrue, la sphère publique peut espérer encourager le développement de meilleurs modèles de valorisation des actifs financiers. Ceux-ci doivent être fondés sur une analyse approfondie des caractéristiques des différents placements en matière de couple rendement/risque.

### *Obtenir des économistes privés une analyse plus approfondie des fondamentaux économiques et financiers*

Les autorités pourraient même décider d'être plus directives pour encourager une meilleure prise en compte du long terme par les investisseurs privés. Les services d'études économiques des grandes banques internationales pourraient avoir l'obligation de fournir leurs prévisions sur les fondamentaux économiques mentionnés précédemment. On peut penser aux taux de change d'équilibre de long terme, à la tendance longue (5 ans et 20 ans) du PIB, des profits et de l'inflation pour les pays dans lesquels ces institutions ont des activités significatives. Les questions équivalentes seraient également posées en ce qui concerne les « fondamentaux financiers » : tendance des primes de risque exigées par les investisseurs sur différents actifs. Les réponses seraient publiées.

Les marchés financiers sont caractérisés par des dynamiques cumulatives, celles-ci pouvant aussi bien jouer négativement (perte de confiance dans la rationalité du marché, volatilité des comportements) que positivement : si une classe importante d'intervenants fonde ses investissements sur une analyse détaillée des fondamentaux économiques et financiers, le reste des opérateurs devra également en tenir compte. Dans la logique keynésienne du « concours de beauté », des investisseurs recherchant les meilleures performances financières à court terme ont l'obligation d'utiliser le modèle de valorisation dominant, non celui qui leur paraît intellectuellement le plus séduisant. Ceci peut aussi bien produire des cercles vicieux (convergence des approches sur des méthodes déstabilisatrices comme

le chartisme) que des cercles vertueux (diffusion progressive d'une véritable culture de la valorisation). Cette question des modèles de valorisation utilisés, de leur cohérence et de leur robustesse, est ainsi très importante même si, de par sa grande technicité, elle ne se situe pas au centre des discussions internationales actuelles.

### **Vers un euro trop fort ?**

L'introduction de l'euro pourrait s'accompagner d'une volatilité accrue des parités entre les États-Unis et l'Europe. Deux arguments principaux sont généralement avancés pour justifier cette crainte<sup>(69)</sup> :

*De façon structurelle*, la Banque centrale européenne (BCE) pourrait être moins attentive au cours du dollar que ne le sont aujourd'hui les banques centrales de l'Union Européenne, y compris la Bundesbank. Dans le cadre du SME, la préoccupation face à la valeur du dollar ne se réduisait pas à l'unique question de la compétitivité relative Europe/États-Unis : un dollar faible créait des tensions au sein du SME et pénalisait ainsi plusieurs pays européens. Ce mécanisme disparaît avec la naissance de l'euro et beaucoup craignent l'apparition d'un « *benign neglect* » européen face aux évolutions du marché des changes.

Il n'est cependant pas évident qu'il faille en déduire mécaniquement une augmentation structurelle de la volatilité. Comme nous l'avons vu, au-delà des informations portant sur les « fondamentaux économiques », notamment les choix de politique monétaire, les taux de change se modifient aussi en réponse à de purs phénomènes de marché. Or, il est impossible de savoir comment cette volatilité intrinsèque va se modifier dans la durée avec l'arrivée de l'euro. Il est tout à fait possible que l'amélioration progressive de l'efficacité du marché des changes après l'introduction de l'euro soit de nature à réduire la volatilité des parités dans une perspective de moyen-long terme.

À *plus court terme*, les arguments jouant dans le sens d'une augmentation de la volatilité paraissent beaucoup plus convaincants. Avec l'introduction de l'euro, le marché des changes va connaître un choc de grande ampleur. Celle-ci s'accompagnera vraisemblablement dans l'ensemble du monde de réallocations importantes des portefeuilles financiers privés et publics. Quelle que puisse être la réalité des pesanteurs historiques, il n'y a aucune raison de penser que le dollar conservera à terme la domination qui est aujourd'hui la sienne en matière de réserves de change ou de poids dans les portefeuilles privés.

---

(69) Pour une analyse complète de ces questions, voir les différentes contributions à « EMU and the International Monetary System » publié par le FMI (1997b), notamment celle de Bergsten, celle de Bénassy-Quéré, Mojon et Pisani-Ferry, ainsi que celle de Cohen.

Pendant plusieurs années, les flux sur le marché des changes seront ainsi probablement très favorables à l'euro. En complément du mouvement inéluctable de diversification des portefeuilles, il faut également tenir compte de la situation initialement beaucoup plus favorable de la balance des paiements courants en Europe relativement aux États-Unis. Le marché des changes pourrait avoir de grandes difficultés pour s'ajuster de façon ordonnée à ces tendances lourdes en matière d'offre et de demande relative d'euros et de dollars.

Les investisseurs seront probablement de plus en plus exigeants en termes de rendement pour détenir les dollars offerts sur le marché des changes (en d'autres termes, la prime de risque sur le dollar augmentera très vraisemblablement de façon tendancielle). À écarts de taux d'intérêt inchangés, l'euro sera alors tiré à la hausse, probablement sur des niveaux assez pénalisants pour les exportateurs européens. Ce mouvement pourrait être assez marqué et chaotique<sup>(70)</sup>.

En principe, le PIB d'ensemble de la zone européenne, c'est-à-dire l'activité globale, pourrait être peu affecté par un euro « trop fort » si la BCE agit efficacement sur les taux d'intérêt pour contrer d'éventuelles tendances récessives liées à l'appréciation du change.

Il y a cependant un risque réel que la force de la demande pour l'euro pousse pendant plusieurs années à un « policy mix » assez déséquilibré en Europe. Un euro « trop fort », au sens de surévalué par rapport à sa valeur d'équilibre de long terme, pénaliserait les secteurs tournés vers la concurrence internationale, tandis que la croissance serait plutôt soutenue initialement par des taux d'intérêt relativement bas, notamment relativement aux États-Unis. Dans un contexte de contribution négative des échanges extérieurs, de bas taux d'intérêt permettraient de soutenir en contrepartie la demande intérieure (en particulier le secteur de l'immobilier). L'excédent extérieur européen aurait alors tendance à disparaître. À terme, une fois achevés les mouvements de réallocation de portefeuille, le mouvement devrait s'inverser : retour de l'euro vers des niveaux plus équilibrés et durcissement des conditions de taux d'intérêt. La hiérarchie des secteurs bénéficiaires et perdants s'inverserait alors. Au-delà d'une instabilité macroéconomique peut-être limitée, des réallocations sectorielles importantes de ce type imposent des coûts économiques et sociaux importants liés aux mouvements de restructuration dans les secteurs concernés.

(70) Bergsten (article déjà cité) fait explicitement référence à l'expérience américaine des années quatre-vingt quand il envisage l'avenir proche de l'euro. Suite à des assouplissements importants en matière de contrôle des mouvements de capitaux, la demande d'actifs en dollars de la part des investisseurs japonais et britanniques a fortement augmenté pendant quelques années et en conséquence le dollar a été poussé sur des niveaux tout à fait intenable. Cette forte hausse de la devise américaine était aussi encouragée par le niveau élevé des taux d'intérêt réels aux États-Unis. Le *policy mix* américain conjugait une politique budgétaire assez laxiste avec une politique monétaire plutôt restrictive (voir la quatrième partie). Le pic a été atteint en 1985, puis le dollar a ensuite fortement baissé sous l'effet d'un renforcement de la coopération internationale et surtout de la dégradation spectaculaire des échanges extérieurs américains.

Comment peut-on essayer de réduire les risques transitoires associés à ce processus d'internationalisation de l'euro ? L'essentiel sera de limiter autant que possible l'instabilité de la parité dollar/euro : plus ce taux de change sera instable, plus les investisseurs seront réticents à détenir l'excès probable de dollars offert sur le marché des changes et plus l'écart de taux d'intérêt devra être creusé entre les États-Unis et l'Europe. Deux orientations semblent pouvoir contribuer à une plus grande stabilité de la parité dollar/euro.

### *Transparence de la politique menée par la Banque centrale européenne*

Les perspectives en matière de prix et de taux d'intérêt constituent les principaux déterminants des taux de change. Une devise ne peut être stable que si les investisseurs ont une excellente visibilité sur ces questions. Ce n'est pas la tendance des banquiers centraux qui préfèrent souvent entretenir un certain mystère autour de leur processus de décision. Dans ce contexte, on peut regretter que la Banque centrale européenne n'ait pas souhaité se fixer une cible d'inflation, mais seulement un taux plafond (2 % de hausse des prix sera considéré, dans une perspective de moyen terme, comme le maximum compatible avec la notion de « stabilité des prix »).

### *Des interventions sur le marché des changes fondées sur une surveillance renforcée*

Des interventions sur le marché des changes, coordonnées dans le cadre du G7, seront probablement parfois nécessaires pour éviter l'apparition de dynamiques instables. Ces politiques d'intervention devraient être fondées sur un processus de surveillance beaucoup mieux formalisé. Pour fixer les niveaux souhaitables d'intervention, il est en principe souhaitable de tenir compte d'une part des questions de compétitivité — de combien le dollar s'éloigne-t-il de son niveau d'équilibre de long terme ? —, d'autre part, des écarts de taux d'intérêt réels à long terme — que l'on ne peut correctement estimer que si les objectifs d'inflation des Banques centrales sont transparents —, enfin des primes de risque entre devises. C'est seulement en tenant compte de l'ensemble de ces trois éléments qu'il est possible de déterminer le niveau de taux de change réaliste susceptible d'être défendu avec de bonnes chances de succès<sup>(71)</sup>.

En ce qui concerne les primes de risque, la question qui se pose est celle du suivi des portefeuilles financiers pour analyser les stratégies de diversification et identifier de façon précoce un éventuel manque d'euros et excès

---

(71) Rappelons l'arithmétique de la quatrième partie : si un pays a des taux d'intérêt réels à long terme inférieurs de 1 % au niveau étranger et que sa devise souffre également d'une prime de risque de 1 %, il n'est pas absurde d'observer une sous-évaluation du taux de change de 20 %. Les interventions sur le marché des changes n'auraient alors de sens que pour une baisse encore plus marquée.

de dollars. En complément d'autres méthodes déjà signalées, notamment de l'utilisation d'enquêtes régulières auprès des investisseurs, il serait utile de disposer de façon agrégée d'une analyse des positions prises par les salles de marchés des grandes banques internationales.

Nous avons déjà rappelé que celles-ci 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<sup>er</sup> janvier 1999. L'information portant sur la parité euro/dollar pourrait être collectée par les banques centrales à un rythme trimestriel, agrégée par la 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. On peut également imaginer que des investisseurs privés mieux informés auraient des comportements d'investissement plus stables. Ce mode de collecte de l'information pourrait être étendu à d'autres actifs financiers si l'expérience révélait un effet favorable sur le fonctionnement des marchés.

Au total, sur le moyen-long terme, la force probable de la demande pour l'euro sera un atout pour l'économie européenne. Elle permettra notamment d'obtenir des taux d'intérêt durablement bas, c'est-à-dire d'excellentes conditions de financement. L'enjeu des prochaines années sera la gestion du processus de transition. Il existe un risque réel de surajustement temporaire des variables financières : euro initialement trop fort et taux d'intérêt trop bas. Comme l'a montré l'exemple japonais, les coûts économiques de telles distorsions financières peuvent être très importants. Limiter ce risque nécessitera un suivi très fin des conditions prévalant sur le marché des changes et une excellente collaboration au sein du G7 et entre la BCE et les ministres des finances de la zone euro.

## Références bibliographiques

Artus P. (1997) : *Économie des Taux de Change*, Economica.

Bank of England (1998) : *The UK Foreign Exchange And Over-The-Counter Derivatives Markets in April 1998*.

Baxter M. (1994) : « Real Exchange Rates and Real Interest Differentials: Have We Missed the Business-Cycle relationship? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33.

Bénassy-Quéré A., B. Mojon et J. Pisani-Ferry (1997) : « The Euro and Exchange Rate Stability », in *FMI* (1997b).

- Bergsten F. (1997) : « Euro, Exchange Rates, and International Policy Cooperation », dans *FMI* (1997b).
- BRI (1996) : *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*.
- BRI (1997) : *Core Principles for Effective Banking Supervision*, préparé par le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire.
- BRI (1998a) : *68<sup>th</sup> Annual Report*.
- BRI (1998b) : *Sound Practices for Loan Accounting, Credit Risk Disclosure and Related Matters*, préparé par le Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire.
- Campbell J. (1997) : *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Campbell J. (1998) : « Asset Prices, Consumption and the Business Cycle », *NBER Working Paper*, n° 6485.
- Chalmin P. (1998) : *Commodity Price Risk Management in Developing Countries*, miméo.
- Cochrane J. (1997) : « Where is the Market Going? Uncertain Facts and Novel Theories », *NBER Working Paper*, n° 6207.
- Coe D. et S. Golub (1986) : « Exchange Rates and Real Long-term Differentials: Evidence for Eighteen OECD Countries », *Document de Travail de l'OCDE*.
- Cohen D. (1997) : « How Will the Euro Behave? », in *FMI* (1997b).
- Corsetti G., P. Pesenti et N. Roubini (1998) : *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, disponible sur [www.stern.nyu.edu/~roubini/AsiaHomepage.html](http://www.stern.nyu.edu/~roubini/AsiaHomepage.html).
- Davanne O. (1990) : « La dynamique des taux de change », *Économie et Statistique*, n° 236.
- Davanne O. (1996) : « Comment stabiliser les marchés financiers ? », *Commentaire*, n° 74, été.
- Davanne O. (1998) : « Éléments d'analyse sur le système de retraite français », in *Retraites et Épargne*, rapport n° 7 du Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française.
- Diamond D. et P. Dybvig (1983) : « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3.
- Diaz-Alejandro C. (1985) : « Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash », *Journal of Development Studies*, 18, n° 1.
- Dornbusch R. (1976) : « Expectations and Exchange Rate Dynamics », *Journal of Political Economy*, 84.

- Eichengreen B., A. Rose, et C. Wyplosz (1994) : « Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates : An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System », *NBER Working Paper*, n° 4898.
- Eichengreen B. (1996) : « The Tobin Tax: What Have We Learnt? » in *The Tobin Tax: Coping With Financial Volatility*, Oxford University Press
- Federal Reserve Bank of New York (1998) : *Foreign Exchange and Interest Derivatives Markets Survey Turnover in The United States*.
- Folkerts-Landau D. et C.J. Lindgren (1998) : « Toward a Framework For Financial Stability », *FMI*.
- FMI (1997a) : *World Economic Outlook*, octobre.
- FMI (1997b) : *EMU and the International Monetary System*, Masson, Krueger et Turtelboom (ed).
- FMI (1997c) : *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, septembre.
- FMI (1998a) : *World Economic Outlook*, mai.
- FMI (1998b) : *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, septembre.
- FMI (1998c) : *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Strengthening the Architecture of the International Monetary System*, 1<sup>er</sup> octobre.
- Friedman M. (1953) : The Case for Flexible Exchange Rate » in *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- Gertler M. (1988) : « Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview », *Journal of Money, Credit and Banking*, 20.
- Grossman D. et J. Stiglitz (1980) : « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, 70.
- G-10 (1996) : *The Resolution of Sovereign Liquidity Crisis*.
- G-22 (1998a) : *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, octobre.
- G-22 (1998b) : *Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems*, octobre.
- G-22 (1998c) : *Report of the Working Group on International Financial Crisis*, octobre.
- Isard P. (1995) : *Exchange Rate Economics*, Cambridge University Press.
- Kenen P. (1969) : « The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View » in *Monetary Problems of The International Economy*.
- Keynes J.M. (1936) : *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.

- Kenen P. (1996) : « The Feasability of Taxing Foreign-Exchange Transactions » in *The Tobin Tax: Coping With Financial Volatility*, Oxford University Press
- Kindleberger C. (1989) : *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crisis*, Basic Books.
- Krugman P. (1979) : « A Model of Balance-of-Payments Crisis », *Journal of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 311-325.
- Krugman P. (1989) : *Exchange Rate Instability*, MIT Press.
- 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.
- Modigliani F. et M.H. Miller (1958) : « The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, juin.
- Moody's (1998) : *White Paper, Moody's Rating Record in the East Asian Financial Crisis*, Global Credit Research.
- Mundell R. (1961) : « A Theory of Optimum Currency Area », *American Economic Review*, 51, pp. 657-65.
- OICV (1998) : *Objectifs et principes de régulation financière*.
- Radelet S. et J. Sachs (1998) : *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Economics.
- Sachs J. (1985) : « The Dollar and the Policy Mix: 1985 », *Brooking Papers on Economic Activity*, 1.
- Tobin J. (1978) : « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, 4.
- Wren-Lewis S. et R. Driver (1998) : *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Institute for International Economics.



## Commentaire

**Michel Aglietta**

*Professeur à l'Université de Paris X-Nanterre*

Ce rapport est important par sa profondeur de champ. Il va au-delà des explications macroéconomiques convenues de la crise financière actuelle. Il met l'accent sur les dynamiques microéconomiques qui interagissent avec des règles inadéquates. Il identifie les sources de la crise dans l'interaction de trois composantes :

- la conduite défectueuse de la libéralisation financière ;
- l'instabilité des marchés financiers ;
- l'adoption de régimes de change rigide.

Le risque de système se trouve dans cette interaction lorsque l'intensité des risques de marché (par exemple volatilité extrême de certains marchés sensibles) met des opérateurs financiers, déjà fragilisés par leur incapacité d'appréhender correctement les risques individuels de leurs contreparties, dans des situations qui n'ont pas de précédents dans leur expérience passée. La réaction de ces opérateurs pour se prémunir de la menace de faillite qu'ils perçoivent brusquement déclenche des ventes à sens unique qui aggravent l'incertitude sur les marchés et qui provoquent en retour des ventes d'actifs en cascade par des agents financiers non concernés par la perturbation initiale. L'incertitude qui en découle entraîne des mouvements de prix qui sont très improbables selon les distributions de probabilité extraites des données historiques, mettant en porte-à-faux les teneurs de marchés eux-mêmes. N'étant plus à même d'assurer la liquidité, ceux-ci se retirent et se reportent vers des actifs refuge, adoptant le même comportement que les agents non sophistiqués.

Une telle configuration de défaillance de marchés transforme le risque systémique latent en événement systémique, c'est-à-dire dans une crise financière que les mécanismes de marché ne peuvent pas endiguer par leurs propres ajustements spontanés. Les évolutions qui font mûrir le risque systémique sous-jacent dans une phase plus ou moins longue qui précède le déclenchement de la crise elle-même sont les suivantes :

- un optimiste auto-justifié par des différences de rendement extrêmes entre différents marchés qui entretient la sous-évaluation des risques de contreparties ;
- une explosion du crédit aiguillonnée par ces différences de rendement et une absence de contrôle prudentiel effectif, tolérant des effets de levier excessifs qui multiplient l'échelle de l'exposition au risque ;
- la corrélation des risques parce que les collatéraux du crédit sont les actifs même qui font l'objet des prises de position spéculatives et dont les prix, par conséquent, s'emballent.

Ces enchaînements dynamiques sont tirés de l'histoire des crises financières qui est aussi vieille que le capitalisme. Les crises cessent d'être locales pour devenir systémiques lorsque les marchés des pays qui sont les grands prêteurs internationaux sont eux-mêmes contaminés par le développement de l'incertitude. À cet égard le rapport omet de mentionner que le foyer de la crise actuelle est le Japon, le premier créancier dans le monde, et que les pays asiatiques à l'origine des désordres financiers de 1997 sont des pays à forte épargne, laquelle n'avait pas fléchi. L'origine de la crise n'est donc pas dans des déséquilibres macroéconomiques standards. Mais l'écart extrême de rendements entre le Japon, englué dans les créances insolvables de la crise précédente, et les pays asiatiques qui ont brusquement libéralisé leurs systèmes financiers sur les conseils du FMI, a nourri l'explosion du crédit qui a financé le surinvestissement des seconds.

Les considérations ci-dessus permettent d'affirmer que la prévision des crises financières est une quête du Graal qui est vaine. Quand bien même on se pénétrerait de l'inéluctabilité d'une crise, comme ce fut le cas avec la Russie pour tous ceux qui étaient tant soit peu familiers de ce pays, cette connaissance ne serait d'aucune utilité pratique. Car seule la prévision du moment où la crise éclate peut être opératoire. Or cette caractéristique est radicalement imprévisible. Il s'ensuit que l'appât des hauts rendements attire irrésistiblement les investisseurs financiers, chacun pensant pouvoir être capable de sortir à temps, ou avoir engrangé suffisamment de profits pour absorber les pertes éventuelles qu'il sous-estime dans l'ignorance des externalités déclenchées par la logique du risque systémique.

La leçon de ces expériences a été tirée à l'issue de la crise de 1929-1933, puis oubliée dans la grande vague de libéralisation financière des

vingt dernières années. Les réformes significatives pour réduire le risque systémique ne peuvent pas être organisées selon un principe de *prévision* mais selon un principe de *précaution*. Il n'y a pas de réforme optimale. Il n'y a que des dilemmes pour lesquels il faut tenter d'établir les moins mauvais compromis. Les thèmes du rapport permettent d'identifier deux dilemmes qui jouent un rôle majeur dans la constitution d'un système de sécurité financière pour la finance globalisée :

- endiguer le risque de système par des actions collectives qui pallient les défaillances de marché, mais contenir efficacement l'aléa moral des grands intermédiaires financiers internationaux ;
- concevoir des régimes de change dans les pays émergents pas trop rigides pour éviter l'accumulation des distorsions entre les systèmes de prix qui amplifient les risques de crédit, mais pas trop flexibles pour éviter une volatilité trop forte pour être gérée convenablement par ceux qui prennent le risque de change.

Le rapport traite en détail la question des régimes de change pour les pays émergents et se prononce avec sagesse pour des régimes intermédiaires avec annonce d'un taux de change de référence évolutif vis-à-vis d'un panier de monnaies et une action énergique des autorités monétaires locales pour exercer une force de rappel en cas de spéculation déséquilibrante.

Le rôle de la communauté internationale dans l'établissement de régimes de change plus robustes serait d'abord que le FMI en expose la doctrine et tire les leçons de la nocivité des ancrages nominaux qui ont été prônés au début de la décennie, dès lors que la nature des crises contemporaines n'est plus l'hyperinflation et la croissance débridée des dettes souveraines. Le rôle est aussi d'aider les pays à prévenir des attaques spéculatives contagieuses lorsqu'un marché des changes sensible dans une région devient illiquide. Le suivi macroéconomique du pays par le FMI est un élément de diagnostic sur la nature d'une crise de change, selon qu'elle est imputable à de graves distorsions macroéconomiques internes ou non. Ce diagnostic pourrait être utilement complété par l'examen d'indicateurs de marché provenant des options de change qui peuvent évaluer la détérioration des anticipations, notamment l'intensité de la crainte des événements extrêmes.

Lorsque l'attaque spéculative provoque l'illiquidité du marché en dépit d'une action énergique de la banque centrale locale pour susciter une force de rappel, une opération en dernier ressort de la communauté internationale est justifiée. À l'heure actuelle le prêteur en dernier ressort (PDR) international est *de facto* la Réserve Fédérale Américaine. Mais celle-ci n'intervient pas sur les marchés des changes des pays émergents. L'aurait-elle fait en octobre 1997 sur le won, l'effondrement de cette devise aurait été stoppé, les pertes bancaires grandement réduites et la résolution des créances insolvables facilitée. De leur côté les procédures existantes qui

accompagnent les financements du FMI sont incompatibles avec la promptitude et le caractère discrétionnaire des interventions en dernier ressort. Une facilité nouvelle, logée au FMI et mobilisée selon un dispositif d'urgence, serait une avancée significative pour endiguer les défaillances de marché provoquées par la mise en œuvre chaotique de la libéralisation financière.

La prévention de l'aléa moral est sans doute la question la plus épineuse posée par la crise financière. Elle concerne avant tout les grandes banques internationales. Il ne suffit pas, en effet, de dénoncer les carences prudentielles des systèmes financiers des pays émergents d'Asie. Ces pays ayant toujours eu une forte épargne, l'excès de crédit à court terme dans les pays a été alimenté par les importations de capitaux, dont la composante qui s'est avérée être la plus déséquilibrante a été l'augmentation fulgurante des prêts interbancaires en dollars jusqu'à l'éclatement de la crise. Les intermédiaires financiers locaux ont donc cumulé le risque de crédit vis-à-vis des emprunteurs locaux, les acquisitions de titres à l'étranger (ex-GKO russes et Brady Bonds brésiliens), les engagements en dollars. Ces risques ne s'ajoutent pas, mais se combinent et ont des effets multiplicateurs, lorsque le régime de change rigide cède. Le mauvais fonctionnement du système financier international est patent puisque le risque de change a été pris par les agents les moins capables de le gérer.

Or les grandes banques internationales sont les intermédiaires des marchés financiers globalisés. Ce sont les agents qui devraient être supervisés avec le plus d'attention, car ils peuvent eux-mêmes transmettre une discipline de marché à leurs débiteurs. Ces agents ont des systèmes de contrôle interne du risque très sophistiqués. Or leurs indicateurs d'alerte internes étaient au vert jusqu'au début de la crise. Leur réaction a été d'autant plus déséquilibrante qu'elle a été tardive. Il est donc certain que les banques internationales n'ont pas évalué les pertes potentielles dues à des événements extrêmes comme la rupture du régime de change quasi-fixe, ou n'ont pas tenu compte de ces pertes dans les limites de prêts qu'elles auraient dû établir. Ensuite l'activité des grandes banques, en tant qu'intermédiaires des marchés dérivés de gré à gré et en tant qu'elles financent avec des leviers très élevés des positions des fonds spéculatifs, les soumet à des risques de contreparties très difficiles à évaluer et extrêmement variables.

La surveillance des grands intermédiaires internationaux s'inscrit dans une démarche prudentielle qu'il faut poursuivre mais renforcer. Le principe en est bien défini. La complexité de l'évaluation des pertes potentielles est telle qu'elle ne peut être faite que par les établissements eux-mêmes. C'est le contrôle interne des risques de marché, de crédit et de leurs corrélations qui délègue la responsabilité de la supervision aux banques. Les superviseurs publics n'ont plus pour rôle de fixer des réglementations détaillées et d'exercer le contrôle du respect de ces normes. Ils doivent avoir

une conduite plus stratégique à l'égard des intermédiaires qui ont des instruments de contrôle sophistiqué. Il leur appartient d'exercer une surveillance sur la qualité des systèmes de contrôle, sur leur bonne utilisation à tous les niveaux de l'organisation, sur l'information que les banques tirent de leurs contreparties. Il leur revient d'exercer une action corrective précoce lorsque des couvertures de risque insuffisantes sont détectées.

Le renforcement de la surveillance, qui est le moyen le plus efficace de lutter contre l'aléa moral, implique les approfondissements suivants dans l'application du principe de supervision déléguée :

- coopération effective et continue du club des superviseurs nationaux sous les auspices de la BRI pour déterminer les positions consolidées des groupes multinationaux à structure conglomérale, pour imposer aux organismes de prendre en compte des événements extrêmes grâce à des tests de stress systématiquement effectués, pour parvenir à des notations internes synthétiques (non communiquées aux marchés) des institutions financières supervisées ;

- déclenchement effectif de l'action corrective précoce à l'égard des établissements dont les notations par les superviseurs se dégradent avec toute une panoplie graduée de mesures coercitives : provisionnement, désinvestissement forcé, interdictions de distribution de dividendes, mise sous tutelle, cession à de nouveaux actionnaires à des prix pénalisant les actionnaires en place ;

- durcissement des apports en capital contre les expositions au risque dans les zones à risque de crédit élevé ou des types d'actifs très volatils. La dimension internationale de la supervision bancaire doit se faire là où l'expertise se trouve, c'est-à-dire à la BRI et dans le comité de supervision bancaire du G10 qui devrait être élargi au fur et à mesure où les agents financiers des pays émergents se dotent de systèmes de contrôle interne les rendant capables d'adopter le principe de supervision déléguée. À l'heure actuelle, la supervision au sein de ces pays doit être celle plus fruste du monitoring de ratios déterminés par les organismes publics de tutelle.

Il serait souhaitable que soit créé au sein de la BRI, ou avec le statut d'une filiale de la BRI, un *observatoire du risque systémique* qui aurait pour mission d'analyser en détail les processus de contagion, de comprendre les défaillances de marché et les corrélations variables des risques, de détecter les marchés vulnérables à des crises de valorisation ou de liquidité. Cet organisme serait très utile pour assister les banques centrales dans les diagnostics les conduisant à décider d'interventions en dernier ressort.

Le prêteur en dernier ressort international est une question cruciale et un sujet de controverse dans le débat sur le dispositif de sécurité financière internationale. Dans la confusion que cette notion provoque, il n'est pas inutile de rappeler les enseignements d'une composante fort mal connue de la théorie monétaire.

Le PDR interagit avec des marchés qui sont temporairement soumis à des cascades de vente à sens unique les rendant incapables de se rééquilibrer. Il n'a rien à voir avec le financement de pays qui ont des problèmes de balances de paiements. L'action du PDR procède de la souveraineté monétaire. Elle est intrinsèquement discrétionnaire et ne peut donc pas être contractualisée. Elle cherche à préserver une ambiguïté constructive contre l'aléa moral. Le PDR vise à rétablir la confiance en amenant la liquidité qui a déserté un marché, grâce à des opérations coup de poing qui ne laissent pas de trace durable dans les bilans si elles ont été bien conçues. Le montant potentiel de ces apports doit être illimité, mais l'engagement effectif de la Banque centrale peut être nul. En effet, l'action en dernier ressort peut consister à coordonner l'intervention d'un groupe de banques en teneurs de marché ou prêteurs à des participants au marché, avec éventuellement des lignes de crédit de soutien.

À l'heure actuelle, dans une crise financière très étendue, l'unique prêteur en dernier ressort est la Réserve Fédérale. On peut s'étonner d'un tel manque de coopération internationale. Le remplacement de cette coopération défaillante par le FMI n'est certainement pas une bonne idée. Les critères opérationnels du PDR, rappelés ci-dessus sont en totale opposition aux statuts actuels du FMI : institution qui ne peut créer de la monnaie, qui n'agit que contractuellement après de lourdes négociations avec des gouvernements, dont les ressources sont limitées et dont l'élargissement dépend des lubies du Congrès américain. Si jamais le FMI devait être chargé de pallier une détérioration de la liquidité dans le marché des changes d'un pays émergent, la facilité ainsi créée devrait avoir un mode d'utilisation radicalement différent de toutes les facilités structurelles inventées depuis plus de vingt ans. Elle transformerait *de facto* le FMI en embryon de banque centrale mondiale.

Le processus politique qui pourrait aboutir à cette mutation du FMI n'est même pas engagé. Il pourrait être éventuellement un sous-produit d'une réforme négociée après la crise pour sauvegarder la globalisation financière. Pour améliorer la fonction du PDR international dans l'état actuel du FMI, la seule voie praticable est la coopération des principales Banques centrales du monde au sein du club de Bâle. Elle devrait être opérationnalisée par un réseau de lignes de crédit et de swaps entre elles dans les principales devises.

## Commentaire

**Patrick Artus**

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

Le rapport d'Olivier Davanne est extrêmement complet, documenté, et apporte un grand nombre de réflexions et de propositions. Je me limiterai à quatre domaines, centraux pour la réforme du système financier : le comportement des banques, surtout en ce qui concerne la prise de risque et l'attitude vis-à-vis des banques en cas de crise ; la mise en place d'un régime de change robuste et crédible ; « l'économie industrielle » des intervenants sur les marchés financiers ; la mise à la disposition de ces intervenants d'une information fiable et indépendante.

### **Comportement des banques : comprendre les raisons des prises de risque excessives et savoir réagir en cas de crise**

Il est tout à fait nécessaire, comme le propose Olivier Davanne, d'améliorer la connaissance des opérations des banques en ce qui concerne les positions hors bilan (swaps, options...), les activités de trading pour compte propre, les lignes de crédit vis-à-vis de fonds spéculatifs... On s'aperçoit que, si les opérations au bilan sont plutôt bien connues et le risque induit bien mesuré, il n'en est pas de même pour les opérations hors bilan. Cela dit, il ne faut pas négliger d'une part les difficultés techniques, d'autre part, quels que soient les systèmes de surveillance, la permanence d'une situation, en amont, qui incite les banques à une prise exagérée de risque.

### *La complexité des risques de marché*

La stratégie récente du Comité de Bâle a consisté à « sous-traiter » aux banques la surveillance des risques de marché. Les systèmes internes de

contrôle des risques devraient en principe être capables de mesurer le risque pris (par le calcul de « value at risk ») ; ceci ne s'est pas révélé être le cas, soit en raison de la mauvaise qualité de ces systèmes, soit en raison de la sous-estimation de l'ampleur du risque catastrophe. Cependant, les agences de supervision des banques éprouveraient de graves difficultés à mesurer elles-mêmes ces risques de marché. Il s'agit le plus souvent d'évaluer la valeur de marché, difficile à appréhender, d'actifs complexes, ce qui impose l'utilisation de modèles de valorisation sophistiqués ; de plus, les risques ne sont pas indépendants d'un marché ou d'un actif à l'autre, et la structure de corrélation de ces risques est difficile à connaître. Il est donc peu probable que les institutions de surveillance des banques puissent se substituer à celles-ci pour le contrôle des risques de marché.

### *L'incitation à prendre des risques*

Ceci est d'autant plus gênant que l'incitation, pour les banques, à prendre des risques excessifs n'a pas disparu. Elle résulte d'une part, dans beaucoup de pays, de la faible rentabilité des opérations traditionnelles des banques (vente de services financiers, distribution de crédit), due à la faiblesse de la demande ou à la réglementation ; d'autre part des exigences de rentabilité très élevée des actionnaires des banques qui poussent les dirigeants à la prise de risque. Tant que ces exigences restent inchangées, nous reviendrons plus loin sur ce point, il est peu probable que les banques se disciplinent d'elles-mêmes.

### *Il y a déjà des prêteurs en dernier ressort*

Un mot pour évoquer les remèdes en cas de crise bancaire ; on évoque souvent la nécessité d'un « prêteur en dernier ressort » international, or ce prêteur existe ; dans la crise récente, l'injection de liquidités par les différentes Banques centrales a été très forte ; il n'y a pas du tout crise de liquidité, et la mise en place d'un prêteur en dernier ressort supplémentaire (le FMI ?) ne semble pas se justifier. L'argument selon lequel les Banques centrales pourraient hésiter à jouer ce rôle, par exemple par crainte de l'inflation, ne paraît pas très valable à la lumière de leurs comportements passés.

Par contre, il reste un problème non résolu de sous-capitalisation des banques. Le rationnement du crédit, en Asie ou au Japon, ne provient pas de l'insuffisance de liquidité (de possibilités de refinancement des banques) mais de l'insuffisance des fonds propres. Un « recapitaliseur international en dernier ressort » serait une institution utile, spécialement vis-à-vis des systèmes bancaires des plus petits pays.

### **Mettre en place un système de changes robuste**

Olivier Davanne décrit avec beaucoup de justesse les erreurs commises, particulièrement en Asie, dans le choix des systèmes de change. En parti-

culier, l'ancrage sur le dollar, alors que le Japon est un partenaire commercial important, s'est révélé catastrophique lorsque le dollar a remonté par rapport au yen depuis 1995. Le rapport met aussi en évidence le rôle pervers des entrées de capitaux à court terme. La fixité des devises (won, baht...) vis-à-vis du dollar n'étant pas remise en cause, ces capitaux sont arrivés massivement, et ont conduit à une expansion continue du crédit, demandé essentiellement pour des emplois spéculatifs.

### *Quel taux de change de référence pour les « petits » pays ?*

La gestion initiale de la crise a été aussi très mauvaise, comme le souligne Olivier Davanne. Lorsque les capitaux se sont retirés, les Banques centrales ont défendu les parités en montant les taux d'intérêt et en perdant leurs réserves de change, ce qui a fait redoubler la spéculation.

On ne peut donc qu'approuver les propositions faites par le rapport : pour les « petits » pays, définir un objectif de change à partir d'un panier correspondant à la structure du commerce extérieur ; en cas d'attaque, ne pas tenter de défendre à tout prix cette parité, mais la laisser glisser initialement jusqu'au moment où une correction s'opère ; si l'attaque n'a aucune justification économique, pouvoir disposer d'une aide internationale (en théorie illimitée). Deux difficultés plus sévères semblent être le contrôle des flux de capitaux, et la définition d'un régime de change entre les grandes devises (euro, dollar, yen).

### *Décourager les entrées de capitaux*

Comme on l'a vu plus haut, le problème essentiel rencontré est l'entrée continue de capitaux à court terme dans les pays émergents. Au-delà de la réaction possible en période de crise, il faut donc réfléchir à la manière de décourager ces entrées. Comme O. Davanne, je pense que la taxe de Tobin n'est pas une proposition efficace, même si on peut avoir des idées sur l'utilisation des recettes qu'elle procure. D'une part, il faudrait qu'elle soit appliquée partout ; d'autre part, si elle peut protéger contre des mouvements de capitaux de très court terme, faisant des aller-retour sur quelques jours, il ne peut pas dissuader les entrées de capitaux à la recherche de rendements très élevés (30 % par an en baisse sur les marchés émergents) ; ces capitaux restent investis, jusqu'aux périodes de crise où ils se retirent brutalement. Il faudra probablement se résoudre à mettre en place des réglementations nationales dissuasives (dépôts non rémunérés comme au Chili, réserves obligatoires à taux très élevé...) dans les pays menacés par les capitaux spéculatifs.

### *Laisser flotter entre elles les grandes devises*

Il reste à réfléchir aux relations entre dollar, euro et yen. Certains ont proposé de mettre en place un système de « zones-cibles », limitant les fluctuations à l'intérieur de marges (comme dans le SME). Ce système ne nous paraît pas réaliste, pour deux raisons.

Tout d'abord, les cycles économiques sont décalés aux États-Unis, en Europe et au Japon depuis la moitié des années quatre-vingt. La désynchronisation des cycles impose que les politiques monétaires diffèrent fortement entre les trois zones, d'où de fortes variations nécessaires des taux de change entre les trois monnaies. Il ne serait pas raisonnable d'empêcher ces variations, qui sont stabilisantes : le pays en recul cyclique bénéficie à la fois d'une politique monétaire plus expansionniste et d'une dépréciation du change. Les zones-cibles devraient être corrigées du cycle, ce qui les rend impossible à définir.

Par ailleurs, il ne faut pas oublier que les taux de change moyens de marché peuvent être tout à fait différents de taux de change « raisonnables », correspondant par exemple à la parité de pouvoir d'achat ; il est alors impossible de définir les taux centraux dans le système de marges de fluctuation. C'est le cas s'il existe des causes structurelles de biais des taux de change, ce qui est clair avec le déficit courant des États-Unis. Le fait que le taux d'épargne des américains soit continuellement plus faible que celui des autres pays conduit à un déficit extérieur structurel des États-Unis, qui mène à un dollar sous-évalué en termes réels ; cette parité trop faible est impossible à pérenniser comme parité-pivot d'un système de changes.

## **L'économie industrielle des intervenants sur les marchés financiers**

Pour comprendre les causes fondamentales de la crise financière récente, il faut s'interroger sur les déterminants des actions des intervenants sur les marchés, comme nous l'avons fait plus haut dans le cas des banques. Sans cette compréhension, les actions de ces intervenants restent indéchiffrables, et les réglementations adaptées impossibles à définir.

Deux points vont nous intéresser : le lien insuffisant entre rendement espéré et risque ; l'effet déstabilisant des stratégies spéculatives et des positions sur les marchés dérivés.

### *Un lien anormal entre le rendement et le risque*

L'observation des rendements passés sur les marchés financiers montre l'uniformité des rendements moyens (25 ou 30 % par an jusqu'à la crise sur les grands marchés d'actions, sur le Nasdaq, ou sur les marchés émergents), alors que le risque pris est extrêmement différent : très élevé sur les émergents, assez élevé pour les petites entreprises en forte croissance, faible pour les grandes entreprises. Deux anomalies apparaissent donc : sur les marchés émergents, comme on vient de le voir, le rendement ne compense pas le risque ; sur les grands marchés d'actions (NYSE, Paris, Francfort...), le rendement exigé est trop élevé vis-à-vis du risque.

Ces deux anomalies résultent de la même cause fondamentale : les investisseurs (fonds de pension par exemple) subissent une contrainte de rentabilité élevée de la part de leurs actionnaires qui les poussent, d'une part, à

exiger des grandes entreprises des pays de l'OCDE des rendements qu'elles ne peuvent pas normalement fournir ; d'autre part, à prendre des risques inconsidérés sur les marchés émergents pour gagner un peu de rendement. Les conséquences de ce comportement ont été vues : des pertes considérables sur les pays émergents ; le recul des grandes places boursières lorsqu'il apparaît que les rentabilités des fonds propres exigées ne peuvent être obtenues que par des manipulations financières malsaines (excès d'endettement, rachat d'actions). Une question centrale est donc de savoir si la crise fera ou non revenir les exigences de rendement, liées à la concurrence entre gérants professionnels, à un niveau normal compte tenu du risque pris. Il est à craindre que les anomalies observées subsistent tant que l'épargne est gérée par des professionnels en situation de forte compétition.

### *Des stratégies déstabilisantes*

On croyait avoir compris, après la crise boursière de 1987, que les stratégies de limitation des pertes et l'utilisation des produits dérivés accroissaient considérablement la volatilité des marchés. Malheureusement, les mêmes causes ont produit, en 1998, les mêmes effets.

L'utilisation d'un important levier par des fonds spéculatifs pour financer leurs positions les conduit à vendre leurs actifs soit dès que les stratégies se révèlent légèrement perdantes, soit pour compenser les pertes subies sur un marché par les plus-values qui subsistent sur les autres. Il y a donc d'une part déstabilisation, puisque vente rapide dans la baisse des prix ; d'autre part contagion d'un marché à l'autre. La déstabilisation est aussi la conséquence de l'utilisation des marchés dérivés (par exemple au travers de l'exercice des options qui protègent le capital investi en cas des baisses de prix). On ne pourra sans doute pas évacuer la question de la limitation des taux d'endettement et du recours aux marchés dérivés.

### **L'information sur les marchés financiers**

Pour finir, disons quelques mots de la transparence de l'information sur les marchés financiers. Olivier Davanne propose de diffuser largement d'une part les modèles de valorisation les plus adaptés (l'exemple favorable étant le modèle de Black et Scholes pour valoriser les options), d'autre part les prévisions financières des grandes banques d'investissement.

Bien que ce souci de transparence soit honorable, il faut prendre garde aux tentatives de manipulation des marchés, ou du moins d'information peu fiable.

L'exemple le plus frappant est celui des agences de rating, qui diffusent une information disponible pour tous. Cependant, cette information s'est révélée être sans fiabilité. Les ratings de la plupart des pays d'Asie n'ont été abaissés que tout à fait tardivement, alors que les signes avant-coureurs de la crise étaient visibles très tôt (dès 1996 avec l'explo-

sion du déficit extérieur par exemple en Corée) ; les baisses de rating ont été ensuite extrêmement rapides et brutales, désorganisant encore plus les marchés en poussant les investisseurs à sortir. Qu'il s'agisse d'incompétence, de conservatisme, du souci de ne pas modifier un jugement antérieur, cette attitude des agences a été extrêmement néfaste, avant et pendant la crise. Il serait certainement très utile de disposer d'une agence d'évaluation des risques indépendante des intervenants sur les marchés, et disposant de moyens d'analyse importants.

## Commentaire

### **Christian de Boissieu**

*Professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne)*

Le rapport Davanne a le grand mérite d'aborder les différentes facettes de l'instabilité financière et de présenter, sur beaucoup de points, des recommandations fécondes et réalistes. Leur prise en considération par le gouvernement permettrait à la France de jouer, comme elle l'a fait souvent dans le passé, un rôle essentiel dans le débat sur la réforme du système monétaire et financier international.

À l'occasion de ce débat, quelques idées faussement bonnes ont été avancées. J'en cite deux : la mise en place d'une taxation des opérations de change, dans la ligne de la suggestion de James Tobin (1978) ; le retour à certaines formes de contrôle des changes.

La taxation des opérations de change est séduisante mais impraticable. Sur ce terrain, j'adhère totalement aux conclusions du rapport Davanne. D'abord elle nécessiterait une application généralisée. Or, il y aura toujours au moins un paradis fiscal pour susciter des détournements de capitaux. Elle impliquerait aussi de séparer le bon grain de l'ivraie, les opérations de change à encourager, parce que support du commerce international, et celles à décourager car relevant d'une spéculation jugée « excessive » (comment d'ailleurs définir le seuil acceptable ?). Une mission quasi-impossible. De plus, la monnaie électronique et Internet faciliteraient le contournement d'une taxe à la Tobin. Du point de vue des technologies bancaires et financières, le contexte a été bouleversé depuis 1978...

Quant au retour à certaines mesures de contrôle des changes, il faudrait bien peser l'enjeu avant de se lancer dans une telle aventure. Certes, cer-

tains pays ont déjà adopté des dispositions dans cette direction, les uns sans grande surprise pour les observateurs (Malaisie, Russie...), d'autres de façon plus inattendue (exemple de Hong Kong). A mon avis, la récente proposition française visant à étendre au plan mondial, par accord dans le cadre du G7 ou d'autres instances de concertation internationale, les clauses de sauvegarde incorporées dans nos traités européens (possibilité, dans certaines situations, d'introduire un contrôle des mouvements de capitaux à court terme pour une période n'excédant pas six mois) doit être accueillie avec prudence. Vu la longue tradition du contrôle des changes dans notre pays, la France est à la fois informée mais en même temps peu crédible en proposant d'étendre au plan mondial les clauses de sauvegarde figurant dans le traité de Maastricht. Des clauses qui soulèvent plusieurs catégories d'objections. En pratique, le temporaire risque de virer au permanent. On l'a bien vu dans le contexte du SME des années quatre-vingt avec l'expérience de l'Italie et de quelques autres pays membres. Les capitaux à court terme, au banc des accusés, ne peuvent pas toujours être isolés des autres mouvements de capitaux. On saisit bien la tentation qu'il y aurait à dérouler à l'envers le film de la libéralisation et de la globalisation financières. Mais les nouvelles technologies expliquent aussi la part d'irréversibilité dans ces évolutions.

De façon générale, il me paraît difficile de séparer nos recommandations macroéconomiques ou bien prudentielles adressées aux pays émergents, de ce que nous pratiquons nous-mêmes dans nos pays plus développés. Ceci vaut bien sûr pour la crise bancaire et le renforcement du dispositif prudentiel. Par exemple, le Japon, confronté chez lui aux défis bancaires et financiers systémiques que l'on sait, serait-il complètement fondé (et jusqu'où ?) à recommander à ses voisins asiatiques de respecter — enfin ! — les règles prudentielles de liquidité, de solvabilité et de division des risques, dont le non respect a pesé lourd dans la détresse bancaire en Corée du Sud et dans quelques autres pays émergents ? On pourrait multiplier les interrogations de ce type. Je prends juste un autre exemple essentiel tiré du rapport Davanne, celui relatif au choix du régime de change. Les crises asiatique et russe confirment la nécessité d'avoir un régime de change procurant la flexibilité nécessaire — pour éviter en particulier d'accumuler une surévaluation dont les investisseurs non résidents finissent toujours par prendre conscience — sans alimenter de façon excessive une volatilité financière déjà suffisante. Le fait que la discussion sur d'éventuelles zones-cibles (target zones), plus ou moins souples, demeure virtuelle dans le cadre du G7 a forcément un impact sur la crédibilité de nos recommandations, plus ou moins inspirées de ce système, aux pays émergents. Il faudrait attendre un peu pour voir dans quelle mesure l'arrivée en Allemagne du tandem Schröder-Lafontaine modifie la donne internationale en ce domaine. Il faudra aussi ne pas négliger le risque de phénomènes de « report de volatilité ». Ainsi une réduction artificielle, c'est-à-dire en l'occurrence non conforme aux données fondamentales, de la volatilité des changes est susceptible d'accroître, par le jeu de vases communicants, la

volatilité des marchés de capitaux. L'expérience de 1987 et le krach d'octobre cette année-là ouvrent le débat sur une possible liaison entre les accords du Louvre (février 1987) et le krach lui-même. Sans prétendre trancher ici ce débat, je rappelle juste que, même si tout le monde peut désirer moins de volatilité financière, la question centrale du point de vue de la politique économique reste à choisir l'endroit et le marché (marchés des changes ? marchés de taux d'intérêt ? etc.) où se porte la volatilité non éliminée par ailleurs.

Pour les raisons indiquées, la remise en cause de la libéralisation et de la globalisation financières paraît à la fois difficile, aussi pour des motifs technologiques, et non souhaitable. Car le retour, ouvert ou insidieux, à du protectionnisme financier ouvrirait la voie à certaines formes de protectionnisme commercial. La réponse aux défis nés de la crise financière internationale se trouve, non pas dans les références nostalgiques au soi-disant confort du contrôle des changes et des protections administratives, mais dans le renforcement du dispositif prudentiel appliqué aux institutions financières et aux marchés financiers.

On pourrait, dans une optique étroite, ne se préoccuper que de dispositif prudentiel au sens strict et séparer de celui-ci la question de l'assurance des dépôts ou celle du « prêteur en dernier ressort » (PDR). En pratique, les différents moments d'une crise bancaire ou financière — l'étape préventive et la phase curative — sont tellement imbriqués qu'il ne faut pas pousser trop loin la séparation. Ainsi, outre le resserrement du dispositif prudentiel, il faut mettre en place ou, s'il existe déjà, consolider dans les pays émergents le système de garantie des dépôts. Deux principes majeurs doivent sous-tendre une telle démarche, qui d'ailleurs ne sont pas toujours respectés même par certains pays du G7 :

- Il est préférable d'instaurer une garantie des dépôts reposant sur des primes payées *ex ante* par l'ensemble des établissements de crédit et perçues par un organisme d'assurance créé à cet effet.
- Pour limiter le phénomène d'aléa moral, ces primes doivent dépendre du montant des dépôts collectés mais aussi du risque global de chaque établissement. Et ce risque, dans les pays émergents comme dans les pays les plus développés, doit tenir compte à la fois des risques de signature et des risques de marché encourus par l'établissement.

Quant à l'intervention des banques centrales des pays émergents intervenant comme prêteur en dernier ressort (PDR), les défis rencontrés sont les mêmes qu'ailleurs : nécessité mais aussi difficulté de séparer crise d'illiquidité et situation d'insolvabilité ; nécessité aussi de bien distinguer ce qui relève d'une intervention de la banque centrale comme PDR et des crises plus systémiques exigeant l'intervention de l'État et des finances publiques (crise des caisses d'épargne américaines dans les années quatre-vingt, détresse du système bancaire japonais aujourd'hui, etc.) ; souci de ne pas sacrifier la stabilité monétaire à la stabilité financière, grâce à des tech-

niques de « stérilisation » des interventions du PDR (ce qui exige de la part des pays émergents avancés la mise en place de procédures modernes de politique monétaire). Pour la clarté du débat, il serait d'ailleurs utile de séparer, parmi les crises bancaires, celles qui appellent une intervention de la banque centrale agissant comme PDR, et celles plus structurelles nécessitant une intervention de ce que je dénomme l'Investisseur en dernier ressort (IDR). Le rôle de l'IDR, généralement rempli par l'État, est de recapitaliser, effectuer le « toilettage » puis la revente des établissements défaillants. La crise des caisses d'épargne américaines il y a dix ans ou la crise bancaire au Japon aujourd'hui relèvent clairement de l'IDR plus que du PDR, donc d'une intervention de politique budgétaire et fiscale beaucoup plus que de politique monétaire.

Le renforcement du contrôle prudentiel dans les pays émergents passe par plusieurs séries de mesures complémentaires :

- il faut accélérer l'ajustement des réglementations bancaires nationales sur les normes internationales, grâce à l'élargissement de la BRI et du Comité de Bâle ;
- il faut assurer l'application effective de la réglementation. Sachons tirer les leçons de l'expérience en Corée du Sud, en Russie...

Par delà ces deux axes essentiels, il faudra aborder des défis qui se posent partout, et pas seulement dans les pays émergents. J'insiste en particulier sur deux défis :

- la mise en place de procédures de contrôle interne dans les institutions financières. Ici, la réglementation doit faciliter une telle évolution, en fixant quelques principes généraux du contrôle interne (exemple du règlement 97-02 adopté en France à ce sujet par le Comité de la Réglementation Bancaire et Financière).
- l'amélioration des méthodes de valorisation des engagements, en particulier ceux sur instruments dérivés. Ainsi, le débat sur le « mark-to-market » n'est pas que technique, et ne concerne pas que les grandes banques internationales ayant leur siège social dans les pays les plus avancés. Il touche aussi beaucoup d'autres établissements, et a des implications essentielles pour leur gestion quotidienne et la détection rapide de difficultés potentielles.

La crise financière internationale appelle aussi des réformes institutionnelles qui vont bien au-delà du resserrement du dispositif prudentiel et des mécanismes de gestion de la détresse bancaire ou de l'instabilité financière. J'insiste ici sur deux points, l'un traité dans le rapport Davanne, et qui concerne le rôle du FMI, l'autre un peu négligé à mon sens et relatif à la place donnée à la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

Depuis quelques mois, il est courant — et le trait se retrouve dans les récentes propositions faites par le gouvernement français — de suggérer d'étendre les compétences du FMI. Il est même question de charger le FMI

de missions relatives à la coordination de la supervision bancaire. Loin de moi l'idée de ne pas renforcer cette supervision et l'ensemble du dispositif prudentiel. Les développements ci-dessus l'ont amplement suggéré. Je pense cependant qu'il ne faut pas élargir les compétences du Fonds, mais plutôt faire en sorte qu'il remplisse mieux celles qui lui ont été confiées par les accords de Bretton Woods et les textes ultérieurs : le soutien financier à court terme en cas de déséquilibres de balances des paiements et/ou de crises de change, assorti de diverses conditions (la fameuse conditionnalité).

Il serait particulièrement dangereux de tirer argument des débats suscités par les crises asiatique et russe et le rôle du FMI avant et pendant ces crises pour pratiquer une sorte de « fuite en avant », et étendre les missions au risque que chacune d'entre elles devienne moins bien exercée. Le FMI dispose de la conditionnalité, mais pas vraiment des compétences juridiques et en personnel pour s'impliquer sur une large échelle dans le contrôle et la supervision bancaires.

A l'opposé du FMI, la BRI a les compétences nécessaires pour coordonner l'action des superviseurs bancaires nationaux rassemblés dans le Comité de Bâle. Mais elle n'a pas de conditionnalité puisqu'elle n'accorde pas de financements. Mes propositions découlent de ce constat :

- Il faut rapidement élargir l'accès des pays émergents à la BRI. L'entrée récente de neuf d'entre eux (Corée du Sud, Russie, etc.) doit être suivie rapidement de nouvelles adhésions.
- À partir de là, il faudra envisager des interventions conjointes FMI-BRI (sans oublier la Banque mondiale) : le Fonds apporterait des concours avec, parmi les conditions, la nécessité de resserrer le dispositif prudentiel (y compris les procédures de contrôle interne) sous l'attention vigilante de la BRI. Voilà une manière d'articuler le financement et le prudentiel, et de faire la jonction entre le soutien à court terme et les réformes structurelles.
- Pour renforcer sa contribution, la BRI pourrait se charger de l'observation et l'analyse détaillées du risque systémique.

On l'aura compris, le thème de l'information, de sa transparence et de sa plus ou moins grande dissémination ou au contraire de sa centralisation devient essentiel. J'évoque rapidement trois aspects.

Pour assurer la détection précoce de la détresse bancaire et de la crise financière — une exigence visiblement non satisfaite à propos de la crise asiatique par les organismes internationaux, les agences de notation, les banques, etc.- faut-il centraliser, et auprès de qui, l'information pertinente ? On perçoit l'intérêt de rassembler auprès d'un organisme (le FMI ? la BRI ? un Observatoire du Risque Systémique, à créer et qui serait indépendant ? etc.) l'ensemble des informations sur la situation exacte des pays et de divers intervenants, leur exposition aux risques... En même temps, il faudra assurer le respect de la confidentialité bancaire et des règles de concurrence loyale. D'où un tâtonnement sans doute inévitable, mais qu'il faut bien amorcer.

Un deuxième aspect d'actualité concerne les leçons à tirer de la défaillance du « hedge fund » LTCM. À mon avis, la réglementation globale de tels fonds spéculatifs n'est pas la réponse adéquate, car elle aurait pour seul effet de déplacer l'innovation financière vers d'autres recoins du système financier, en vertu de la dialectique très éprouvée entre la réglementation bancaire et financière et l'innovation financière. Je crois plus à des mesures réglementaires ciblées, en particulier à l'obligation faite aux fonds spéculatifs de fournir plus et plus souvent de l'information à leurs actionnaires, à leurs créanciers et contreparties... Il faudra aussi exiger de l'information sur la consolidation des crédits, lignes de garantie etc. accordées par des banques à un même « hedge fund ».

Enfin, l'information ramène aussi à la question centrale de la valorisation des engagements des institutions financières. Plutôt, là encore, de chercher à contrôler une croissance exponentielle des engagements sur instruments dérivés (contrats à terme, swaps, options, dérivés de crédit, etc.), il vaut mieux améliorer, et rapidement, la manière dont ils sont pris en compte dans les situations bancaires. On retrouve la question du « market-to-market », et la nécessité de rapprocher les états comptables de la réalité du marché. Les instruments dérivés répondent à une demande du marché, qu'ils servent à faire de la couverture, de l'arbitrage ou de la spéculation. Là encore, tout essai d'endiguement de leur croissance serait relativement inefficace, car il déplacerait l'innovation financière vers d'autres formes. Il faut plutôt améliorer l'information sur les opérations de gré à gré (marché OTC) et adapter les systèmes de comptabilité et de « reporting ».

On ne peut aborder la crise financière sans évoquer certaines des conséquences de la construction de l'Europe et du passage à l'euro.

À aucun moment depuis mai 1998, les marchés financiers n'ont remis en cause le périmètre de l'euro ou la grille des taux de change entre monnaies participantes qui va s'appliquer à compter de janvier 1999. La monnaie unique européenne existe donc aux yeux des marchés avant d'être officielle. Si l'euro fournit un bouclier pour les taux de change intra-zone, il ne procure pas en tant que tel de protection pour le risque (et la réalité à court terme) de la surévaluation de l'euro par rapport au dollar. En outre, la monnaie unique ne met pas les places financières européennes à l'abri des tribulations de Wall Street, qui reste la place financière directrice.

L'Europe, en tant que telle, à quinze ou à onze, a été beaucoup trop absente face à la crise asiatique puis à la crise russe. Certes les pays européens ont été lourdement mis à contribution via leurs parts dans les interventions du FMI, de la Banque mondiale... Mais l'impression dominante est celle d'une Europe traversée par des conflits d'intérêts potentiels. Par exemple, l'Allemagne, plus exposée que ses voisins aux conséquences économiques et bancaires de la crise russe, ne partage pas nécessairement la même attitude qu'eux sur ce dossier.

À quelques encablures de la Monnaie unique, cet écart persistant entre les ambitions de l'Europe à travers l'UEM et ce qui doit l'accompagner, et une réalité insuffisamment coopérative doit disparaître. Je souligne trois points :

- Il faut au plus tôt tirer les conséquences institutionnelles de l'arrivée de l'euro pour le fonctionnement du G7 lorsque celui-ci traite bien sûr des questions monétaires, mais aussi des politiques budgétaires et fiscales. Sur la monnaie, la zone euro doit s'exprimer d'une voix.

- Si la supervision bancaire reste clairement de la compétence nationale en vertu du traité de Maastricht, il faudra continuer à rapprocher les réglementations et pratiques nationales grâce à de nouvelles directives arrêtées à Bruxelles (par exemple, aucune directive ne traite spécifiquement aujourd'hui de la liquidité des établissements ou de la question essentielle du contrôle interne...) et grâce à une coopération élargie entre les autorités réglementaires de chaque pays membre.

- Compte tenu des interdépendances croissantes entre les systèmes nationaux, une crise bancaire ou financière, sauf à être très ponctuelle, a toutes les chances de concerner plusieurs pays membres, voire l'ensemble de la zone. Sur la solution de ce type de crise, le Traité de Maastricht est (volontairement ?) ambigu. L'ambiguïté en question n'est pas nécessairement « constructive ». Nous pensons qu'il est dans la logique à la fois des marchés financiers et de l'UEM d'envisager la possibilité pour la BCE d'intervenir comme « prêteur en dernier ressort » dans l'hypothèse d'une crise de liquidité impliquant plusieurs systèmes bancaires et financiers nationaux. En outre, la participation de la BCE, aux côtés de la Réserve Fédérale américaine, à la résolution des crises de liquidité à implication mondiale s'inscrirait dans la coopération nécessaire des principales banques centrales. Une telle perspective ne peut être écartée, car la volatilité financière va rester forte au plan mondial dans les années qui viennent. Mais l'intervention de la BCE à ce titre, face à une crise bancaire ou financière sur une vaste échelle, ne pourra se faire que dans le respect de l'objectif, primordial pour elle comme pour les autres banques centrales, de stabilité des prix.



## Résumé

Olivier Davanne décrit en premier lieu les enchaînements économiques et financiers à l'origine de la crise financière internationale qui a débuté à l'été 1997. Au-delà des importantes questions de supervision bancaire, la crise d'une gravité exceptionnelle qui touche la plupart des pays émergents s'interprète avant tout comme une crise du système monétaire international, c'est-à-dire qu'elle illustre de façon spectaculaire de graves insuffisances en matière de gestion des taux de change. Après plus d'un an de crise, les appels à un nouveau « Bretton Woods » soulignent la nécessité d'une réflexion stratégique sur la question des parités.

D'après Olivier Davanne, la référence à la conférence de 1944 ne doit pas nourrir la nostalgie pour des taux de change rigides, inadaptés à un monde de liberté des mouvements de capitaux. L'acharnement à défendre des taux de change fixes a d'ailleurs contribué de façon essentielle à la genèse de la crise asiatique. Sur le plan des principes, le rapport plaide, en ce qui concerne les pays émergents ouverts aux capitaux internationaux, pour des « parités de référence » ajustables. Reposant sur un panier dollar/euro/yen, elles seraient défendues de façon très souple, avec l'aide si nécessaire de la communauté internationale. La méthode envisagée s'inspire de l'expérience française des dernières années. L'auteur propose aussi plusieurs pistes pour une surveillance toute particulière de la parité dollar/euro, colonne vertébrale peut-être fragile du futur système financier international.

Selon Olivier Davanne, la crise actuelle a également mis en évidence, à des degrés très divers, la nécessité d'une meilleure responsabilisation des institutions financières en matière de crédit, dans les pays industrialisés comme dans les pays émergents. De façon pratique, l'absence de codes des faillites parfaitement adaptés aux caractéristiques du secteur bancaire rend cependant difficile la juste sanction des comportements à risque. À défaut, les organisations internationales compétentes (Comité de Bâle, FMI, Banque mondiale) pourraient préparer un « code de bonne conduite » en matière de restructurations bancaires pour réduire autant que possible les incitations à des prises de risque excessives.

De façon générale, la secousse partie de Thaïlande à l'été 1997 illustre comment un choc financier dans un pays, initié par d'exceptionnelles

erreurs économiques et financières, peut se répercuter de façon spectaculaire dans le reste du monde. Compte tenu de la globalisation de l'économie et de la finance, les questions de stabilité bancaire et de taux de change devraient être reconnues par tous comme des questions d'intérêt commun. Olivier Davanne plaide pour que l'accès du FMI à l'information nationale soit mieux organisée dans ces deux domaines clefs. Le respect des « codes de bonne conduite », en matière d'information et de restructurations bancaires, pourrait faire partie des éléments pris en compte pour déterminer l'ampleur du soutien international en faveur de la monnaie d'un pays faisant face à des difficultés de financement. Dans les cas extrêmes de panique injustifiée du point de vue des « fondamentaux économiques », à l'exemple de la Corée du Sud, Olivier Davanne avance l'idée selon laquelle le FMI devrait pouvoir bénéficier, de façon exceptionnelle, de l'appui du G7 et d'interventions de Banques centrales.

Selon l'auteur du rapport, un régime de change adapté, une meilleure supervision bancaire et la transparence en matière monétaire et financière devraient à terme permettre aux pays émergents de tirer profit de la globalisation des marchés de capitaux. La prudence imposera cependant encore longtemps une surveillance régulière des entrées de capitaux courts.

Enfin, Olivier Davanne insiste fortement sur l'instabilité des grands marchés d'actifs (actions, obligations, change) dans les pays industrialisés. Plus que dans les pays émergents, c'est peut-être là, d'après lui, que se préparent les grandes crises financières du XXI<sup>ème</sup> siècle si rien n'était fait pour tenter d'améliorer les méthodes de valorisation utilisées par les investisseurs. La sphère publique peut y contribuer en améliorant la transparence de ces marchés et en répondant mieux à leurs besoins en matière d'études économiques, financières et statistiques. Pour Olivier Davanne, il s'agit d'un chantier d'une importance considérable, mais il craint qu'il ne soit un peu relégué au second plan par les questions plus directement liées au financement des pays émergents.

À court terme, parallèlement aux efforts pour endiguer la crise elle-même, Olivier Davanne insiste sur la nécessité de mener une réflexion large, transparente et crédible aux yeux des opinions publiques du monde entier sur les facteurs à l'origine de l'instabilité financière internationale. Il suggère de mettre en place un comité de personnalités indépendantes et de renommées mondiales en matière économique et financière — en veillant à la représentation équitable du « Nord » comme du « Sud » et de « l'Est ». Ce comité examinerait les grandes lignes de la future architecture du système financier international.

Dans leurs commentaires, Michel Aglietta, Patrick Artus et Christian de Boissieu partagent globalement l'opinion d'Olivier Davanne sur les dangers de systèmes de change trop rigides et sur la nécessité d'une évolution dans les modes de gestion des parités. Dans ce domaine, leurs propositions se rapprochent du système de « parités de références » ajustables mis en avant par celui-ci.

Tirant les leçons de l'histoire des crises financières, Michel Aglietta décrit par ailleurs la logique des crises systémiques et affirme qu'elles sont imprévisibles par nature. Les réformes doivent être organisées, d'une part, selon un principe de précaution et, d'autre part, pour permettre d'endiguer les défaillances de marché quand elles se produisent. En matière de prévention des crises, il insiste notamment sur le rôle clef des grandes banques internationales qui devraient être supervisées avec le plus d'attention car elles peuvent elles-mêmes transmettre une discipline de marché à leurs débiteurs. Cette supervision devrait s'inscrire, en l'approfondissant, dans la démarche de « supervision déléguée » : les systèmes internes aux banques permettant de mesurer et de contrôler les risques, de marché comme de contrepartie, devraient faire l'objet d'une surveillance renforcée. Les grands établissements ayant des systèmes de contrôle interne défaillants feraient l'objet de mesures correctives précoces. Dans ce domaine, la BRI a, d'après Michel Aglietta, un rôle clef pour animer la nécessaire coopération entre superviseurs nationaux. Christian de Boissieu le rejoint sur ce point et tous deux mettent en garde contre une extension excessive des compétences du FMI sur les questions de supervision.

En ce qui concerne la gestion des crises, Michel Aglietta insiste sur la nécessité d'un prêteur en dernier ressort international susceptible d'intervenir en cas de crise étendue. La voie la plus praticable lui semble être la coopération des principales Banques centrales du monde réunies au sein du Club de Bâle.

Dans leurs commentaires, Patrick Artus et Christian de Boissieu se rejoignent pour insister sur les notions « d'investisseur en dernier ressort » (de Boissieu) et de « recapitalisateur en dernier ressort » (Artus) : la crise actuelle en Asie leur semble moins résulter d'un manque de prêteur en dernier ressort que de la difficulté à trouver des fonds pour recapitaliser des institutions en difficultés.

Par ailleurs, Patrick Artus et Christian de Boissieu s'intéressent notamment à la taxation des opérations de change, dans la ligne de la suggestion de James Tobin (1978). Ils soutiennent l'analyse du rapport selon laquelle la « taxe de Tobin » serait très difficilement praticable et probablement inefficace pour limiter les spéculations les plus déstabilisantes. Ils partagent également le même scepticisme quant à la possibilité d'encadrer l'évolution des grandes monnaies entre elles par un système de « zones-cibles ».

Patrick Artus s'attache particulièrement à rechercher les causes profondes de la tendance des institutions financières à prendre des risques excessifs. Il note, comme d'ailleurs Michel Aglietta, la difficulté à mesurer les risques dans des situations de vulnérabilité systémique où l'effondrement d'un marché s'étend à d'autres par un phénomène de contagion. Mais il insiste surtout sur la présence d'incitations à la prise de risque : il y aurait en quelque sorte contradiction entre les exigences de rentabilité très élevées de la part des actionnaires et, dans beaucoup de pays, la faible renta-

bilité des opérations bancaires traditionnelles. Les prises de risque excessives sur les marchés émergents ont ainsi été encouragées, d'après Patrick Artus, par l'obligation des banques de respecter les contraintes de rendement exagérées imposées par leurs actionnaires. Dans ce contexte, Patrick Artus considère qu'il sera difficile d'éviter un certain nombre de mesures de nature à limiter les opérations les plus spéculatives : limites aux entrées de capitaux les plus volatils dans les pays émergents, voire limitation des taux d'endettement de certains opérateurs.

Christian de Boissieu se méfie des appels au contrôle des changes et aux protections purement administratives et voit dans le renforcement du dispositif prudentiel appliqué aux institutions financières et aux marchés financiers la meilleure réponse aux défis de la globalisation. Il faut accélérer l'ajustement des réglementations bancaires nationales sur les normes internationales et assurer l'application effective de la réglementation, ce qui n'a été fait ni en Corée, ni en Russie.

Il insiste enfin sur certains enjeux du passage à l'euro. D'une part, la zone euro doit pouvoir s'exprimer d'une voix au sein du G7. D'autre part, il faudra renforcer la coopération entre les superviseurs bancaires nationaux. Enfin, il faut accepter la possibilité pour la BCE d'intervenir si nécessaire comme prêteur en dernier ressort en dépit des ambiguïtés du Traité de Maastricht sur ce sujet.

## Summary

### Instability of the International Financial System

Olivier Davanne first of all describes the economic and financial sequence of events which are at the origin of the international financial crisis starting in the summer of 1997. Beyond major banking supervision questions, the exceptionally serious crisis which hits most of the emerging countries is to be understood above all as an international monetary crisis; it is a striking illustration of the serious inadequacies in exchange rate management. More than a year after the crisis began, calls for a new «Bretton Woods» underline the need for a strategic reassessment of exchange rate questions.

According to Olivier Davanne, the reference to the 1944 Conference should not add to one's nostalgia for fixed exchange rates, unfitted to a world where capital moves freely. Indeed, the determination with which fixed exchange rates were defended was paramount in the genesis of the Asian crisis. As far as principles are concerned, the report advocates adjustable «reference parities» for emerging countries open to international capital. Based on a dollar/yen/euro basket, they would be defended in a very flexible way with the aid of the international community whenever necessary. The method which is under consideration is inspired by the past years' French experience. The author also suggests several solutions for a particularly close supervision of the dollar/euro parity, the backbone – perhaps fragile – of the future international financial system.

For Olivier Davanne, the current crisis, at various degrees, also underscores the need to have financial institutions, both in industrialized and in emerging markets, taking more responsibility for their credit decisions. In practice, the fact that a bankruptcy code perfectly adapted to the characteristics of the banking sector is lacking, makes it difficult to find the fair sanction against risky behaviors. In the absence of such codes, the international organizations concerned (Basle Committee, IMF, World Bank) could prepare a «code of good conduct» for bank-restructuring in order to reduce as much as possible incentives for excessive risk-taking.

Generally speaking, the upheaval which started in Thailand during the 1997 summer shows how a financial shock originating in one country where huge economic and financial errors were being made, can have enormous repercussions in the rest of the world. Given economic and financial globalization, banking and exchange rates should be recognized as subjects

of common interest. Olivier Davanne pleads for a better access to national information for the IMF in these two key-subjects. Respecting «codes of good conduct» in matters of information or bank-restructuring, could be part of the elements to be taken under consideration for determining the extent of international aid in favor of the currency of a country facing financing difficulties. In extreme cases of panic which are not justified from the standpoint of the «economic fundamentals», as in the South Korean case for example, Olivier Davanne puts forward the idea that the IMF should exceptionally be able to have the support of the G7 and of Central Bank interventions.

According to the author, a suitable exchange rate regime, better banking supervision and transparency in monetary and financial matters should eventually enable emerging countries to take advantage of the capital market globalization. It would be cautious, however, to keep a close watch over short-term capital inflows for yet a long time.

Lastly, Olivier Davanne emphasizes the instability of large assets markets (shares, bonds, exchange rates) in industrialized countries. Major financial crisis of the 21<sup>st</sup> century may appear in these markets, rather than in emerging countries, according to Olivier Davanne, if nothing is done to try to improve the methods of valuation used by investors. The public sphere can help in this respect by improving markets' transparency and by providing more accurate economic, financial and statistical studies. For Olivier Davanne, this part of the reform agenda matters a lot, but he fears that it could be neglected in favor of questions directly related to the financing of emerging countries.

In the short term, alongside efforts to contain the crisis itself, Olivier Davanne insists on the need for the international community to look into the factors at the origin of international financial instability in a way which would be large, transparent and credible as far as the international public opinion is concerned. He suggests setting up a Committee with members who would be independent and of international reputation in economic and financial matters and where the «North», the «South» and the «East» would be represented in an equitable way. This Committee would examine the broad lines of the future architecture of the international financial system.

In their comments, Michel Aglietta, Patrick Artus and Christian de Boissieu, all in all, share Olivier Davanne's opinion on the dangers of exchange-rate systems which are too rigid and on a necessary evolution of parity-management methods. In this respect, their proposals are close to Olivier Davanne's system of adjustable «reference parities».

Drawing the lessons from the history of financial crises, Michel Aglietta furthermore describes the logic of systemic crises and claims that they are naturally unpredictable. On the one hand, reforms ought to be organized around a caution principle and on the other, they should be able to contain

market failures when they occur. As for the prevention of crises, he particularly insists on the key-role of large international banks which should be more carefully supervised, because they can then themselves transmit market discipline to their debtors. This supervision should be based on the strengthening of the on-going «delegated supervision» process: internal methods for measuring and controlling market and credit risks should be more carefully supervised. Large banks with failing internal control systems would be subject to corrective measures at an early stage. In this respect, the BIS has a key-role, according to Michel Aglietta, in leading the necessary cooperation between national supervisors. Christian de Boissieu agrees with him on this last issue; both discussants warn us against an excessive involvement of the IMF into supervision matters.

As regards crisis management, Michel Aglietta insists on the need for an international «lender of last resort» who could intervene if the crisis were to spread. It seemed to him that a cooperation between the main Central Banks of the world, within the Basle Club, would be the most feasible solution.

In their comments, Patrick Artus and Christian de Boissieu both agree for insisting on the notions of «investor of last resort» (de Boissieu) and «recapitalizer of last resort» (Artus); they think the current Asian crisis is caused by the fact that it is hard to find funds to recapitalize institutions facing difficulties rather than by the lack of «lender of last resort».

In other respects, Patrick Artus and Christian de Boissieu look into the taxation of foreign exchange operations, following James Tobin's suggestion (1978). They support the report's analysis according to which the «Tobin tax» would be very difficult to put into practice and would probably prove to be ineffective in limiting the most destabilizing speculations. They also share the same skepticism about «target-zones» i.e. controlling, in a certain way, the evolution between the main currencies.

Patrick Artus particularly concentrates on finding why financial institutions tend to take excessive risks. He, just as Michel Aglietta, underlines how difficult it is to measure risks in situations of systemic vulnerability where a collapse of a given market can spread to other markets through a contagion phenomena. But he especially insists on the presence of incentives for risk-taking which seem to come as a result of a contradiction between shareholders seeking very high returns and, in many countries, a low return from traditional banking operations. Excessive risk-taking on emerging markets has hence been encouraged, according to Patrick Artus, by banks trying to meet their shareholders' requirements for extremely high returns. In this context, Patrick Artus considers that it will be difficult to avoid some measures aiming at controlling the most speculative operations, i.e. restrictions on the most volatile inflows into emerging markets and even limits on the leverage of some operators.

Christian de Boissieu is suspicious about calls for exchange controls and for purely administrative protections: for him, strengthening the prudential supervision of financial institutions and financial markets is the best way to respond to globalization challenges. One must accelerate the adjustment of domestic banking regulations to international standards and these regulations must be strictly enforced, which hasn't been the case in Korea or Russia.

He finally insists on certain issues at stake with the passage to the Euro. In the first place, the Euro Zone must be able to speak using a single voice within the G7 group of countries. On the other hand, cooperation among domestic bank supervisors will have to be strengthened. Lastly, the ECB must be able to intervene if necessary as «lender of last resort», despite the ambiguities of the Maastricht Treaty on this subject.

PREMIER MINISTRE

# Conseil d'Analyse Économique

Hôtel de Broglie 35 rue Saint Dominique 75700 PARIS  
Télécopie : 01 42 75 76 46

***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

*Retraites  
macroéconomie*

***Christine Carl***

Chargée des Publications

01 42 75 77 47  
c-carl@cab.premier-ministre.gouv.fr

***Katherine Beau***

Documentation

01 42 75 77 40  
k-beau@cab.premier-ministre.gouv.fr

