

N° 284

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 1999-2000

Annexe au procès-verbal de la séance du 22 mars 2000

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom de la commission des Finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la Nation (1) sur la **régulation financière et monétaire internationale**,*

Par M. Philippe MARINI,

Sénateur,

Rapporteur général.

(1) Cette commission est composée de : MM. Alain Lambert, *président* ; Jacques Oudin, Claude Belot, Mme Marie-Claude Beaudeau, MM. Roland du Luart, Bernard Angels, André Vallet, *vice-présidents* ; Jacques-Richard Delong, Marc Massion, Michel Sergent, François Trucy, *secrétaires* ; Philippe Marini, rapporteur général ; Philippe Adnot, Denis Badré, René Ballayer, Jacques Baudot, Mme Maryse Bergé-Lavigne, MM. Roger Besse, Maurice Blin, Joël Bourdin, Gérard Braun, Auguste Cazalet, Michel Charasse, Jacques Chaumont, Jean Clouet, Yvon Collin, Jean-Pierre Demerliat, Thierry Foucaud, Yann Gaillard, Hubert Haenel, Claude Haut, Alain Joyandet, Jean-Philippe Lachenaud, Claude Lise, Paul Loridant, Michel Mercier, Gérard Miquel, Michel Moreigne, Joseph Ostermann, Jacques Pelletier, Louis-Ferdinand de Rocca Serra, Henri Torre, René Trégouët.

POUR UN NOUVEL ORDRE FINANCIER MONDIAL :
RESPONSABILITÉ, ÉTHIQUE, EFFICACITÉ

Philippe MARINI

Sénateur

Rapporteur général

Commission des Finances

Groupe de travail sur la régulation financière et monétaire internationale

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
AVANT-PROPOS	6
INTRODUCTION	8
CHAPITRE I : POURQUOI FAUT-IL RÉGULER LES FLUX MONÉTAIRES ET FINANCIERS INTERNATIONAUX ?	9
I. LES EFFETS CONTRASTÉS DE LA MONDIALISATION FINANCIÈRE	9
A. LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES ET MONÉTAIRES INTERNATIONALES	9
1. <i>Le développement des marchés financiers</i>	9
2. <i>... et la diversification des produits financiers</i>	10
3. <i>... permettent d'obtenir des effets de levier considérables, qui servent les objectifs de rentabilité des fonds d'investissement</i>	10
B. LES EFFETS POSITIFS INCONTESTABLES DU DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES INTERNATIONALES	12
1. <i>Ce développement a permis une meilleure couverture des risques</i>	12
2. <i>Il a favorisé l'accroissement du commerce mondial</i>	14
3. <i>Il a contribué à une meilleure allocation des ressources</i>	16
C. L'EXTENSION DES CIRCUITS FINANCIERS CRIMINELS	20
1. <i>La mondialisation favorise les circuits financiers criminels</i>	20
2. <i>Les circuits financiers criminels sont susceptibles de favoriser les crises financières</i>	22
D. L'AMPLEUR MONDIALE DES CRISES FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES	26
1. <i>La crise dans les pays émergents</i>	26
2. <i>Les effets de la crise sur les pays en voie de développement</i>	33
3. <i>Des effets asymétriques entre les pays développés</i>	41

II. LA NÉCESSITÉ D'UNE NOUVELLE RÉGULATION	48
A. L'IMPOSSIBLE RETOUR À L'ANCIEN SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL	49
B. L'ILLUSION DE LA RECHERCHE D'UNE PLUS GRANDE STABILITÉ VIA L'INSTAURATION DE RÉGIMES DE CHANGE RIGIDES.....	53
C. DES SOLUTIONS GLOBALES UTOPIQUES.....	58
1. <i>Le mirage de la taxe « Tobin » sur les mouvements de capitaux.....</i>	58
2. <i>L'utopie de la monnaie mondiale.....</i>	61
CHAPITRE II : LES LIMITES DES DISPOSITIFS ACTUELS : POURQUOI AMÉLIORER LES MODES DE RÉGULATION ?	63
I. LE RÔLE LIMITÉ ET AMBIGU DES ORGANISATIONS INTERNATIONALES MULTILATÉRALES	63
A. LE FMI : UNE ACTION CONTRAINTE ET CONTESTÉE.....	63
1. <i>Un rôle limité à la résorption des déséquilibres de la balance des paiements.....</i>	63
2. <i>L'action du FMI est contrainte par une obligation de prudence... ..</i>	64
3. <i>...et par la mise en œuvre des politiques d'ajustement par les gouvernements nationaux.....</i>	65
4. <i>Le coût social des mesures d'ajustement prônées par le FMI constitue un dilemme majeur pour cette institution</i>	66
B. LA BANQUE MONDIALE : UNE COORDINATION INSUFFISANTE AVEC LES AUTRES INSTITUTIONS	68
C. LES LIMITES RENCONTRÉES PAR L'INTERVENTION DES AUTRES INSTITUTIONS INTERNATIONALES	71
1. <i>Les limites de l'action et de la légitimité de la Banque des règlements internationaux</i>	71
2. <i>De nombreux cercles d'échange et de lieux de décision sont réservés aux pays développés</i>	72
3. <i>Les instances de supervision et de concertation : un rôle limité par leur objet</i>	73
II. LES LIMITES DE LA SUPERVISION FINANCIÈRE ET BANCAIRE	74
A. LES DÉFAILLANCES DANS LA MAÎTRISE DES RISQUES	74

1. Les crises financières récentes révèlent une exposition excessive aux risques de la part de certains acteurs.....	74
2. Les crises financières récentes révèlent aussi une mésestimation généralisée des risques.....	79
B. UNE INSUFFISANTE AUTODISCIPLINE DES ACTEURS.....	82
1. Le développement des règles concernant le contrôle interne.....	82
2. Des règles aux faits, un écart considérable.....	86
3. Les défaillances des incitations de marché.....	89
4. Le risque d'irresponsabilité.....	90
C. LES INSUFFISANCES DU CONTRÔLE EXTÉRIEUR.....	93
1. Des dispositifs prudentiels incomplets ou inadaptés.....	93
2. Les défauts d'organisation du contrôle externe.....	99
D. LES TROUS NOIRS DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL.....	105
1. Deux types de trous noirs : géopolitiques, et techniques.....	105
2. Les tentatives d'établissement d'une typologie des trous noirs.....	110
 CHAPITRE III : LES PROPOSITIONS POUR AMÉLIORER LA RÉGULATION MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE INTERNATIONALE.....	 118
I. LES PROPOSITIONS EXTÉRIEURES.....	118
A. RÉFORMER LES INSTITUTIONS DE BRETTON WOODS.....	119
1. L'initiative française : leur conférer davantage de légitimité politique.....	119
2. Les propositions du Congrès américain : recentrer les institutions sur de strictes missions.....	120
3. Les réformes engagées par les institutions elles-mêmes : une meilleure coordination des actions.....	122
B. ACCROÎTRE LA SUPERVISION BANCAIRE.....	123
1. Améliorer les règles prudentielles : le Forum de stabilité.....	123
2. Contrôler les instruments financiers les plus volatils : les propositions américaines.....	124
C. S'ATTAQUER AUX ZONES D'OMBRE.....	125

D. DETTE PUBLIQUE ET DÉVELOPPEMENT : FAUT-IL ANNULER LA DETTE ?.....	127
1. De nombreuses initiatives déjà mises en oeuvre	128
2. De la diversité des formes d'annulation à la question de son utilité réelle	129
II. LES PROPOSITIONS DU GROUPE DE TRAVAIL	131
A. RÉORGANISER LES COMPÉTENCES AU SEIN DU SYSTÈME INTERNATIONAL	131
1. Le développement des compétences régionales au service de la régulation et de la prévention	131
2. Une clarification des compétences du FMI et de la Banque mondiale.....	134
3. Vers une plus grande légitimité des institutions de Bretton Woods	136
4. Pour une conception globale de l'annulation de la dette	137
B. PERFECTIONNER L'ENVIRONNEMENT PRUDENTIEL.....	138
1. Améliorer les règles prudentielles.....	139
2. Améliorer la transparence des acteurs privés et l'information des marchés	146
C. AMÉLIORER L'ORGANISATION ET LE FONCTIONNEMENT DU CONTRÔLE EXTERNE	150
D. LUTTER CONTRE LA CRIMINALITÉ FINANCIÈRE.....	153
1. Deux préalables indispensables.....	154
2. L'instauration d'une coopération « gagnant/gagnant ».....	155
3. Mettre la délinquance financière au cœur du contrôle.....	156
4. France : balayer devant notre porte	157
E. RÉDUIRE L'IRRESPONSABILITÉ DES ACTEURS.....	158
1. L'interdiction des prêts en dernier ressort est une vue de l'esprit.....	158
2. Qui doit être appelé à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort ?.....	159
3. Comment doit être exercé le rôle de prêteur en dernier ressort ?	162
CONCLUSION	165
RÉSUMÉ DES PROPOSITIONS	167

CLASSIFICATION DES PROPOSITIONS PAR NIVEAU DE DÉCISION.....	173
EXAMEN EN COMMISSION.....	177
CONTRIBUTIONS DE CERTAINS MEMBRES DE LA COMMISSION.....	184
ANNEXES.....	188

AVANT-PROPOS

La commission des finances a décidé de créer un groupe de travail sur la régulation financière et monétaire internationale au début de l'année 1999. Il a été installé par Alain Lambert, Président de la commission, le 16 février 1999. Il était ainsi composé :

Philippe Marini, Président,
Jacques Pelletier, Vice-Président,
Paul Loridant, Vice-Président,
Philippe Adnot,
Denis Badré,
Maurice Blin,
Michel Charasse,
Jacques Chaumont,
Roland du Luart,
Marc Massion,
Henri Torre,

La création de ce groupe de travail répondait à trois préoccupations :

- les crises de paiement des années 1997 et 1998 survenues dans les pays dits « émergents », en Asie du sud-est, en Russie et en Amérique Latine. Les crises étaient préoccupantes pour les pays concernés, et aussi par leurs répercussions sur les pays industriels.

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

- les défaillances de certains intervenants sur les marchés financiers, en particulier la faillite du fonds « long term credit management » (LTCM). Ces défaillances posent la question des risques économiques

engendrés par les marchés financiers, en particulier ceux de produits dérivés, et conduisent à l'intéresser à la prévention des risques systémiques. A cette question est liée toute la problématique de la surveillance des marchés de capitaux et de crédit. Elle rejoint celle des circuits d'argent criminel, de nombreux fonds d'investissement étant établis dans des paradis bancaires et fiscaux qui attirent les transactions les plus contestables.

- l'apparition de l'euro en 1999. Quel peut être son rôle dans la stabilité économique et financière mondiale ? L'exemple de la zone euro peut-il être exploité par d'autres régions, ou par le monde ? Que peuvent faire les zones monétaires ? Comment doit-on traiter les relations entre grandes monnaies ?

Le groupe de travail a procédé à 13 auditions à Paris, et a effectué 6 déplacements à l'étranger, de mai à novembre 1999 : aux États-Unis (Washington et New York), en Suisse (Bâle), en Allemagne (Francfort), en Côte d'Ivoire (Abidjan), au Japon (Tokyo), et en Belgique (Bruxelles). Il s'agissait de rencontrer les responsables des institutions financières multinationales, mondiales, régionales ou européennes, et également des économistes et des responsables du secteur privé intéressés par la question de la stabilité financière internationale.

Le présent rapport est le fruit de ces investigations.

INTRODUCTION

Par son intitulé même, le groupe de travail de la commission des finances a pris le parti de la régulation financière et monétaire internationale. La régulation peut se définir comme la présence, au sein d'un système comme le système financier mondial, de mécanismes de stabilisation qui assurent son bon fonctionnement. Par exemple, lorsque les taux de change des grandes monnaies ont tendance à diverger de façon excessive, les banques centrales interviennent, notamment par les taux d'intérêt, pour stabiliser les taux de change. Cette action est dite « régulatrice », par opposition à une action de contrainte, comme l'interdiction de la conversion des monnaies, ou l'inaction totale, laissant faire le marché. Le but de la régulation est d'assurer le développement harmonieux de ce dernier. Ceci suppose l'existence de règles du jeu admises dans l'intérêt commun et celles d'institutions capables de les faire respecter. Le présent rapport va s'attacher à justifier cette prise de position initiale, que les auditions et missions ont confortée au long de l'année 1999, en répondant à trois questions.

Tout d'abord, pourquoi faut-il une régulation financière internationale ? La réponse est en apparence simple : la mondialisation économique et financière, source de progrès économique, s'accompagne de dysfonctionnements majeurs dont les effets sont dévastateurs, notamment dans les pays émergents et pauvres. Mais cette réponse ne suffit pas car il faut également savoir pourquoi, parmi les solutions possibles, il est nécessaire de recourir à la régulation plutôt qu'à d'autres solutions, comme le laisser-faire intégral ou la mise en œuvre de contraintes globalement imposées à tous les acteurs.

En second lieu, quels sont les systèmes actuels de prévention des crises et de stabilisation du système financier mondial ? Il s'agit d'analyser le fonctionnement des dispositifs actuels et de mettre en évidence leurs lacunes s'il y a lieu.

Enfin, et à l'issue de cette analyse, quelles propositions le groupe de travail peut-il faire pour améliorer la régulation financière ? Certaines pistes peuvent être explorées, même si le groupe de travail souhaite rester humble compte tenu de l'ampleur de la tâche et de l'insuffisance manifeste de l'échelon national pour apporter des solutions. Car, même si des formules parfaitement efficaces pouvaient être avancées, ce qui n'est déjà pas sûr, la principale difficulté réside dans leur mise en œuvre : il est en effet nécessaire que les principaux décideurs mondiaux se mettent d'accord et surtout qu'ils ne cèdent pas, ce faisant, à la tentation de mettre le monde en développement ou les pays émergents sous tutelle.

CHAPITRE I :

POURQUOI FAUT-IL RÉGULER LES FLUX MONÉTAIRES ET FINANCIERS INTERNATIONAUX ?

I. LES EFFETS CONTRASTÉS DE LA MONDIALISATION FINANCIÈRE

L'idée de régulation financière et monétaire ne va pas de soi. Le strict jeu des forces de marché devrait, en pure théorie économique, conduire à un équilibre correspondant à l'optimum. Cependant, la nécessité d'une régulation apparaît à la lumière d'un double constat : d'une part, les flux financiers et monétaires ont changé de volume et de nature en 50 ans ; d'autre part, les récentes crises ont montré que les marchés ne pouvaient, seuls, assurer un retour rapide à l'équilibre.

A. *LE DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES ET MONÉTAIRES INTERNATIONALES*

1. Le développement des marchés financiers...

La libéralisation des marchés financiers a commencé avec l'effondrement du système monétaire international fondé sur un régime généralisé de taux de change fixes ajustables, au début des années soixante-dix. Le démantèlement des contrôles nationaux sur les mouvements de capitaux, au cours des années quatre-vingt, dans les pays développés, a accru la liquidité des marchés financiers. Cette évolution s'est accentuée avec l'ouverture des pays émergents aux capitaux étrangers au début des années quatre-vingt dix. **La globalisation financière a été marquée par l'apparition de nouveaux marchés et de nouveaux acteurs significatifs dans le jeu financier international.**

La déréglementation des marchés financiers a permis, mais a également été encouragée, par la montée en puissance des innovations et de l'ingénierie financière, notamment en matière de produits dérivés.

2. ... et la diversification des produits financiers...

Dès le début des années quatre-vingt-dix, la Banque des règlements internationaux a attiré l'attention des autorités monétaires des différents pays sur les risques que le développement des produits dérivés pourrait faire courir au système financier international. La croissance rapide des marchés dérivés s'explique par des facteurs structurels et conjoncturels. Les produits dérivés sont nés des réactions du marché face à l'instabilité des taux d'intérêt, facteur d'incertitude et de risque pour les investisseurs. Ils permettent en effet de couvrir tout ou partie des risques liés à cette incertitude, en offrant des possibilités d'arbitrage et de gestion sophistiquées et peu coûteuses. L'expansion des produits dérivés a donc été fortement favorisée par la volatilité croissante des taux de change et des taux d'intérêt au cours de la dernière décennie. L'introduction de nouveaux produits et le développement de l'ingénierie financière ont également favorisé la croissance des produits dérivés, en permettant de proposer des produits de plus en plus complexes, tandis que le développement des technologies de l'information a permis une diminution importante des coûts de transaction.

Les activités sur les marchés organisés peuvent être mesurées en termes de transactions ou en nombre de contrats échangés. En 1997, 1.200 millions de contrats financiers ont été échangés sur les marchés organisés, contre 480 millions en 1990, et 100 millions en 1981. L'encours notionnel sur les marchés organisés est passé de 583 milliards de dollars en 1986 à 12.207 milliards en 1997, et de 500 milliards de dollars à 28.733 milliards sur les marchés de gré à gré¹. Le risque de contrepartie sur les produits dérivés a été estimé à 1.200 milliards de dollars par la Banque des règlements internationaux en 1998.

Les marchés de produits dérivés progressent de manière importante lors des périodes de retournement de cycle. Ainsi, les crises asiatique et russe ont conduit à une forte augmentation de la demande de couverture des risques de la part des investisseurs.

3. ... permettent d'obtenir des effets de levier considérables, qui servent les objectifs de rentabilité des fonds d'investissement.

Le rôle des produits dérivés dans le développement des crises financières et de la volatilité des prix est contesté. En effet, il est indéniable

¹ Chiffres cités par Jean-Pierre Allégret dans l'article intitulé « Globalisation financière et mutations du système monétaire international », paru dans la revue Humanisme et Entreprise .

que les produits dérivés ont une influence importante sur le processus de formation des prix sur les marchés financiers, du fait des liens qui unissent, par le biais des arbitrages, les marchés au comptant et les marchés dérivés. La théorie économique s'accorde cependant à dire que les produits dérivés améliorent la prise en compte de l'information et renforcent ainsi l'efficacité de l'ensemble des marchés financiers. De plus, la déconcentration et la diversification des financements internationaux diffusent les risques de pertes et réduisent, par là même, les risques de crise systémique dans les pays créditeurs. La complexité des produits dérivés ne permettant souvent pas une mesure et un contrôle précis des risques, les produits dérivés sont néanmoins susceptibles de conduire à des prises de risque excessives. Les faillites des institutions financières qui ont marqué la dernière décennie (Metallgesellschaft, Orange County, Barings, ou encore LTCM) sont ainsi liées, pour la plupart d'entre-elles, à des prises de risque excessives sur les marchés dérivés.

Ces marchés constituent les principaux outils de placement des fonds d'investissement spéculatifs. Ils permettent d'obtenir des effets de levier considérables, avec une très faible exigence de fonds propres. Les investisseurs institutionnels qui interviennent sur ces marchés (fonds de pension, fonds d'investissement collectifs et compagnies d'assurance notamment) sont devenus des intervenants majeurs sur les marchés financiers, et ont conduit à une profonde modification de la gestion des patrimoines à l'échelle mondiale.

Le développement des marchés financiers, et des produits dérivés en particulier, emporte des conséquences importantes pour la définition des politiques économiques par les Etats. La déréglementation et l'abaissement des coûts de transaction ont considérablement facilité la mobilité des capitaux et ont conduit à un décloisonnement et à une intégration de l'ensemble des marchés financiers mondiaux. **Les masses de capitaux échangées chaque jour sur les marchés financiers sont désormais largement supérieures aux capacités d'intervention des Etats. Par conséquent, tout gouvernement peut se retrouver l'otage des marchés, dès lors que sa politique est perçue négativement par ceux-ci.** Enfin, les produits dérivés retardent l'effet de la politique monétaire sur l'économie réelle, puisque les acteurs peuvent limiter l'impact des variations de taux d'intérêt en modifiant les caractéristiques de leur endettement.

Le développement des activités financières et monétaires internationales répond à un besoin croissant de couverture des risques, en permettant de réduire l'incertitude des investisseurs. L'ampleur des transactions réduit en revanche considérablement l'efficacité des moyens d'action des autorités nationales en matière de politique monétaire, et

constitue un facteur d'accroissement de la violence des ajustement des marchés financiers en réponse à un choc.

B. LES EFFETS POSITIFS INCONTESTABLES DU DÉVELOPPEMENT DES ACTIVITÉS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES INTERNATIONALES

1. Ce développement a permis une meilleure couverture des risques

L'économie de marché est caractérisée par le risque, contrepartie du profit, dont la libéralisation des mouvements de capitaux permet de se prémunir de mieux en mieux.

On peut différencier deux grandes catégories de risques, ceux attachés aux opérateurs d'une transaction (risques de crédit, c'est à dire risque de défaillance de l'opérateur) et ceux attachés aux variables des transactions (risques de marchés, comme les prix, les taux de change, les taux d'intérêt,...). Si les produits financiers se sont d'abord développés sur ces derniers, pour les couvrir dans leur quasi-totalité, ils se tournent depuis quelques années (moins d'une dizaine aux Etats-Unis, contre trois ou quatre ans en France) vers les seconds. Les produits dérivés constituent les instruments techniques de cette couverture des risques.

Qu'est-ce que les produits dérivés ?

Les produits dérivés désignent l'ensemble des instruments financiers mis en place sur les marchés à terme. Ces derniers se différencient des marchés au comptant encore appelés marchés sous-jacents.

Les opérations à terme peuvent s'effectuer de deux manières. D'une part de façon optionnelle, d'autre part de façon ferme. Pour chaque produit l'échange se fait soit de gré à gré soit sur un marché organisé. Les marchés optionnels utilisent les options, par exemple une option de vente (*put*) ou une option d'achat (*call*). Les marchés fermes se servent de produits se référant à des livraisons différées (les *forward*) ou bien à des contrats (les *futures*). Les *swaps* permettent de traiter des échanges de flux d'intérêt ou de dettes.

Les produits dérivés sont ainsi appelés parce qu'ils tirent leur origine (ils dérivent) des produits acquis au comptant. Leur fonction n'a qu'un lointain rapport avec une marchandise précise : ils servent avant tout à se protéger contre des risques, comme celui de la variation de prix. Ainsi, ils contribuent de façon déterminante à la conclusion des prix sur les marchés sous-jacents.

Source : Note d'information de la Banque de France, « Les marchés de produits dérivés », n° 108, octobre 1997.

Ces instruments de prévention du risque permettent de réduire les facteurs d'incertitude et créent un environnement favorable aux investissements et aux échanges. Les produits dérivés permettent en effet de gérer sur l'ensemble des marchés les risques potentiels, et ouvrent la possibilité de caler l'équilibre présent d'un marché sur les offres et les demandes à venir. S'opère ainsi un transfert du risque sur d'autres agents, d'autres variables, d'autres horizons de temps. Ceux qui l'assument sont des professionnels mieux à même de le gérer que l'entreprise ou le particulier.

L'énumération des risques fait prendre conscience de leur ampleur² : risques de défaillance, risques de contrepartie, risques de liquidité, risques de taux (de change et d'intérêt), risques monétaires, risques commerciaux, risques financiers (de faillite, d'exploitation, du résultat financier, du résultat net). S'y ajoutent des risques traditionnels (instabilités politique et réglementaire, risque pays) et de nouveaux risques, comme les risques systémiques (situations dans lesquelles les réponses des agents aux risques qu'ils perçoivent aggravent l'insécurité des marchés), les risques en provenance des économies émergentes (à l'œuvre dans le cas des crises asiatiques) et en transition (crise russe), les risques environnementaux, les risques stratégiques (l'erreur de décision a des conséquences plus lourdes en cas de développement des marchés), et le risque technologique (lié aux innovations).

Bien entendu, les instruments financiers ne permettent pas de supprimer ces risques. Ils ne traitent d'ailleurs pas de tous. Ils peuvent être déterminés par les risques (les mouvements de capitaux augmentent au fur et à mesure que certains risques diminuent), mais se développent cependant toujours en cherchant à les réduire. Les risques de taux apparaissent ainsi aujourd'hui particulièrement bien gérés et maîtrisés grâce aux outils qui existent. Le développement des marchés financiers résulte ainsi pour une grande partie de celui des instruments de couverture, soit qu'ils facilitent les opérations en diminuant les risques qui leur sont associés, soit qu'ils en constituent les supports directs.

Cependant, le développement des instruments de couverture peut paradoxalement faire naître de nouveaux aléas : risque de contreparties en cas de mise en jeu de très nombreux acteurs, risque de produit et risque systémique. Ce sont ces mécanismes qui ont joué dans le cadre des crises financières asiatiques. Et c'est pour les réduire et, dans la mesure du possible, s'en prémunir que se développent les réglementations prudentielles, la connaissance et l'organisation des marchés.

² Pour un développement sur ces différents risques, cf Anne-Marie Percie du Sert, *Risque et contrôle du risque*, *Economica*, Paris, 1999, 133 pages.

2. Il a favorisé l'accroissement du commerce mondial

La diminution progressive des barrières aux échanges de biens et services a pris des formes multiples, financières mais aussi commerciales. Le développement du commerce mondial depuis la fin de la seconde guerre mondiale constitue une réalité tangible, dont l'ampleur est différente selon les Etats. En 1948, les exportations mondiales ont représenté l'équivalent de 23 milliards de dollars ; en 1968 elles s'élevaient à 238 milliards de dollars ; le débuts des années 1970 et celui des années 1980 marquent deux périodes de stagnation du commerce mondial, qui connaît cependant une forte reprise à partir de 1983 : entre 1983 et 1990 le commerce mondial de marchandises augmente de 6 % par an en moyenne contre 3,4 % pour le PIB mondial.

Exportations de marchandises au XXe siècle

(en pourcentage du PIB en prix 1990)

	1913	1929	1950	1973	1992
Etats-Unis	3,7	3,6	3	5	8,2
Europe de l'Ouest	16,3	13,3	9,4	20,9	29,7
Japon	2,4	3,5	2,3	7,9	12,4
Chine	1,4	1,7	1,9	1,1	2,3
Inde	4,7	3,7	2,6	2	1,7
Corée	1	4,5	1	8,2	17,8
Taïwan	2,5	5,2	2,5	10,2	34,4
Monde	8,7	9	7	11,2	13,5

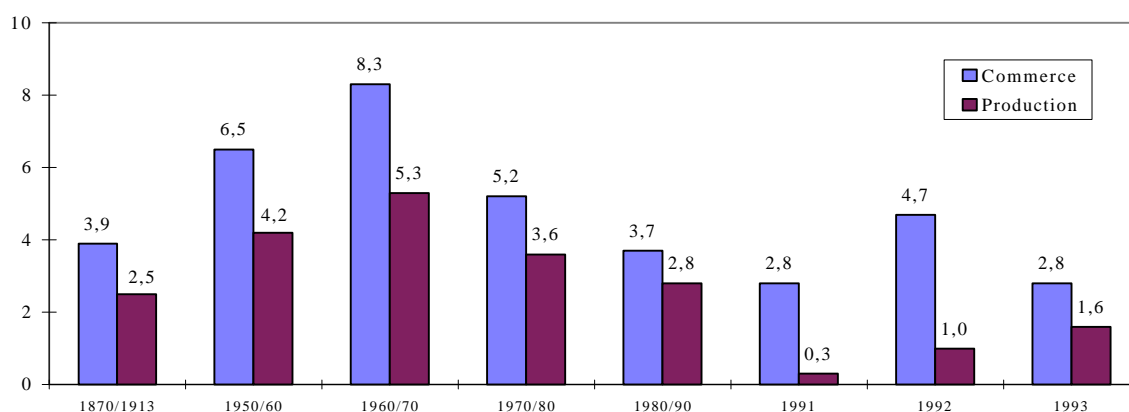
Source : *Monitoring the World Economy, 1820-1992*, par Angus Maddison, publication OCDE, 1994

Le système commercial apparaît de plus essentiel pour le développement des pays émergents. La baisse massive des obstacles douaniers a permis la libéralisation des échanges. Outre la dynamisation des transactions, les réductions tarifaires ont rééquilibré leur structure et permis une réorientation des ressources vers le système productif national. Par ailleurs, l'insertion dans le commerce international constitue une incitation très forte à l'innovation technologique et à la restructuration des économies. Les entreprises doivent s'adapter à la concurrence internationale afin d'en profiter, améliorer leur productivité, adopter une tarification au coût marginal, etc...

Peut-on considérer que l'évolution du commerce international et le développement des mouvements financiers sont allés de concert ? Les liens entre ouverture aux échanges, flux de capitaux et croissance économique sont

complexes. La théorie économique de la concurrence pure et parfaite les fait aller de pair, mais les études empiriques sur longue période tendent plutôt à mettre en exergue le rôle joué par le commerce international de « catalyseur de la croissance »³ pour Jean-Louis Guérin, et celui joué par l'ouverture financière de signal favorable aux investisseurs internationaux. Le graphique suivant montre bien la contribution des échanges commerciaux à la croissance économique mondiale.

**Evolution comparée du commerce mondial et du PIB mondial
(variation annuelle moyenne en %)**



Source : GATT

Les liens entre flux financiers et flux commerciaux peuvent également expliquer la diffusion progressive de la crise asiatique par le biais du commerce international : « *le commerce mondial s'est comporté comme une vaste caisse de résonance du choc initial* »⁴ selon Jean-François Dauphin. Les retraits de capitaux ont en effet suscité des modifications importantes des parités monétaires, qui ont immédiatement fait sentir leur effet sur les flux commerciaux. Les pays exportateurs ayant dévalué y ont gagné une meilleure compétitivité prix, tandis que le coût de leurs importations augmentait. A ces effets prix s'est ajouté un effet volume en raison de la contraction du volume d'activité et de la demande mondiale. Le commerce mondial a ainsi connu une forte contraction : le taux de croissance en glissement annuel des importations mondiales est passé de 13,4 % à 1,5 % en un an et demi⁵, plus fortement dans les pays asiatiques qui, justement, ont connu les plus grandes contractions de

³ « *Quel cadre pour l'ouverture* », in La Lettre du CEPII, n°181, juillet-août 1999.

⁴ « *L'impact de la crise des pays émergents sur le commerce mondial* », in Bulletin de la Banque de France, n°72, décembre 1999.

⁵ *Ibid.*

flux financiers. La crise asiatique illustre ainsi, *a contrario*, le lien entre libéralisation financière et commerce international.

Ainsi, parce qu'ils créent un effet de richesse, parce qu'ils facilitent le financement de l'économie, parce qu'ils assurent une meilleure couverture des risques commerciaux, les flux financiers, libéralisés, ont accompagné sinon permis l'accroissement massif du commerce mondial.

3. Il a contribué à une meilleure allocation des ressources

Le développement des mouvements de capitaux favorise la meilleure allocation mondiale des ressources, au plus grand profit des économies émergentes qui y ont vu là un moyen de financer leur développement.

Les progrès technologiques considérables de ces dernières années, dans le domaine des télécommunications et de l'informatique ont eu pour conséquences une très forte réduction des délais et des coûts de transaction. Par ailleurs, ils ont fluidifié la circulation de l'information rendant meilleures les comparaisons internationales et l'exercice des arbitrages économiques et financiers. Enfin, la lisibilité de l'horizon des placements a considérablement progressé. Tout ceci rend plus facile le financement des projets d'investissement, au meilleur coût pour le bénéficiaire et au moindre risque pour l'investisseur. Au début des années 1990, alors que les pays industrialisés connaissaient une récession et engageaient une politique de baisse des taux d'intérêt, les investisseurs ont trouvé avantage à placer les capitaux disponibles dans des pays d'Asie et d'Amérique latine offrant des rémunérations supérieures et des perspectives de croissance encourageantes. Au total, ainsi que l'exprime Claudia Senik-Leygonie⁶, la liberté des capitaux « *améliore l'allocation des ressources, en l'occurrence des risques et de l'épargne. D'une part quand les capitaux sont mobiles, ils s'orientent normalement vers les meilleurs projets qui trouvent ainsi un financement. Ce qui est avantageux pour tout le monde. D'autre part, un titre financier est un échange de liquidités disponibles aujourd'hui contre des liquidités disponibles demain. Comme futur est synonyme d'incertain, il s'agit d'un échange de risques. Les flux de capitaux permettent donc une assurance et une mutualisation des risques.* »

Les mouvements de capitaux du XIX^{ème} siècle permettaient essentiellement le financement de grandes infrastructures publiques, telles que les voies de chemin de fer, ou privées, les usines de groupes industriels ou les

⁶ in « *Faut-il juguler les mouvements de capitaux ?* », Tendances économiques mondiales, n° 2, Coface, Paris, mai 1999.

installations minières. La forme de ces investissements a considérablement changé. Ils sont constitués d'abord d'investissements directs à long terme des grands groupes internationaux qui, développant leurs activités sur une échelle mondiale, apportent avec eux l'accès aux marchés, la circulation des connaissances et des progrès technologiques. En ce sens, ils sont davantage porteurs de développement que leurs prédécesseurs. S'y ajoutent les mouvements de capitaux à court terme, qui ont la double caractéristique de constituer des montants considérables et de permettre l'essor d'instruments financiers de couverture de risques propres à rassurer les investisseurs. Cependant ces derniers sont également facteurs de risques, leur retrait massif et brutal pouvant déstabiliser les économies, comme l'a montré la crise asiatique.

L'intégration financière internationale exerce un effet positif sur le financement du développement des pays émergents⁷. Comme l'écrit la Banque mondiale : *« Jusqu'au début des années 90, l'allégement des dispositions financières contraignantes était considéré comme un moyen de favoriser la croissance, mais il n'était pas jugé aussi important que les autres facteurs. Ce point de vue est en train de changer à la faveur des recherches menées ces dernières années. On considère à présent que l'expansion des circuits financiers, et notamment l'établissement de marchés boursiers performants, contribue fortement à la croissance future d'un pays, surtout grâce à une meilleure répartition des ressources. Le lien entre finance et croissance est plus prononcé dans certaines régions que dans d'autres, et certaines données permettent de dire de manière tout à fait plausible que de systèmes bancaires bien réglementés favorisent également la croissance. Il existe une forte corrélation entre les financements sur fonds propres, les capitaux à risques disponibles et le progrès industriel. »*

**Les enseignements du succès
de l'implantation d'un marché de produits dérivés dans un pays émergent**

« L'implantation réussie d'un marché dérivé dans un pays émergent met, ex post, trois enseignements en valeur.

Le premier est que les marchés dérivés rencontrent du succès dans des environnements volatils où des intervenants souhaitent transférer leurs risques à d'autres participants ce qui suppose la présence de structures ou de spéculateurs prêts à assumer ce risque.

Le second est que le développement d'un tel marché nécessite la présence de supports technologiques avancés notamment dans le domaine des cotations et d'une infrastructure de marché complète incluant un système de compensation et de conservation de titres, afin de disposer d'une liquidité suffisamment attractive pour les investisseurs.

⁷ Voir notamment Banque mondiale, Rapport sur le développement dans le monde 1999-2000, éditions Eska / Banque mondiale, Paris, 2000, 329 pages.

Le dernier est que le maniement de produits sophistiqués comme les contrats à terme et les options requiert une technicité et une compétence élevée de la part des utilisateurs mais aussi de la part des courtiers auxquels s'adressent les investisseurs, des membres des instances de régulation et des étudiants amenés à travailler à l'avenir sur ces marchés. »

Source : D. Grimbert, P. Mordacq, E. Tchameni, Les marchés émergents, Economica, Paris, 1995, pages 29 et 30.

Cependant, les effets de la libéralisation des mouvements de capitaux sur la croissance n'apparaissent pas avec évidence dans la stricte comparaison des statistiques asiatiques.

Flux nets de capitaux privés et taux de croissance en Asie 1991-1997

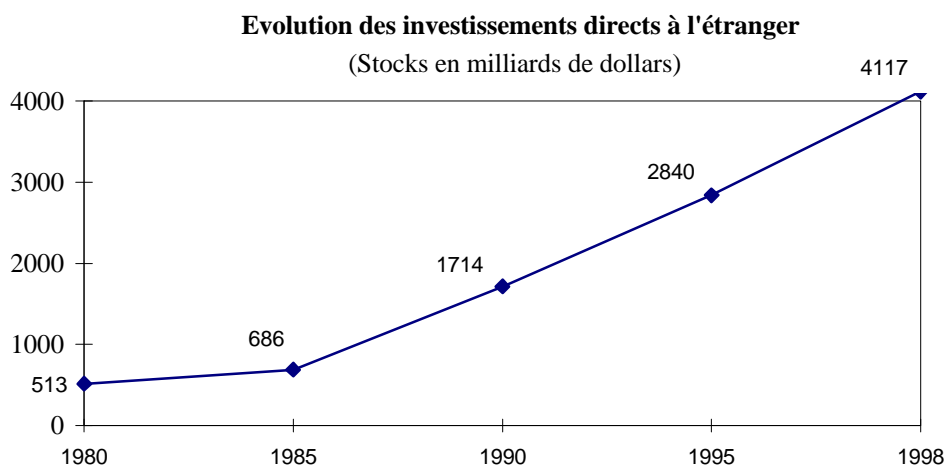
(en % du PIB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Singapour							
Flux nets de capitaux privés	1,7	- 2,7	9,4	2,5	1,3	- 10,1	- 5,5
Croissance	7,3	6,2	10,4	10,5	8,8	7,0	7,8
Chine							
Flux nets de capitaux privés	1,7	- 0,9	4,5	5,6	5,2	4,6	3,7
Croissance	9,2	14,2	13,5	12,6	10,5	9,7	8,8
Thaïlande							
Flux nets de capitaux privés	10,7	8,7	8,4	8,6	12,7	9,3	- 10,7
Croissance	8,1	8,2	8,5	8,9	8,7	6,4	- 0,4
Indonésie							
Flux nets de capitaux privés	4,6	2,5	3,1	3,9	6,2	6,3	1,6
Croissance	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	8,0	4,6
Corée du Sud							
Flux nets de capitaux privés	2,2	2,4	- 1,6	3,1	3,9	4,9	2,8
Croissance	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5
Malaisie							
Flux nets de capitaux privés	11,2	15,1	17,4	1,5	8,8	,96	4,7
Croissance	8,6	7,8	8,3	9,2	9,5	8,6	7,8
Philippines							
Flux nets de capitaux privés	1,6	2,0	2,6	5,0	4,6	9,8	0,5
Croissance	- 0,6	0,3	2,1	4,4	4,8	5,7	5,1

Source : FMI

En fait, on peut considérer que ces conséquences positives passent par l'intermédiaire de deux canaux principaux.

Le premier consiste en la progression très importante de l'offre mondiale de capitaux, à même de s'investir sur de nouveaux marchés. C'est ainsi qu'en 1997, 30 % des investissements étrangers directs, soit 1.043 milliards de dollars selon la Banque mondiale, ont profité aux pays en développement. Ceux qui en ont le plus bénéficié sont ceux qui possèdent des marchés financiers organisés et actifs : l'Argentine, le Brésil, la Chine, le Mexique et la Pologne. En revanche, l'Afrique représentait moins de 2 % des investissements directs en 1997. De plus, l'essentiel y fut concentré dans le secteur des matières premières qui ne fait pas profiter des avantages associés aux investissements dans d'autres secteurs (en termes d'accès aux marchés, de transferts technologiques et de capital humain).



Source : CNUCED

Le second est la forte incitation qu'elle crée à l'émergence et au développement de marchés financiers intérieurs permettant l'apparition d'un financement interne de l'économie nationale. Ceci a favorisé dans les pays en développement la bonne répartition des ressources, a rendu possible l'essor de nouveaux outils financiers⁸, a amélioré l'efficacité des marchés et a permis de se construire un vrai système bancaire.

⁸ Les produits dérivés ont, de ce point de vue, constitué un progrès technique considérable. En effet, ils offrent aux investisseurs un moyen plus sûr et intéressant que l'achat d'actions ou obligations. Ils permettent de supprimer les problèmes de conservation, des titres, d'accès à l'information, de paiement-livraison : un produit dérivé reproduit la valeur de titres sous-jacents. De plus, là où ils s'appuient sur des indices ou des panels, ils permettent une certaine diversification des risques et l'accès aux marchés les moins liquides.

C. *L'EXTENSION DES CIRCUITS FINANCIERS CRIMINELS*

Le groupe de travail ne s'est pas penché de façon spécifique sur les circuits financiers criminels, sur lesquels il n'a recueilli que des informations incidentes à ses préoccupations principales. Il ne les a envisagés que sous l'angle de leurs liens avec les crises financières, et non en tant que tels.

A la faveur de la mondialisation, trois fléaux paraissent se développer :

- la localisation de fonds gérés sous mandat dans des paradis bancaires ou fiscaux, que l'on désigne couramment sous l'expression d'Etats ou zones *offshore*,
- le blanchiment des liquidités produites par des activités criminelles,
- la corruption et le trafic d'influence.

1. **La mondialisation favorise les circuits financiers criminels**

Le développement des circuits financiers transfrontaliers facilite et renforce le développement des circuits financiers criminels, qui sont par nature transfrontaliers.

a) *Les territoires à fiscalité réduite...*

A l'origine du phénomène se trouve une préoccupation qui n'est pas en soi criminelle, mais qui peut avoir une dimension délictueuse : **le souci d'échapper aux prélèvements fiscaux, sur des activités licites par ailleurs.**

Cette préoccupation est manifeste s'agissant des fonds à fort effet de levier ou *hedge funds*. Destinés à des investisseurs avertis, particuliers très fortunés ou entreprises, et souvent capables de profits (et de pertes) très supérieurs à ceux des autres activités financières, ces fonds sont massivement localisés *offshore*.

Interrogé par le groupe de travail, le président de l'association américaine des fonds à fort effet de levier n'a pas caché que les raisons de ce type d'établissement sont essentiellement fiscales, et ne sont pas liées à des tentatives d'échapper à la réglementation prudentielle ou au contrôle des opérations.

Avec plus de 100 milliards de dollars d'encours (sur 400 milliards de dollars pour l'ensemble des fonds à effet de levier dans le monde), la plupart

des *hedge funds* gérés depuis les Etats-Unis sont établis dans un paradis fiscal. En 1999, l'association comptait environ 600 fonds. Ils n'ont rien d'occulte, puisqu'il existe à leur sujet de nombreuses informations diffusées dans le public et en particulier un annuaire professionnel précisant leurs modes d'intervention et l'ensemble des coordonnées utiles.

Or, pour permettre à leurs clients d'échapper plus facilement au contrôle fiscal de leur pays d'origine, les dépositaires de fonds situés dans les paradis fiscaux offrent une grande discrétion bancaire, ne permettant pas d'identifier les titulaires de compte. Les centres *offshore* se caractérisent ainsi par deux critères fondamentaux : **une fiscalité très faible, et un secret bancaire rigoureux.**

b) ... attirent les détenteurs de fonds d'origine criminelle

De là vient l'attrait des paradis fiscaux pour les détenteurs de fonds provenant d'activités illégales : trafic de drogue, d'armes, d'êtres humains. C'est ainsi que l'on glisse progressivement d'un phénomène d'évasion fiscale provenant d'activités licites, vers un phénomène de dissimulation des produits d'activités illicites.

Les circuits financiers criminels se fondent dans la masse des courants financiers qui accompagnent l'internationalisation des marchés de capitaux. La libéralisation des mouvements de capitaux, la suppression des contrôle des changes, l'euro, destinés à faciliter les flux légaux, facilitent également les flux illégaux. La monnaie unique, en particulier, favorise la discrétion des transactions intra-européennes portant sur des fonds d'origine douteuse.

Le développement d'Internet facilite aussi le phénomène. En effectuant des recherches relatives aux places *offshore* sur le réseau mondial, des dizaines de références d'officines spécialisées dans l'implantation d'activités dans les paradis fiscaux apparaissent. N'importe qui peut ainsi avoir recours à une prestation de services d'optimisation fiscale par la localisation la plus efficace. Ces officines sont elles-mêmes implantées *offshore*, à l'abri de la juridiction de tout organe de contrôle national ou international.

Selon le FMI en 1997, les places *offshore* étaient dépositaires de 4.800 milliards de dollars. Le blanchiment d'argent criminel représenterait 600 milliards de dollars de flux annuels (soit 2 % du PIB mondial) actuellement, selon le FMI et le secrétariat américain au Trésor, dont 50 % proviendrait du trafic de stupéfiants. Certains Etats sont des zones privilégiées pour les trafiquants : lors d'une réunion internationale tenue à Genève en décembre 1999, le président du Sénat de Haïti mentionnait par exemple que l'essentiel des capitaux investis dans son pays était d'origine douteuse... Enfin,

selon Pino Arlacchi, secrétaire général adjoint de l'ONU, les sommes provenant de l'évasion fiscale et de la corruption seraient chacune supérieures à celles du blanchiment.

2. Les circuits financiers criminels sont susceptibles de favoriser les crises financières

Le développement des circuits financiers criminels est dommageable en soi. Mais le groupe de travail a surtout cherché à savoir si ces flux financiers pouvaient avoir une influence sur le bon fonctionnement des circuits financiers légaux, et **s'ils étaient de nature à jouer un rôle dans les crises financières internationales.**

Les montants en cause ainsi que leur cheminement sont par nature trop mal connus pour que des études économiques systématiques aient pu être menées sur ce point. Il est donc très difficile d'évaluer l'éventuelle part de responsabilité de l'illégalité financière dans les difficultés économiques et financières du monde.

Deux constats peuvent néanmoins être établis, qui permettent de penser que la criminalité financière a sa part dans les crises financières :

- les pays émergents touchés par la crise souffrent en général d'un niveau de corruption élevé, alors que les Etats réputés moins corrompus ont traversé la crise plus facilement,

- les investigations du groupe de travail ont nettement établi que la **transparence** des flux financiers était nécessaire à une meilleure maîtrise des risques et à une saine allocation des actifs. Or, les flux criminels, opaques et sans rationalité économique, perturbent les équilibres.

a) Un niveau élevé de corruption va de pair avec la vulnérabilité aux crises

Selon l'OCDE, la corruption représenterait un montant annuel de 80 milliards de dollars de commissions illicites.

La mise en perspective des travaux de l'association Transparency international permet d'établir ce constat, sans toutefois permettre de déterminer le sens des liens de causalité. Toujours est-il qu'un bon niveau de développement s'accompagne d'une faible corruption.

Comparaison des indices de perception de la corruption 1998/1999 entre l'Union européenne et douze pays émergents au cœur des crises financières de 1997/1998

(source : Transparency International)

1. Indices 1998/1999 des 15 pays de l'Union européenne

Rang 1999	Pays	Score ICP 1999	Indice 1998
1	Danemark	10,0	10,0
2	Finlande	9,8	9,6
3	Suède	9,4	9,5
8	Pays-Bas	9,0	9,0
11	Luxembourg	8,8	8,7
13	Royaume-Uni	8,6	8,7
14	Allemagne	8,0	7,9
15	Irlande	7,7	8,2
17	Autriche	7,6	7,5
21	Portugal	6,7	6,5
22	France	6,6	6,7
	Espagne	6,6	6,1
29	Belgique	5,3	5,4
36	Grèce	4,9	4,9
38	Italie	4,7	4,6

2. Indices 1998/1999 de 12 pays émergents

Rang 1999	Pays	Score ICP 1999	Indice 1998
19	Chili	6,9	6,8
28	Taiwan	5,6	5,3
32	Malaisie	5,1	5,3
45	Brésil	4,1	4,0
50	Corée du Sud	3,8	4,2
58	Chine	3,4	3,5
58	Mexique	3,4	3,3
68	Thaïlande	3,2	3,0
71	Argentine	3,0	3,0
82	Russie	2,4	2,4
87	Pakistan	2,2	2,7
96	Indonésie	1,7	2,0

L'indice de perception de la corruption établi par l'association Transparency international est un sondage « *classant les Etats en fonction du degré selon lequel ils sont perçus comme étant le lieu où vivent les personnes susceptibles d'être corrompues - c'est-à-dire les fonctionnaires qui abusent de leur fonction par intérêt personnel* ». **Plus l'indice est bas, et plus le pays est perçu comme corrompu.**

Il convient toutefois de prendre les indications ci-dessus avec beaucoup de précautions : outre que les indices établis reflètent des appréciations qualitatives largement invérifiables, il est également permis de s'interroger sur la nature même de Transparency international, organisation américaine dont les préoccupations pourraient être pour une part liées aux intérêts commerciaux de sa zone d'origine...

b) Les effets pervers des circuits financiers criminels

Bien que non mesurés faute de statistiques suffisantes, les circuits criminels ont, du fait de leur opacité, de multiples conséquences perturbatrices sur les politiques économiques. On peut en énoncer six :

- des changements dans la demande de monnaie sans lien avec les fondamentaux économiques,

- des mouvements erratiques de taux de change et de taux d'intérêt liés à des transactions financières importantes entre Etats différents, transactions dont les sous-jacents sont criminels, et qui ne peuvent être mesurées,

- une altération de la solidité et de la sécurité des actifs financiers, notamment sur le plan juridique, lorsque leur constitution provient du recyclage de fonds criminels,

- des perturbations dans le fonctionnement des finances publiques des Etats, liées à l'évasion et à la fraude fiscale, ainsi qu'à l'absence totale de participation aux charges publiques des fortunes et revenus criminels (la Russie est un exemple du phénomène),

- une certaine insécurité des transactions légales, dès lors qu'elles peuvent être contaminées par les circuits illégaux,

- des phénomènes de bulles spéculatives sur les marchés d'actifs lors du réinvestissement massif, pour blanchiment, de fonds d'origine délinquante.

D'une façon générale, les circuits criminels échappent, du fait de leur opacité, à la connaissance des organismes chargés de mener les politiques économiques et financières, ce qui peut conduire à des erreurs graves de

pilotage. Ils occasionnent aussi de sérieuses pertes d'efficacité des aides financières légales : dans les pays émergents et en développement, une grande partie de l'aide multilatérale subit des fuites dans les circuits de la corruption ou de trafics en tout genre. Bien qu'on ne puisse mesurer ces effets, on peut subodorer leur importance croissante.

D. L'AMPLEUR MONDIALE DES CRISES FINANCIÈRES ET ÉCONOMIQUES

1. La crise dans les pays émergents

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

a) La crise mexicaine de 1994 et les risques du financement des déficits par des capitaux volatils

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

La crise mexicaine n'a pas modifié de manière substantielle l'attitude des investisseurs vis-à-vis des pays émergents, les besoins structurels de financement de ces pays étant généralement largement couvert par des entrées de capitaux privés de toute nature (investissements de portefeuille, prêts bancaires à court terme, placements en monnaie locale de non-résidents notamment). **L'environnement financier particulièrement**

favorable et l'abondance de la liquidité internationale a en effet incité les pays émergents à financer leur déficit structurel de financement à l'aide d'émissions obligataires plutôt que de prendre les mesures économiques nécessaires pour parvenir à rééquilibrer leur balance des paiements. Ces pays ont ainsi, après avoir libéralisé leur taux de change et ouvert leur marché financier, titrisé une part croissante de leur dette, mais également de leurs déficits publics, notamment en Amérique latine, qui constituait la zone la plus endettée.

De nombreux pays émergents qui ne connaissaient pas de déficits budgétaires ont cependant accueilli des dépôts de non-résidents pour des montants importants. La couverture excessive des besoins de financement des pays émergents par des capitaux volatils a artificiellement gonflé les réserves en devise de ces pays. La concurrence entre les fonds d'investissement et les fonds de pension pour obtenir le meilleur rendement les a poussé à investir leur argent dans des titres des pays émergents, davantage rémunérés mais également plus risqués que les titres des pays développés. Or, les placements des non-résidents sont extrêmement sensibles aux modifications des anticipations relatives à l'évolution des taux de change.

Flux privés à destination des PED

(USD milliards)	1994	1995	1996	1997	1998
Non générateurs de dette (actions)	82	90	127	141	127
Générateurs de dette dont :	170	228	327	266	136
- bancaires (nets)	43	99	119	34	-45
- autres crédits (nets) (1)	30	24	79	80	54

(1) surtout obligataires

Source : IFI, sept. 99 ; champ : principaux PED.

b) Les causes cachées de la crise asiatique ou l'émergence des fragilités des pays modèles

La crise asiatique, tant par son ampleur que par sa dimension systémique, a surpris l'ensemble des économistes, pour qui les pays asiatiques constituaient, de par leur croissance et leur stabilité sur longue période, des modèles de développement.

Dans un article célèbre intitulé « The Myth of Asia's Miracle »⁹, l'économiste Paul Krugman soulignait cependant que la croissance des pays asiatiques résultait, pour l'essentiel, d'une formidable accumulation de capital, mais que cette croissance serait inévitablement limitée par des contraintes structurelles et une diminution des taux de retour sur investissements, compte

⁹ *Foreign Affairs*, novembre/décembre 1994

tenu des faibles gains de productivité et de l'insuffisante qualification des personnes. Cependant, cette analyse ne prédisait qu'un ralentissement de la croissance, et non le choc subi par les économies asiatiques en 1997-1998.

Les pays asiatiques se caractérisaient avant la crise, par un fort taux d'épargne, des excédents budgétaires, une politique monétaire faiblement expansionniste et une inflation relativement faible et stable, autour de 5 %. Ces pays émergents ne présentaient donc pas les syndromes de vulnérabilité des économies d'Amérique latine. Cependant, ils accueillait des flux importants d'obligations, d'investissements de portefeuille et de placements en monnaies locales. L'endettement des résidents asiatiques auprès des banques a ainsi cru très rapidement à partir de 1994. En quatre ans, ce passif a presque doublé, et a atteint 450 milliards de dollars en 1997, pour des avoirs inférieurs à 280 milliards de dollars, soit un ratio de couverture apparente de 60 %. La part des crédits à court terme a atteint 65 % en Asie en 1995, et les entrées de capitaux étrangers en Thaïlande ont atteint 82 milliards de dollars entre 1991 et 1996, alors que les besoins de financement ne s'élevaient qu'à 47 milliards de dollars.

Indicateurs de vulnérabilité financière

1995	Besoin structurel de financement (1)	Part des capitaux stables ou à long terme dans les entrées de capitaux (%)	Réserves en mois d'importations de biens et services	Fongibilité des réserves (2)	Glissement annuel des crédits à l'économie sur glissement annuel du PIB (3)
Indonésie	7,70	56,00	3,50	1,40	1,40
Malaisie	12,10	64,00	3,20	0,60	1,20
Philippines	6,50	47,00	2,20	1,70	3,00
Thaïlande	11,10	46,00	4,90	1,10	1,90
Mexique (1994)	10,20	7,60	0,70	5,00	1,90

(1) en % du PIB

(2) dette à court terme dont acquisition de titres en monnaie locale pour des non-résidents sur réserves en devises (%)

(3) moyenne 1994-1995 sauf Mexique 1993-94

La progression des crédits à l'économie relative à celle du PIB des pays d'Asie fait apparaître des similitudes avec la situation du Mexique en 1994. Les besoins structurels de financement de ces économies n'étant que partiellement couverts par des capitaux stables ou à long terme, le montant de la dette à court terme dépassait les réserves en devise de ces pays. La vulnérabilité des économies asiatiques était donc provoquée par leur propre succès, l'afflux massif de capitaux provoquant un surinvestissement, en particulier dans le secteur immobilier, et conduisant à la formation d'une bulle spéculative. Les biens immobiliers servaient généralement de collatéraux pour les prêts. **Le gonflement de la bulle immobilière a donc contribué à entretenir l'endettement du secteur privé. Or, une partie de la dette du secteur privé a été contractée en monnaie étrangère et sans utiliser des**

instruments de couverture, les emprunteurs considérant l'ancrage du baht au dollar comme une garantie absolue de stabilité.

La crise asiatique a été déclenchée par les attaques spéculatives contre la monnaie thaïlandaise, le baht, forçant le pays à abandonner son ancrage au dollar et à dévaluer en juillet 1997. Les raisons de ces attaques sont multiples :

- l'appréciation du dollar a provoqué un ralentissement des exportations et de la croissance. Les investisseurs ont anticipé une dévaluation du baht, car ils considéraient que la politique de change n'était plus soutenable, à terme, compte tenu de ses conséquences néfastes sur l'économie réelle ;

- la baisse de l'efficacité de l'investissement a dévoilé l'importance des créances douteuses détenues par les institutions financières. Au début de l'année 1997, la révélation du niveau des créances douteuses de dix institutions financières a accentué les doutes sur la soutenabilité de la politique de change et a provoqué un mouvement de reflux des capitaux.

L'analyse des causes de la crise en Asie par l'économiste Paul Krugman souligne que la crise monétaire en Asie est une conséquence et non une cause de la situation financière des économies asiatiques, et insiste sur le rôle des intermédiaires financiers (en particulier, le rôle des compagnies financières en Thaïlande) et de la bulle spéculative qui s'est développée dans ces pays. Les intermédiaires financiers empruntaient en effet des sommes importantes en devises étrangères, notamment en dollars, qui étaient ensuite prêtées à des fins d'investissements spéculatifs. Ces institutions bénéficiaient généralement d'une garantie implicite de l'Etat, bien que n'étant que très peu encadrées dans leur politique de prêt. Ce système a permis une croissance considérable du prix des actifs financiers, ainsi que du prix du foncier. La politique non sélective du crédit menée par les institutions financières a donc engendré une bulle spéculative et une détérioration de la qualité des investissements, entretenus par la pérennité apparente de la politique de « crédit facile ».

Lors de son audition par le groupe de travail, le 19 mai 1999, M. José-Luis Daza¹⁰ a insisté également sur la dimension micro-économique de la crise en Asie, liée au surendettement des acteurs privés et aux surcapacités de production, alors que l'Etat lui-même se trouvait dans une situation financière saine.

¹⁰ Voir en annexe le compte-rendu de cette audition.

Le dégonflement de la bulle spéculative a révélé la situation financière réelle des institutions et des banques. La crise monétaire apparaît donc clairement comme une conséquence du dégonflement de cette bulle spéculative, et non des politiques macro-économiques conduites par les gouvernements asiatiques.

c) La diffusion de la crise en Asie.

La diffusion de la crise thaïlandaise vers les autres pays d'Asie est liée au retournement des anticipations des investisseurs. **Le décrochage du baht par rapport au dollar a en effet jeté un doute sur la viabilité des régimes de change dans la région, la plupart des pays ayant lié leur monnaie au dollar.**

La dépréciation du baht renforçait la compétitivité-prix des exportations thaïlandaises relativement à celles des pays dont la monnaie était liée au dollar. Cependant, il est relativement peu probable que l'anticipation d'une réaction en chaîne de dévaluations compétitives dans l'ensemble de la région, puisse expliquer la diffusion de la crise dans les pays voisins de la Thaïlande. En effet, la relative faiblesse de l'intégration régionale des économies asiatiques, conjuguée à une concurrence limitée sur les marchés extérieurs, réduisent d'autant la puissance explicative de cette hypothèse. En revanche, les économies voisines de la Thaïlande étaient perçues comme possédant des faiblesses analogues à elle, entraînant une réévaluation des risques et un désengagement de la part des investisseurs, qui ont subitement révisé leur jugement sur le « modèle asiatique de développement ».

Contrairement à la plupart des crises précédentes, la crise asiatique ne résulte pas d'un choc d'offre ou de demande, mais d'une défiance des investisseurs vis-à-vis de la soutenabilité de la politique d'ancrage des monnaies au dollar. L'ensemble des monnaies de pays asiatiques ont fait l'objet d'attaques spéculatives, contraignant la plupart des pays de la région, dont les taux de change étaient liés au dollar qui s'appréciait, à abandonner ce lien et à dévaluer leur monnaie.

M. Christian de Boissieu décrit les crises financières récentes comme résultant d'une combinaison d'un taux de change rigide et surévalué et d'une dette extérieure à court terme importante. La perte de confiance des investisseurs dans la monnaie locale entraîne alors des ventes massives et simultanées de titres, des mécanismes de mimétisme et d'« anticipations autoréalisatrices ». Le fait que les gestionnaires des fonds d'investissement sont jugés sur leurs performances relatives provoque en effet des comportements de mimétisme qui amplifient de manière considérable les fluctuations des marchés financiers.

L'ancien directeur général du Fonds monétaire international, Michel Camdessus, a indiqué que la crise asiatique marquait la fin de la distinction entre les pays systémiques, susceptibles d'exporter chez leurs voisins leurs déséquilibres macro-économiques, et les pays non-systémiques. En effet, rappelle-t-il, « *qui aurait osé penser en 1997 que la Thaïlande était un pays systémique ?* ».

La contagion rapide de la crise est liée à un effet de panique propagé par la très grande mobilité des capitaux, les investisseurs considérant que la dépréciation des actifs était inévitable dans l'ensemble de la zone asiatique, et non à un mécanisme classique de transmission de la crise par les canaux du crédit ou de l'économie réelle. Cette explication permet de comprendre les raisons de la surprise qui a accompagné l'effondrement des économies asiatiques, puisque les fondamentaux économiques des pays de la région ne faisaient pas apparaître de déséquilibres significatifs. Lors de son audition par le groupe de travail, le 19 mai 1999¹¹, M. José-Luis Daza a estimé que la contagion de la crise asiatique a été provoquée par les similarités de situation qui sont observées par les marchés financiers.

d) La contagion de la crise : un effet de panique plutôt qu'un effet de domino.

Si les banques ont été les principaux acteurs du déclenchement de la crise en Thaïlande et en Asie, les investisseurs institutionnels ont joué un rôle déterminant dans la propagation de celle-ci, en reportant leur défiance sur les pays d'Amérique latine et la Russie.

Lors de son audition par le groupe de travail le 21 avril 1999, M. Jean-Pierre Landau a expliqué ce phénomène par l'effet de levier des contrats financiers et par le sentiment de panique qui a sévi sur les marchés. Le développement de la crise vers la Russie et le Brésil serait essentiellement lié à l'aversion au risque des marchés, provoquée par la crise en Asie et la crise brésilienne serait directement liée à la crise russe, les opérateurs financiers prenant acte de la similitude des situations financières entre les deux pays.

Comme les pays d'Asie et malgré des faiblesses économiques et financières importantes et largement connues, la Russie a continué à attirer les financements internationaux (crédits bancaires et émissions d'obligations notamment), pratiquement jusqu'au déclenchement de la crise financière en août 1998. L'absence de maîtrise des finances publiques, l'accélération des émissions d'emprunts publics à court terme, la chute des cours des matières premières et l'appréciation du taux de change réel ont fait douter de la capacité

¹¹ Voir en annexe le compte rendu de cette audition

de la Russie à assurer le service de sa dette à compter de la fin de l'année 1997. Afin de sauvegarder la stabilité du rouble, les taux d'intérêt se sont considérablement élevés, de sorte que le service de la dette publique absorbait près de la moitié des recettes budgétaires. Face à l'aggravation des problèmes de financement, le gouvernement russe a décidé de laisser flotter le rouble et annoncé un moratoire sur le service de la dette intérieure et sur le remboursement des dettes des entreprises et des banques envers les créanciers étrangers. Ces décisions ont déclenché une réaction particulièrement violente des marchés financiers, la crise montrant, pour la première fois depuis le début des années quatre-vingt dix, la possibilité d'un défaut sur des obligations d'Etat.

Par conséquent, **le milieu de l'année 1998 est caractérisé par une très forte aversion pour le risque de la part des investisseurs, et une crise de confiance généralisée envers les économies émergentes.** Au début du mois d'octobre 1998, la hausse des marges sur les obligations de la plupart des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine rendait très difficile l'émission de titres pour ces pays.

Malgré une détérioration des déficits public et commercial de la plupart des pays, l'Amérique latine avait continué à attirer des flux de capitaux importants après le déclenchement de la crise asiatique. Or, la crise de confiance du milieu de 1998 a provoqué un quasi-tarissement des financements extérieurs.

La cessation de paiements de la Russie a eu un impact important sur le Brésil, provoquant notamment des ventes massives d'obligations internationales émises par ce pays, et une fuite des capitaux vers la qualité. Au début de l'année 1999, le gouvernement brésilien a été contraint d'abandonner le régime de change fixe en vigueur depuis 1994.

L'analyse de la crise asiatique met en valeur les insuffisances de la régulation bancaire, et souligne les effets déstabilisateurs de la mobilité des capitaux, en particulier lorsque les institutions financières locales ne sont pas réglementées de manière appropriée. Elle souligne également l'insoutenabilité des régimes de change fixes en présence d'un déficit budgétaire ou extérieur élevé. En effet, l'élévation des taux d'intérêt nécessaire pour soutenir la monnaie nationale encourage les résidents à emprunter en devise sans se couvrir, et les non-résidents, à acheter des actifs en monnaie nationale. La crise asiatique souligne donc qu'un pays ne peut soutenir à long terme un déficit du compte courant, même lorsque ce déficit finance l'investissement du secteur privé et non la consommation ou les dépenses publiques.

2. Les effets de la crise sur les pays en voie de développement

La crise a touché de façon différenciée les pays en voie de développement selon les deux canaux de transmission que constituent les flux d'échanges et les flux financiers.

De ce point de vue, la situation des pays asiatiques et celles des autres pays en développement, particulièrement les pays d'Afrique, est très différente. La très forte dépendance des pays asiatiques aux capitaux internationaux et leur meilleure insertion dans le commerce international les a fait ressentir très brusquement et très durement cette crise. Les pays d'Afrique en ont quant à eux souffert de manière plus diffuse et risquent ainsi d'en devenir les victimes finales quand les pays d'Asie seront revenus sur le chemin de la croissance.

L'Inde a-t-elle été préservée de la crise par sa faible insertion dans les échanges internationaux de capitaux ?

La libéralisation du système financier a été plus mesurée en Inde que dans la plupart des pays d'Asie du sud-est, comme en Chine d'ailleurs. En conséquence, l'Inde n'a pas été directement touchée par les fluctuations monétaires et financières qui ont secoué la région à partir de l'été 1997. Le maintien d'un contrôle étatique sur le financement de l'économie, ses réserves de change et la non-convertibilité de sa monnaie la préservent en effet des déstabilisations induites par des mouvements de capitaux importants.

Cependant, le financement de l'économie indienne laisse une place de plus en plus importante aux apports de capitaux étrangers, et les bourses de Bombay et Delhi sont largement plus importantes que la plupart des bourses d'Asie, avec un chiffre d'affaire commun de 12 milliards de dollars pour le mois de juin 1998 et une capitalisation de 206 milliards de dollars à cette même période. A la fin de mars 1998, le stock d'investissements de portefeuille est de 15 milliards de dollars. Les réserves en devises de l'Inde devraient néanmoins lui permettre de faire face à la volatilité croissante des capitaux.

La faible ouverture de l'économie indienne sur l'extérieur, les exportations ne représentant que 9 % du PIB, a préservé le pays de la contagion de la crise. Le commerce avec les pays touchés est relativement faible, et les entreprises indiennes ne sont que très faiblement en concurrence avec les pays asiatiques sur les marchés d'exportation. Les débouchés pour l'industrie indienne sont donc peu menacés par l'accroissement de compétitivité des exportations des pays du sud-est asiatique résultant des dévaluations de leurs monnaies nationales.

La crise asiatique a toutefois contribué à aggraver le déficit commercial de l'Inde. La roupie s'est dépréciée à partir du mois d'août 1997, en partie pour compenser la hausse de l'inflation, mais également pour prendre en compte le désavantage compétitif dû aux dévaluations des monnaies des pays du sud-est asiatique. Le relèvement des tarifs douaniers en 1998-1999 participe de ce même objectif.

La stratégie indienne d'appel à l'épargne extérieure ne permet pas encore d'accroître suffisamment l'investissement pour atteindre les objectifs de croissance annoncés pour le IX^{ème} Plan, soit une moyenne de 7 % par an. Mais un recours accru aux capitaux extérieurs exige au préalable un assainissement des finances publiques en Inde.

Les mouvements de capitaux continuent de faire l'objet d'une réglementation restrictive, et les sorties de capitaux des résidents doivent faire l'objet d'une autorisation de la

Banque Centrale. Du point de vue indien, l'appel à l'épargne extérieure n'est bénéfique que si les capitaux sont stables et orientés vers les secteurs définis comme prioritaires par les pouvoirs publics. Les investissements doivent être effectués par des investisseurs institutionnels agréés par la Banque Centrale. L'analyse de la crise asiatique pousse les autorités indiennes à renforcer la politique sélective du crédit, afin de répartir l'investissement de manière équilibrée selon les secteurs et de limiter les investissements spéculatifs.

Malgré les protections dont l'Inde dispose pour ne pas subir la contagion de la crise asiatique, son déficit courant risque d'engendrer une crise de confiance à laquelle elle ne pourrait que difficilement résister.

L'Inde a dû faire appel à l'épargne des Indiens non-résidents pour financer son déficit courant, compte tenu de la restriction de l'accès au crédit bancaire international et de l'élévation des primes de risques sur les taux d'intérêt consécutifs à la crise asiatique. Certes, la dette indienne ne s'élève qu'à 28 % du PIB et le service de la dette absorbe moins de 28 % des recettes d'exportation, tandis que la dette à court terme reste relativement faible et préserve l'Inde des risques de liquidité. Toutefois, le niveau élevé des taux d'intérêt provoqué par l'importance des déficits publics comporte un risque de spéculation sur les instruments de gestion de la dette, et donc de déstabilisation du pays si une crise de confiance se présentait.

Les protections tarifaires et réglementaires réduisent l'impact de la crise, mais favorisent un ralentissement et une prudence accrue dans la mise en œuvre des réformes économiques. La réaction des investisseurs étrangers à l'égard d'une pause du processus de libéralisation pourrait fragiliser la situation financière indienne.

L'Inde est confrontée à l'importance de ses déficits internes et externes, et doit s'efforcer de stimuler la croissance sans engendrer de déséquilibres trop importants. Elle doit également contenir les pressions inflationnistes liées aux tensions sur le marché des biens et services.

Enfin, le coût du conflit récemment rouvert avec le Pakistan entraîne une dépréciation de la roupie, un ralentissement de certaines activités générant des devises, telles le tourisme et le transport aérien, et pèse sur le budget de l'Etat. L'incertitude liée à cette situation fait peser un risque de déstabilisation de l'économie indienne dont les fondements demeurent fragiles. Le pays a moins souffert de la crise financière que les autres pays d'Asie, mais pourrait difficilement supporter une crise de confiance étant donné l'importance de ses besoins de financement.

Source : « L'Inde en mouvement : une chance à saisir pour la France », rapport d'information de M. Jacques Chaumont, sénateur, au nom de la commission des finances, n°476, 1998-1999, pages 26-28.

En termes de croissance économique, selon la Banque africaine de développement, l'Afrique aurait perdu 1,2 point de croissance entre 1997 et 1998 (soit l'équivalent de la perte de 2 milliards de dollars d'investissements directs). En décembre 1998, le FMI estimait la croissance 1998 du continent africain à 3,8 % soit un point de moins que la prévision de janvier 1998. Les pays dépendants des exportations ont le plus fortement ressenti ces conséquences, même si des situations locales favorables peuvent laisser apparaître une situation plutôt positive au Maroc (bonne récolte), en Côte d'Ivoire et au Cameroun (conséquences de la dévaluation du franc CFA et de l'appréciation du dollar en 1997).

Effets de la crise sur la croissance en Afrique (en %)

	Prévision pour 1998 avant la crise (août 1996)	Prévision pour 1998 après la crise (4^{ème} trimestre 1998)	Impact
Algérie	5,3	1	- 4,3
Cameroun	3,7	4,9	1,2
Côte d'Ivoire	5	6,7	1,7
Egypte	4,5	5	0,5
Gabon	3	0,55	- 2,45
Ghana	4,8	2,95	- 1,85
Kenya	4,3	1,5	- 2,8
Maroc	6	7,5	1,5
Nigeria	3,9	2,2	- 1,7
Afrique du Sud	3	0,8	- 2,2
Tunisie	6,5	5,2	- 1,3
Zambie	3	0,6	- 2,4
Zimbabwe	5,5	2	- 3,5
Afrique	4,5	3,3	- 1,2

Source : Banque africaine de développement

Au-delà de ces effets statistiques, il paraît important d'étudier les modes de diffusion de la crise de l'Asie vers l'Afrique, qui en révèlent les aspects les plus durables.

L'Afrique au bord du chemin

Alors que l'Asie a renoué avec les taux de croissance du passé, l'Afrique, notamment subsaharienne, toujours tributaire des exportations de matières premières, secouée par des événements meurtriers, handicapée par le niveau élevé de sa dette n'a connu qu'une croissance économique de 2,3 % en 1999, inférieure à la croissance démographique, avec pour conséquence la diminution du revenu moyen par habitant (-0,3 %). Près de la moitié de sa population vit en état de pauvreté contre 15 % dans le monde entier. Les investissements en Afrique n'ont pas cessé de chuter depuis dix ans. La part du continent dans le commerce mondial est passée de 1,5 % en 1990 à 0,6 % en 1998.

Ce phénomène s'ajoute à celui plus général de creusement des inégalités dans le monde. La X^{ème} Cnuccd réunie à Bangkok a constaté que les 48 pays les moins avancés représentaient en 1997, dans le monde, 13 % de la population, 0,6 % des importations et 0,4 % des exportations. Ils n'étaient que 25 Etats à être classés parmi les pays les moins avancés en 1971. L'écart entre les pays les plus riches et les plus pauvres est passé de 1 à 3 en 1820, à 1 à 11 en 1913, 1 à 35 en 1950, 1 à 44 en 1973, 1 à 72 en 1992 et 1 à 127 en 2000. Trois milliards de personnes vivent aujourd'hui avec moins de deux dollars par jour. La dette des pays en voie de développement est passée de 1.500 milliards de dollars en 1990 à 2.300 milliards de dollars en 2000.

Sources : Cnuced, *Newsweek*, *Jeune Afrique*

Pour les pays d'Afrique, la crise asiatique a eu pour conséquences immédiates d'une part une très forte dépréciation des monnaies, se traduisant par une augmentation du prix des produits exportés en Asie, d'autre part, une contraction très forte de leur demande intérieure et une baisse du volume de ces exportations vers cette zone. Comme l'explique la Banque africaine de développement¹², « en conséquence, les exportations de l'Afrique vers l'Asie, qui représentaient 13 % du total des exportations africaines en 1996 (et dont 4 % étaient destinés au Japon) ont décliné. » Les produits les plus affectés furent les matières premières minérales, les produits alimentaires, le tabac et les boissons. L'Afrique australe et l'Afrique du Nord, qui constituent les deux tiers des exportations africaines en direction de l'Asie, furent les plus touchés, ainsi que les producteurs de pétrole qui avaient pour clients des pays asiatiques.

Par ailleurs, l'Asie a amélioré sa compétitivité prix, venant renforcer une tendance déjà en œuvre s'agissant de la part de marché de l'Asie sur les marchés internationaux de certaines matières premières. Or la concurrence était déjà sévère et avait déjà touché fortement l'Afrique qui avait perdu des parts de marché sur tous les produits de base en 20 ans :

Parts sur les marchés internationaux d'exportation (en %)

	Afrique			Asie		
	1970	1993	Variation	1970	1993	Variation
Cacao	80,3	60,1	- 20,2	0,4	20	+ 19,6
Café	24,6	14,3	- 10,3	4,9	10,9	+ 6
Caoutchouc	7,4	5,6	- 1,8	89,1	90,8	+ 1,7
Bois d'œuvre	13,4	7,3	- 6,1	43,3	52,5	+ 9,2
Coton	30,7	17,2	- 13,5	16,6	35,6	+ 19

Source : Banque africaine de développement

Ainsi, l'Indonésie, la Malaisie, la Thaïlande devraient tirer profit des aléas monétaires tandis que la Côte d'Ivoire perdra encore plus pied sur le marché du cacao, ou le Cameroun sur celui du bois d'œuvre, ou encore le Kenya sur celui du thé. Il paraît au total peu probable que la baisse des prix

¹² In *Rapport sur le développement en Afrique*, Economica, Paris, Abidjan, 1999, 243 pages

des importations en provenance d'Asie compense les conséquences négatives de la crise sur les exportations africaines.

Par ailleurs, la crise asiatique a accentué un mouvement, déjà amorcé, de baisse des cours des produits de base. Le baril de pétrole est ainsi passé de 18,8 dollars en 1997 à 12,7 dollars en septembre 1998. L'Algérie et le Nigeria ont durement ressenti cette chute des cours. Il en va de même pour l'or (qui a touché l'Afrique du Sud), le cuivre (33 % de baisse des cours en six mois, qui a frappé de plein fouet la Zambie, directement par les cours et la baisse de la demande, indirectement en remettant en cause le programme de privatisation des mines), le bois d'œuvre, le caoutchouc (baisse des prix de 37 % en un an), le café, le thé, le cacao.

S'agissant des flux financiers, l'impact de la crise a été plus diffus mais pas moins lourd pour les pays africains en voie de développement. Les investissements directs les plus concernés sont concentrés dans les secteurs liés aux matières premières. La diminution de la demande mondiale de ces produits a affecté la rentabilité des investissements réalisés dans ces domaines et a conduit les grandes entreprises à revoir leurs projets.

L'accès aux marchés financiers a été également rendu plus délicat par la crise asiatique. Le différentiel de taux s'est creusé et il est devenu difficile de recourir aux marchés internationaux de capitaux pour financer les déficits de balances des paiements. De ce point de vue, l'appartenance à la zone franc a constitué une protection très efficace pour ses membres. En réalité, cet effet financier a essentiellement touché les pays intermédiaires, ceux qui avaient couramment recours aux emprunts internationaux, comme l'Égypte, le Maroc, l'Afrique du Sud, ou la Tunisie.

En définitive, l'impact de la crise sur les pays en voie de développement, singulièrement africains, a probablement été sous-estimé à l'origine en raison de leur relativement faible insertion dans les échanges internationaux. Cela était sans compter d'une part sur l'importance que représentent ces échanges pour l'économie de ces pays, et d'autre part sur les effets d'éviction (notamment par les taux, mais aussi par la rentabilité et l'apparence du risque) que la crise a provoqués sur les marchés financiers. Loin d'être préservés par leur pauvreté, les pays les moins développés ont souffert en perdant ou en voyant s'affaiblir leurs sources de financement. Ceci justifie fortement que se mette en œuvre la solidarité internationale à leur égard, notamment en agissant sur le levier de la dette publique.

Les crises bancaires et monétaires cassent le développement

« Bien qu'il soit généralement admis que les pays en développement ont grandement profité de l'afflux d'investissements étrangers directs, la politique (ou l'absence de politique) à l'égard des investissements étrangers de portefeuille et des emprunts extérieurs à court terme est de loin l'aspect le plus controversé de la libéralisation des opérations en capital. L'instabilité des marchés financiers et monétaires observée à la fin des années 90 est étroitement liée à ces flux de capitaux. Les pays dont la dette à court terme est très importante sont à la merci des brusques revirements des investisseurs. La réorientation massive des flux de capitaux qui en résulte a souvent des effets désastreux sur les systèmes financiers, même les plus solides. Les crises économiques provoquées par ces fluctuations ont coûté fort cher aux pays concernés - touchant non seulement les emprunteurs, mais aussi l'ensemble de la société. Elles ont entraîné une flambée du chômage et une baisse des salaires de 25 % ou plus. Des petites entreprises modérément endettées se sont trouvées privées d'accès au crédit ou confrontées à des taux d'intérêt exorbitants. Les faillites se sont multipliées, contribuant au chaos économique et à la destruction d'un capital de savoir et d'organisation qui ne pourra être reconstitué avant longtemps. (...)

L'expérience des 20 dernières années ne laisse subsister aucun doute quant au coût des crises bancaires globales. Entre 1977 et 1995, 69 pays ont été confrontés à une crise bancaire si grave que leurs banques ont perdu la quasi-totalité de leur capital. Leur recapitalisation a coûté fort cher à l'Etat, engloutissant environ 10 % du PIB en Malaisie (1985-88) et 20 % au Venezuela (1994-99). Ces crises peuvent freiner la croissance économique pendant des années. Comme l'ont montré clairement la crise mexicaine en 1994 et la crise asiatique en 1997-98, les crises bancaires et monétaires vont souvent de pair.

La libéralisation des opérations en capital influe aussi sur la stabilité du système financier en raison de la volatilité des investissements de portefeuille. En Amérique latine, les capitaux étrangers ont été très fluctuants. En 1993, les entrées nettes s'élevaient à 60 milliards de dollars mais, au lendemain de la crise mexicaine en 1995, les sorties nettes ont atteint 7,5 milliards de dollars. L'accès à une masse croissante de capitaux internationaux peut engendrer une plus grande instabilité sur les marchés financiers émergents, qui sont aussi plus vulnérables aux revirements des investisseurs institutionnels. (...)

La hausse des taux dans les pays industriels accroît le risque de crise bancaire dans les pays en développement et les pays en transition, pour trois raisons. D'abord, pour retenir les investisseurs qui peuvent désormais obtenir des rendements plus élevés chez eux, les banques des pays en développement doivent relever leurs taux. (...). Ensuite, comme les entreprises des pays en développement sont nombreuses à emprunter à l'étranger, la hausse des taux d'intérêt dans les pays industriels provoque un choc macro-économique collectif, mettant les entreprises dans l'impossibilité de rembourser les prêts consentis par les banques nationales et étrangères. Les bilans se détériorent encore plus si la hausse des taux d'intérêt dans les pays industriels entraîne la dépréciation de la monnaie des pays en développement, ce qui a pour effet d'accroître le coût du remboursement des emprunts en devises. Enfin, les attaques spéculatives peuvent sérieusement compromettre la stabilité du système bancaire d'un pays en développement. (...)

La crainte d'une attaque spéculative contre les banques ou la monnaie peut provoquer d'elle-même un mouvement de panique, déclenchant une crise macro-économique artificielle. (...)

Les deux crises financières récentes en Asie de l'Est et en Amérique latine donnent à penser que la proximité géographique est un important facteur de contagion. La « similarité institutionnelle », c'est-à-dire les analogies entre systèmes juridique et réglementaire, et l'exposition aux mêmes chocs peuvent également être des facteurs importants. Les pays ont donc intérêt à veiller à ce que le système financier et la politique macro-économique de leurs voisins n'augmentent pas le risque de crise financière et de contagion. Les retombées possibles par-delà les frontières sont une raison impérieuse de renforcer la coopération et la coordination régionales dans le domaine macro-économique et dans celui de l'établissement et de l'application des normes et des règlements bancaires.

Des comparaisons internationales récentes montrent que le contrôle des mouvements de capitaux a peu d'effet sur la croissance économique. Cette observation signifie sans doute que les avantages de l'accès à la masse des capitaux circulant dans le monde - notamment la possibilité d'augmenter les investissements ou de diversifier les risques - sont neutralisés par le coût des crises provoquées par la libéralisation du système financier. Bien qu'il faille toujours interpréter avec prudence les comparaisons d'un pays à l'autre, celles-ci mettent bien en évidence la différence entre les effets sur la croissance économique de la libéralisation des échanges et de la libéralisation des opérations en capital. De multiples études sur la libéralisation des échanges concluent toutes aux nombreux avantages de cette politique, mais les travaux empiriques sur la libéralisation des opérations conduisent à un constat beaucoup plus nuancé. La difficulté est donc d'élaborer des politiques et un cadre institutionnel suffisamment attrayants pour attirer des investissements susceptibles de stimuler la croissance, tout en réduisant le risque de crise financière grave. »

Source : Banque mondiale, Rapport sur le développement dans le monde 1999-2000, éditions Eska / Banque mondiale, Paris, 2000, pages 78 et 79.

3. Des effets asymétriques entre les pays développés

Si les crises financières récentes ont entraîné des effets asymétriques entre les pays en développement et les pays développés, une caractéristique identique doit être relevée quant aux effets de ces crises sur cette dernière catégorie de pays.

Si l'Europe et le Japon ont été sérieusement atteints, les Etats-Unis ont peu souffert de la crise et semblent même en avoir tiré certains bénéfices.

Cette analyse se vérifie d'abord sous un angle purement macro-économique. La contraction du commerce mondial qui est intervenue après le déclenchement de la crise est principalement venue de la réduction de la demande exprimée par les pays asiatiques en crise et par certaines économies d'Europe centrale et orientale. Dans sa composante asiatique, elle a touché de plein fouet le Japon et cet effet, sensible pour l'Europe, a été encore accentué pour elle par la composante européenne de la crise. Si la France a été relativement épargnée du fait de la composition sectorielle de son économie, l'exposant relativement peu à la chute des exportations industrielles par laquelle s'est principalement traduite la réduction des importations des pays en

crise, il n'en est pas allé de même pour l'Italie et l'Allemagne qui ont été tout particulièrement concernés.

Quant aux Etats-Unis, si la crise du commerce international a pu dégrader encore leurs déséquilibres extérieurs, la sensibilité de l'activité économique américaine à la demande étrangère n'y est pas telle que ce phénomène ait pu sérieusement affecter une croissance soutenue par une forte demande interne. Il faut ajouter que les Etats-Unis jouissent toujours du privilège de financer leur croissance grâce à l'épargne mondiale, privilège que les crises ont encore accentué.

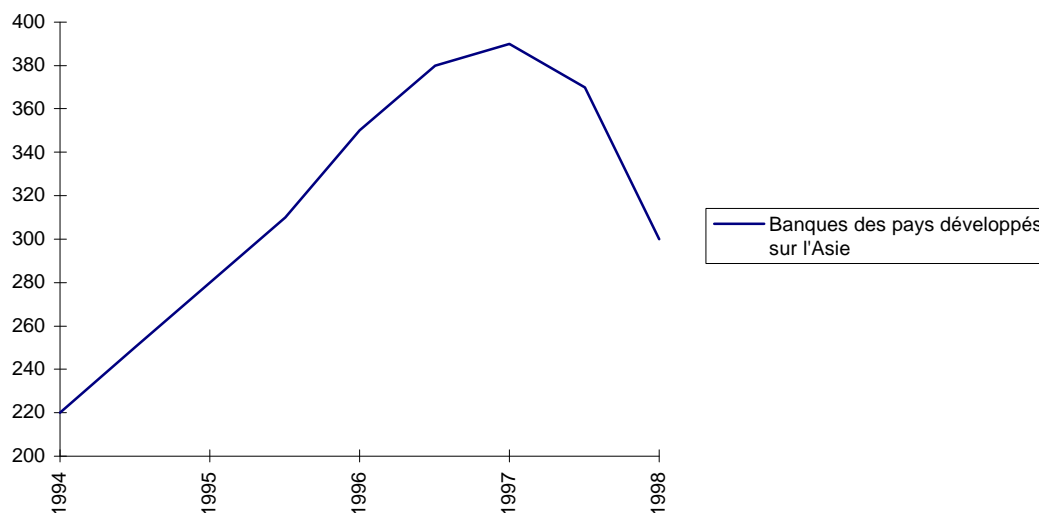
Car c'est également sur le plan des enchaînements macrofinanciers que les effets des crises récentes se sont révélés asymétriques. L'atténuation du rythme de la croissance mondiale, la réallocation des flux financiers vers les supports les plus crédibles (le fameux *fly to quality*) ont favorisé d'une part une détente des taux d'intérêt, d'autre part le financement de la croissance des pays occidentaux. Ces effets n'ont pas été négligeables pour l'Europe mais ont principalement bénéficié aux Etats-Unis en soulageant l'économie américaine du poids de primes que sa situation fortement débitrice et les perspectives incertaines du dollar auraient pu lui valoir¹³.

Ces enchaînements macrofinanciers dissemblables ont été confortés et amplifiés par des réalités microfinancières nuancées qu'il convient maintenant d'expliquer.

L'ensemble des banques des pays développés ont augmenté considérablement leurs engagements en Asie jusqu'à la fin de l'année 1996. Puis ces engagements se sont réduits à partir de l'année 1997.

¹³ Une telle remarque, qui était vraie en 1998, ne le serait pas forcément aujourd'hui, en raison de l'amplification extraordinaire de la « bulle financière » correspondant, aux Etats-Unis, à la « Net-économie ». Le « fly to quality », s'il se produisait à nouveau, conduirait à constater des dépréciations considérables dont l'épargne américaine serait sans doute la première victime.

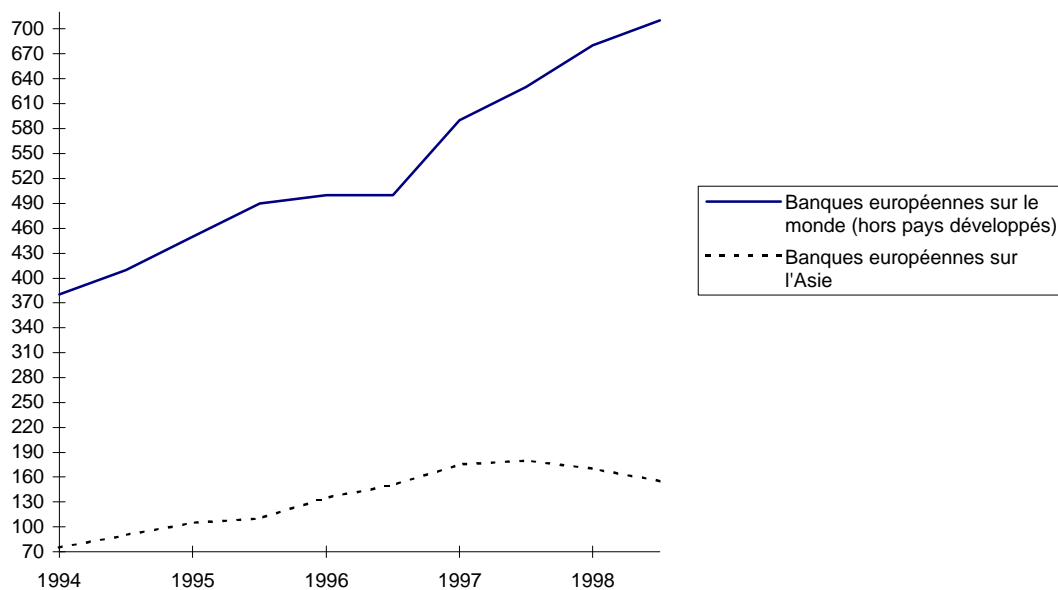
Evolution des créances bancaires internationales des pays développés sur l'Asie entre 1994 et 1998
(en milliards de \$)
Total (pays développés)



Source : Rexecode à partir de données de la BRI

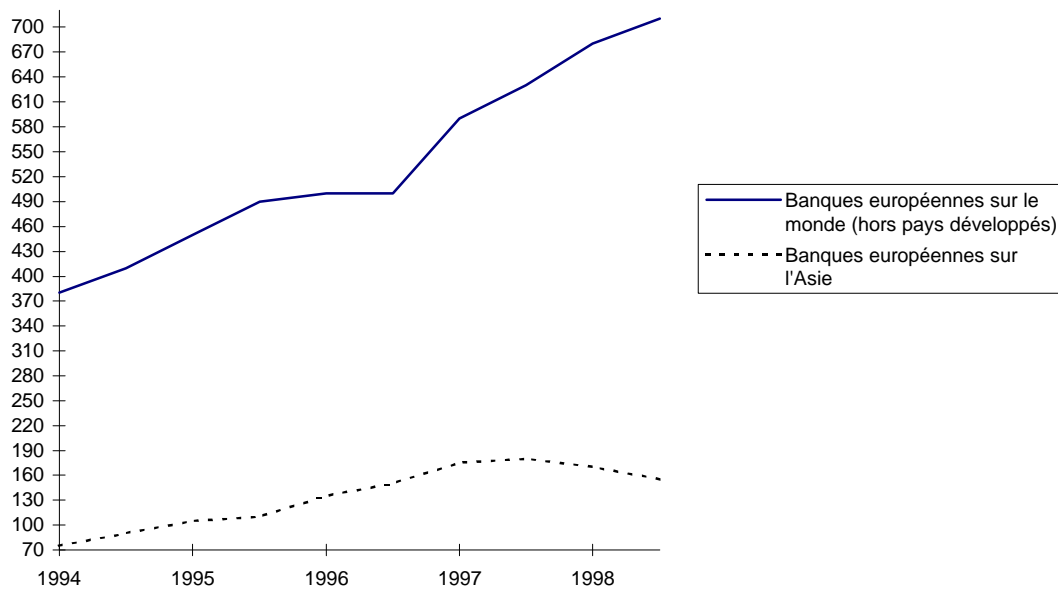
Cependant, **le niveau des engagements des banques occidentales sur l'Asie et leur évolution au cours de cette période ont été très contrastés selon l'origine géographique des établissements bancaires.** Les graphiques ci-après, réalisés à partir des données de la Banque des règlements internationaux, illustrent des réalités financières profondément disparates.

Banques américaines



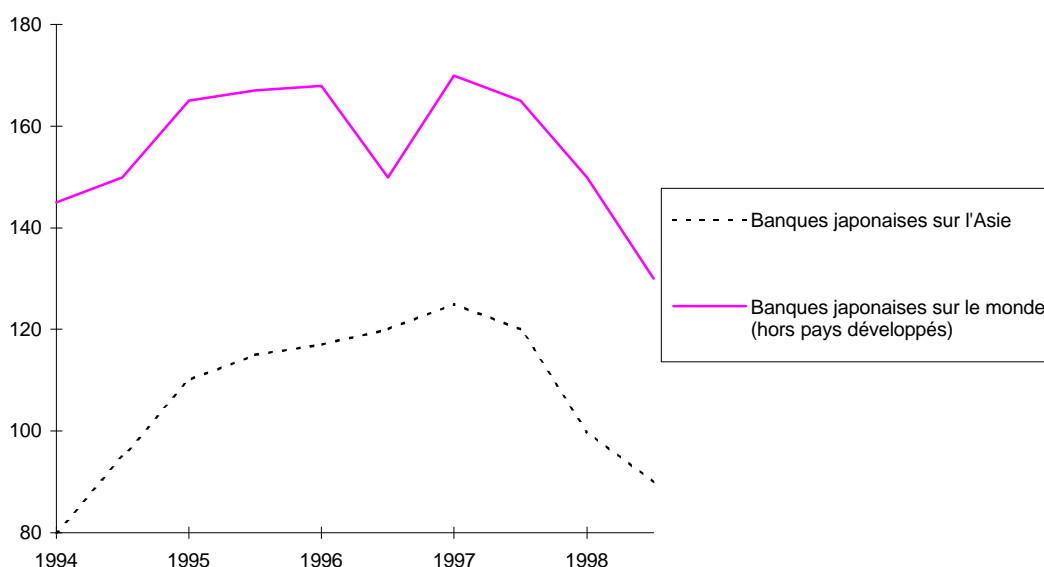
Source : Rexecode à partir de données de la BRI

Banques européennes



Source : Rexecode à partir de données de la BRI

Banques japonaises



Source : Rexecode à partir de données de la BRI

* 18 pays : Etats-Unis, Canada, Japon, Norvège, Suisse, UE (hors Portugal et Grèce) ; 1^{er} trimestre 1998.

Il apparaît d'abord que les niveaux de départ des engagements respectifs des banques américaines, européennes et japonaises en Asie étaient inégaux. En 1994, les banques américaines ne portaient que 11,8 % du total des engagements bancaires en Asie, les banques japonaises et européennes représentant donc, à peu près moitié-moitié, l'essentiel des engagements bancaires des pays développés dans la zone.

Cette inégale exposition s'est renforcée au cours des années suivantes. Les banques américaines n'ont que peu augmenté leurs engagements en Asie jusqu'à la crise. Les banques japonaises ont développé leurs engagements plus substantiellement mais sensiblement moins que les banques européennes. A mi-97, les engagements des différents intermédiaires se répartissaient ainsi par origine nationale.

Répartition des engagements bancaires des pays développés en Asie par origine mi-97
(En %)

Banques américaines	Banques japonaises	Banques européennes
10,4	36,2	53,4

Ces évolutions disparates ne peuvent être entièrement élucidées. Le marasme économique en Europe et le *credit crunch* observé au cours de la période ont sans doute entretenu une orientation des banques européennes vers l'Asie qui apparaît comme la région la plus dynamique. Il est possible que les difficultés économiques du Japon n'aient pas produit les mêmes comportements chez des banques japonaises alors en grande difficulté. Enfin, le dynamisme d'une économie américaine très aut centrée a probablement polarisé le secteur bancaire américain sur sa propre économie. Pourtant ces explications ne peuvent être considérées comme en excluant d'autres plus étroitement en rapport avec les conditions mêmes dans lesquelles les établissements bancaires ont été gérés de part et d'autre.

Il est permis d'évoquer de ce point de vue des degrés variables de réactivité aux risques.

Cette hypothèse que l'inégale exposition des banques sous revue aux risques asiatiques tend à valider *ex-post* se nourrit surtout du constat d'un désengagement plus précoce des banques américaines et japonaises, à la veille de la crise asiatique, tandis que les banques européennes ont plus tardé à réagir.

Le tableau ci-dessous témoigne de cette situation à fin juin 1998.

Créances bancaires internationales des pays développés ^(a) sur le reste du monde

Montant en milliards de dollars (fin juin 1998)

Nationalité de la banque

Créances sur :	E-Unis	Japon	R.Uni	Allemagne	France	Italie	Espagne	Zone euro (hors Portugal)	Total Pays développés
RESTE DU MONDE ^(b)	125,5	142,7	96,7	194,0	116,4	43,8	50,3	528,5	1119,5
Autres pays développés ^(c)	16,2	19,8	23,9	38,7	17,1	7,2	8,2	95,3	216,4
Europe de l'Est dont Russie	12,4 7,8	4,1 1,0	3,9 1,8	52,5 31,3	11,1 6,7	6,4 4,3	0,9 -	92,4 50,8	133,4 75,9
Amérique latine	64,2	14,8	23,1	39,5	25,1	14,3	36,6	140,7	295,7
dont Mexique	16,7	4,4	5,7	6,1	6,1	2,1	6,0	24,8	62,9
Argentine	10,2	1,7	5,2	7,5	5,2	4,6	12,7	34,3	60,2
Brésil	16,8	5,2	5,8	12,8	7,9	3,6	4,6	37,4	84,6
Chili	4,9	1,2	0,7	3,5	1,7	0,5	3,8	11,7	21,9
Moyen Orient	5,3	3,0	6,5	11,6	7,0	2,5	0,4	25,7	57,3
Afrique	4,8	2,3	3,9	9,4	18,7	2,9	1,4	39,4	58,3
Asie	22,6	98,5	30,2	42,2	35,4	4,2	1,9	120,5	324,8
dont Corée du Sud	7,4	18,9	5,6	8,4	7,9	0,9	0,2	22,1	72,4
Taiwan	1,5	2,6	3,5	2,4	4,2	0,5	0,0	11,5	23,2
Chine	2,1	17,5	7,8	7,4	8,0	1,5	1,0	23,4	59,3
Inde	1,4	3,3	2,0	3,3	1,2	0,4	0,1	6,9	18,9
Indonésie	3,2	19,0	4,0	5,9	4,0	0,2	0,2	17,9	50,3
Malaisie	1,1	7,9	1,6	5,2	2,4	0,1	0,0	9,2	23,0
Philippines	3,0	2,3	1,8	2,2	1,8	0,1	0,2	8,9	17,8
Thaïlande	1,8	26,1	2,1	5,3	3,9	0,3	0,2	13,1	46,8
Institutions internationales	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	6,4	0,7	9,5	20,8
Autres	0,0	0,0	0,4	0,0	1,9	0,0	0,1	5,0	12,7

a) La BRI retient 18 pays : Etats-Unis, Canada, Japon, Norvège, Suisse et l'Union européenne (moins le Portugal et la Grèce)

b) Ce total ne prend pas en compte les 18 pays retenus par la BRI, ni les centres bancaires offshore

c) Principalement Australie, Grèce, Nouvelle-Zélande, Portugal, Turquie.

Source : Rexecode

Un engagement bien supérieur des banques européennes et une plus grande hésitation à réagir ont constitué un couple de facteurs à partir duquel les banques européennes ont davantage souffert des crises que leurs concurrentes américaines et même japonaises.

Selon toutes vraisemblances, les créanciers européens ont également moins profité des corrections d'actifs auxquelles ont donné lieu les plus récentes crises.

II. LA NÉCESSITÉ D'UNE NOUVELLE RÉGULATION

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

Mais, outre que cela serait renoncer aux aspects bénéfiques de l'internationalisation des échanges décrits ci-dessus, il est hautement improbable qu'une telle action à rebours de l'économie mondiale soit possible. Car les pays qui décident de refermer leur économie sont contraints de renoncer aux biens et services qu'ils ne produisent pas et ne sauraient pas nécessairement fabriquer à un coût acceptable pour leur population, ainsi qu'aux capitaux extérieurs dont ils peuvent avoir besoin pour financer leur développement. Ce retour vers l'autarcie s'apparenterait à un mouvement d'« albanisation », selon le terme appliqué à l'Albanie de l'époque d'Enver Hodja, dont l'indépendance économique et financière se payait d'une très grande pauvreté et d'un retard scientifique et technologique considérable.

De ce point de vue, la constitution de zones économiques et monétaires vastes et bien intégrées permet de retrouver une certaine autonomie avec un bon niveau de développement : l'Union européenne en est un exemple.

Tout concourt au contraire à une intensification des flux d'échanges économiques et financiers à travers le monde, avec, au premier chef, le développement des techniques de transport et de communication.

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

C'est au demeurant sur le fondement d'une telle analyse qu'est née l'Organisation mondiale du commerce au sommet de Marrakech en 1994 : pour la première fois dans l'histoire des relations économiques internationales se mettait en place un système juridictionnel à vocation mondiale, assurant le règlement des litiges interétatiques nés de l'application de règles du jeu choisies d'un commun accord.

A. L'IMPOSSIBLE RETOUR À L'ANCIEN SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Le système monétaire international issu des accords de Bretton Woods a disparu, en matière monétaire, le 15 août 1971 quand le président Nixon a décidé la suspension de la convertibilité en or du dollar. Dans le système monétaire international mis en place en 1945, les taux de change étaient maintenus fixes par rapport au dollar, ce dernier étant convertible en or (35 dollars l'once) et les monnaies pouvant varier de plus ou moins 0,75 % autour de leur cours pivot. La mobilité très réduite des capitaux, l'absence de convertibilité des monnaies européennes jusqu'en 1958 et la difficulté à mobiliser des ressources extérieures encadraient strictement le système. La défiance croissante vis-à-vis du dollar à partir du début des années soixante et le développement des économies européenne et japonaise ont considérablement ébranlé le système de Bretton Woods : les dollars se sont accumulés hors des Etats-Unis dans des proportions bien supérieures aux disponibilités en or de la Réserve fédérale. L'éclatement du système de taux de change fixe a alors conduit, en 1973, au choix d'un système de changes flottants avec libre circulation des capitaux et autonomie de la politique monétaire.

Les pays ayant mis en place des mécanismes de changes flottants mais encadrés (le tunnel européen) n'ont pas davantage tenu le choc et le système monétaire international actuel se retrouve être celui d'une complète liberté des changes. Tous les pays n'y ont pas recouru immédiatement, mais il convient de remarquer que depuis l'explosion du système de Bretton Woods ; ils sont toujours plus nombreux à avoir dû, sous la pression des événements, consentir à adopter un taux de change flottant.

Les régimes de changes des pays membres du FMI

Régimes de changes*	1978	1983	1988	1992	1998
Fixité par rapport à une monnaie	64	52	58	57	48
dont USD	43	34	39	26	18
Fixité par rapport à un panier	36	40	39	31	18
Flexibilité limitée, serpent, autres parités fixes avec marges étroites de fluctuation	4	7	7	8	17
Parités glissantes et flottement géré	7**	29	27	30	55
Flottement libre	27***	9	17	48	46
Total	138	137	148	174	184

* Situation prévalant en début d'année

** Parités glissantes seulement

*** Y compris flottement géré

Sources : FMI, *Exchange Arrangements and Exchange Restriction (divers numéros)*, Paribas

La situation de flottement total *de facto* dans laquelle se retrouvent la plupart des pays touchés par la crise asiatique pour retrouver une certaine compétitivité prix et la maîtrise de leur politique monétaire n'apparaît cependant pas comme une solution satisfaisante et tenable à terme¹⁴. Elle engendre en effet des distorsions durables et importantes des taux de change (*misalignments*) qui contraignent à des ajustements brutaux et déstabilisateurs. De plus, la volatilité constitue un facteur d'insécurité peu propice aux transactions et aux investissements. Elle est porteuse d'inflation en cas de croissance retrouvée et de hausse du prix des importations. Le risque de dépréciation de la monnaie confère une très forte instabilité aux taux d'intérêt et donc à l'ensemble du système bancaire et financier national. Les taux d'intérêt réels subissent un *spread* défavorable. Bref, la flexibilité totale des changes transfère le risque sur les agents économiques alors même que ceux-ci ne sont probablement pas en mesure de l'assumer¹⁵.

¹⁴ Ils sont passés « d'un flottement géré à un flottement avéré » pour reprendre la bonne formule d'Olivier de Boysson, « Pays émergents : le flottement est-il rassurant ? », in *Conjoncture*, novembre 1999, Paribas, pages 8 et suivantes.

¹⁵ *Ibid.*

Le cavalier seul de la Malaisie

En septembre 1998, la Malaisie a pris la décision de refuser le plan de réformes et l'aide qui y était liée proposés par le Fonds monétaire international et de recourir à des mesures peu propices à la reconquête de la confiance internationale : contrôle des changes, blocage puis taxation du rapatriement des fonds investis et refus de dévaluer le *ringgit*. Alors que les premiers résultats apparaissaient défavorables à cette stratégie (le PIB a reculé de 7,5 % en 1998, chiffre cependant dans la norme des économies asiatiques touchées par la crise), l'activité a fortement repris en 1999 : recul du chômage, taux d'intérêt divisés par deux, reprise forte du commerce extérieur, croissance de 5,9 %, excédent commercial de 19 milliards de dollars. Pour 2000, le gouvernement annonce une croissance économique de 5,8 %.

Est-ce à dire que le choix de la Malaisie se trouve à l'origine de ces bons résultats ? L'année 1999 a en effet vu l'ensemble de la région renouer avec les taux de croissance passés. Mais la Malaisie n'a pas effectué le travail de ses voisins en matière de réglementation prudentielle, de réforme du système bancaire, etc. Et elle a perdu durablement la confiance des investisseurs internationaux.

Surtout, cette expérience, fort intéressante, n'est absolument pas transposable à d'autres Etats, en raison des conditions très spécifiques de l'économie et de la société malaises exposés en annexe au présent rapport par M. Edouard Braine, ancien ambassadeur de France à Kuala Lumpur.

Faut-il pour autant revenir à la philosophie précédente et aux taux de change fixes ? Il semble que cette solution doive être écartée. Le Japon a formellement proposé le 2 mars 1998 de revenir à un système de parité fixe entre les trois grandes monnaies internationales que constituaient le dollar, le yen et le futur euro. Cela partait du constat de la volatilité plus forte des taux de change au cours des trois années ayant précédé les débuts de la crise asiatique. Le Japon en tirait la conclusion que cette instabilité des monnaies les unes par rapport aux autres, exprimée par le biais du taux de change, se trouvait à l'origine du déclenchement de la crise.

Il est cependant possible d'inverser le raisonnement et de concevoir cette instabilité soit comme une des formes de la crise et non comme une de ses causes, soit comme un phénomène exogène à la crise. La très forte baisse de la parité de l'euro avec le dollar tout au long de l'année 1999 montre d'ailleurs que la crise passée, la volatilité subsiste.

De toute évidence, l'élaboration d'un nouveau système monétaire international revenant aux sources de Bretton Woods ne paraît guère envisageable. Il ne faut pas oublier qu'au sein du SMI sont tout de même survenus de forts déséquilibres monétaires, que la fixité des taux de change n'a pas pu empêcher. L'exemple du SME et des crises qu'il a subies en 1992 rappelle également que la fixité des changes ne se décrète pas entre gouvernements mais se juge sur les marchés financiers. En effet, les monnaies sont devenues des actifs financiers à part entière, soumis à des fluctuations liées aux performances économiques des Etats mais aussi à d'autres facteurs.

Il apparaît aujourd'hui impossible à qui que ce soit de défendre une parité fixe des monnaies dans un environnement de déréglementation totale des transactions financières. Sauf à réaliser une monnaie unique mondiale, nulle frontière étatique ne peut s'opposer aux verdicts des marchés et aux arbitrages financiers qu'ils réalisent.

Les formes plus souples de l'ancrage fixe ont ainsi échoué ces dernières années¹⁶.

La crise asiatique a montré les limites du mécanisme d'ancrage strict d'une monnaie à celle d'un autre pays (*peg strict*) en l'occurrence le dollar. En effet, cette forte rigidité a eu deux conséquences au cœur du déclenchement de la crise qu'ont connu les pays émergents d'Asie : elle a dégradé leur compétitivité prix et favorisé de manière parfois artificielle l'entrée des capitaux. Cette surévaluation du taux de change et cette présence importante de capitaux étrangers au caractère volatile ont été à l'origine de la crise à partir du moment où le dollar a commencé à monter.

Les mécanismes de fixité des changes avaient pu apporter la stabilité, briser les spirales inflationnistes, supprimer la volatilité des changes et réduire considérablement les primes de risque. Cependant, l'inadaptation de la politique budgétaire, le caractère insoutenable de déséquilibres macro-économiques ou l'incertitude entourant la qualité des fondamentaux déclenchent aussitôt une crise contraignant à l'abandon du régime de fixité.

Même le système du conseil monétaire (*currency board*), adopté par exemple en Argentine et à Hongkong, ne semble pas satisfaisant. S'il a conforté la crédibilité de ces pays et s'il leur a permis de « compter sur des mécanismes de stabilisation »¹⁷, le coût en semble très élevé : dépendance de la masse monétaire aux réserves de change, conséquences lourdes des ajustements en termes de croissance économique, de partage des richesses, de chômage.

Pour toutes ces raisons, le retour à l'ancien système monétaire international semble davantage relever de l'utopie généreuse que d'une proposition opérationnelle et efficace pour l'économie mondiale, sauf à s'inscrire dans le cadre d'une monnaie-monde qui ouvrirait la voie à d'autres régulations. Le choix du juste milieu, tant recherché, semble alors la voie d'avenir. Les propositions sont de deux ordres. On peut concevoir un

¹⁶ Voir Christian de Boissieu, « Comment sortir de la crise mondiale », in Crise mondiale et marchés financiers, *Les Cahiers français*, n° 289, avril 1999, Paris, La Documentation française, pages 82 et suivantes.

¹⁷ *Ibid.*

mécanisme d'ancrage à un panier fixe de monnaies (proportion déterminée de la valeur du dollar, ce celle de l'euro, de celle du yen, etc.). On peut aussi imaginer la création d'un ancrage mobile (*crawling peg*) vis-à-vis d'un tel panier, en corrigeant régulièrement les écarts accumulés pour éviter les réajustements brutaux¹⁸. Enfin, dans les pays développés, les théories de la zone-cible connaissent un regain d'intérêt prononcé. Cependant, comme le montre Christian de Boissieu¹⁹, cela supposerait la réduction des déséquilibres commerciaux, porteurs à terme de réajustements du taux de change, et une meilleure coordination des politiques économiques.

B. L'ILLUSION DE LA RECHERCHE D'UNE PLUS GRANDE STABILITÉ VIA L'INSTAURATION DE RÉGIMES DE CHANGE RIGIDES

L'instabilité, monétaire et financière se nourrit du polycentrisme monétaire. La diversité des monnaies, l'architecture des parités qu'elles présentent, les occasions d'arbitrage qui s'ensuivent sont autant d'éléments susceptibles de produire de la volatilité. Celle-ci, à son tour, mal maîtrisée, peut engendrer de l'instabilité et introduire de profonds désordres économiques.

C'est le démantèlement du système monétaire international inventé à la suite de la guerre à Bretton Woods autour d'un mécanisme de fixités plus ou moins strictes des parités qui a créé cette situation dont l'essor des opérations financières internationales a eu pour effet d'accroître l'instabilité.

Face aux perturbations associées à l'avènement de ce non-système monétaire international, des réactions sont intervenues. Elles ont pour l'essentiel visé un même objectif : la réduction voire l'élimination des variations excessives de change.

La poursuite de cet objectif a emprunté des chemins variables.

De ce point de vue, l'on peut d'abord distinguer les solutions concertées entre plusieurs pays, processus qui trouve sa plus parfaite illustration dans la construction monétaire européenne, des initiatives individuelles qui conduisent un pays donné à annoncer tel ou tel objectif de parité.

¹⁸ *Cependant les exemples du peso mexicain en 1994, du bolivar vénézuélien - provisoirement - en 1996, du real brésilien, du sucre équatorien et du peso chilien en 1999 montrent les limites des crawling pegs.*

¹⁹ *Ibid.*

Il convient surtout de souligner la gradation des mesures prises pour réduire l'instabilité monétaire. Elles s'étagent tout au long d'un spectre qui va d'ancrages nominaux, plus ou moins rigides, opérés le plus souvent par référence au dollar, à l'unification monétaire.

Quelques exemples de disciplines de change recherchées à travers une réduction de la volatilité des parités.

La réduction de la volatilité des monnaies nationales qui peut être recherchée par d'autres moyens - une politique économique adéquate par exemple - a donné lieu à l'adoption de différentes organisations de change basées sur une plus ou moins grande rigidité des parités.

En effet, si, officiellement, rares sont les pays qui ont notifié au fonds monétaire international des taux de change fixe - dans les pays asiatiques par exemple seul Hong Kong avait rattaché officiellement sa monnaie au dollar -, la plupart des pays émergents avaient adopté des politiques de change reposant sur des ancrages nominaux plus ou moins étroits.

Les systèmes suivants peuvent être rappelés :

- les bandes de fluctuation autour d'un cours pivot calculé en fonction d'un panier de devises dominé par le dollar (Chili, Colombie, Mexique...);
- les systèmes à crémaillère (*crawling peg*) ménageant l'éventualité d'ajustements graduels et adaptés (Brésil, Venezuela);
- les systèmes de change fixe par rapport au dollar accompagnés d'une garantie monétaire consistant dans la constitution de réserves en devises (*currency board*) de l'Argentine ou de Hong Kong);
- l'ancrage nominal fixe implicite à un panier de monnaie dominé par le dollar qu'ont adopté la plupart des pays asiatiques.

Ces approches peuvent se différencier au regard du degré de rigidité de la relation de change entre la monnaie nationale et les devises étrangères. Elles ont en commun des objectifs analogues qui, tous, se déclinent à partir d'une ambition d'assurer à la monnaie nationale une meilleure crédibilité.

Ces engagements de change équivalent en effet à des engagements financiers et économiques. Financiers en ce sens qu'il s'agit de garantir les investisseurs contre le risque de change. Economiques en ce qu'il s'agit d'assurer une gestion de l'économie nationale conforme aux conditions du maintien du taux de change c'est à dire principalement orientée vers la stabilisation des prix internes.

La préoccupation d'acquérir une réelle crédibilité n'a rien de l'expression d'une simple fierté nationale. Elle poursuit des objectifs très concrets : l'obtention de financements aux meilleurs coûts ; pour les pays fortement endettés en monnaie étrangère, une garantie contre une

revalorisation de leur dette qui proviendrait mécaniquement d'une dépréciation de la devise nationale.

L'histoire monétaire montre malheureusement que peu de monnaies sont susceptibles, dans un monde financier libéralisé, d'acquérir une telle crédibilité que les flux de devises ne puissent les déstabiliser.

Quant à l'histoire monétaire des pays émergents, elle montre que les ancrages nominaux de leurs monnaies ne résistent pas aux situations d'intense instabilité.

Cette situation s'explique par des facteurs de nature différente. Les variables macro-économiques ont toutes les chances de jouer à travers au moins deux types d'enchaînement :

- le choix d'une monnaie de référence conduit la plupart du temps à étalonner la monnaie nationale sur celle des pays développés (dollar, yen, DM...); or, les pays émergents à forte croissance sont davantage exposés à l'inflation que les pays de référence; il s'ensuit alors une appréciation du taux de change réel dont la soutenabilité apparaît plus ou moins vite problématique;

- si l'expérience montre que l'ensemble des pays émergents ne sont pas incapables d'assurer un équilibre convenable de leur épargne et de leur investissement domestiques, la probabilité de déséquilibres extérieurs y est toutefois importante et susceptible d'altérer la crédibilité de l'ancrage nominal.

A ces raisons macro-économiques s'en ajoutent d'autres fondées sur des données monétaires et financières. Les crises asiatiques ont montré l'importance prise par ces derniers éléments, certaines crises comme celle subie par la Corée n'apparaissent pas justiciables d'explications strictement macro-économiques. Au demeurant, il apparaît que de nombreux modèles internes aux banques et construits sur des liaisons économétriques de type macro-économique n'ont pas permis d'anticiper les crises asiatiques après prise en compte des évolutions ayant précédé la crise.

Aux explications traditionnelles de l'effondrement des cours de change des pays à fort ancrage nominal, il faut de ce point de vue ajouter une explication plus systémique.

Les sources de faiblesse traditionnellement avancées consistent pour l'essentiel en une insuffisance des réserves de change mobilisables pour stabiliser la monnaie et en l'absence de crédibilité de la politique monétaire pour les pays fortement endettés à court terme. L'incapacité à relever les taux d'intérêt courts devant l'immédiate pénalisation des débiteurs qui s'ensuit,

constitue un handicap majeur de crédibilité de la politique monétaire et, par conséquent, de la crédibilité des monnaies concernées.

Plus fondamentalement, il convient de souligner le renforcement de l'autonomie des comportements financiers.

Ces constats conduisent alors à s'inquiéter de ce que l'affichage explicite ou implicite d'une politique de change basée sur un ancrage nominal puisse constituer en soi pour des monnaies sans statut international fort, une source de vulnérabilité.

La question des solutions alternatives doit alors être posée.

L'Europe en a construit une avec l'adoption de l'euro, c'est-à-dire à travers la constitution d'une zone monétaire unique, éliminant les variations de change entre des économies très interdépendantes, et susceptible de donner naissance à une monnaie à statut international. De nombreux projets régionaux existent ailleurs et notamment en Asie avec l'*Asian currency unit* (l'ACU). Il faut pourtant tempérer les espérances qui accompagnent de tels projets. La construction d'une zone monétaire unique est soumise à de strictes conditions de viabilité et, en particulier, au constat d'une convergence nominale et réelle suffisante entre les pays qui partagent une même monnaie. Une telle situation n'apparaît pas réunie pour les pays asiatiques ou d'Amérique latine dont l'interdépendance économique justifierait l'adoption d'une monnaie unique.

En outre, il y a plus qu'un pas entre l'adoption d'une telle monnaie et son avènement au statut de monnaie internationale. Ce qui est encore vrai pour l'euro le serait bien plus pour des pays insuffisamment proches.

Il reste que le souci d'accroître la stabilité de leurs monnaies conduira très légitimement les pays qui souffrent de la faiblesse du statut de leurs devises à rechercher dans des unifications monétaires une solution de remplacement à des ancrages nominaux stricts insoutenables.

Il n'est pas sûr que le monde en sortira monétairement plus stable, les unions monétaires risquant d'être contestées à travers des volatilités supérieures entre des monnaies certes moins nombreuses mais de plus en plus concurrentes.

Il ne s'agit ici que de prospective et il convient de revenir à des données plus immédiates exposant les autres méthodes alternatives à l'ancrage nominal, employées pour stabiliser le change des pays les plus fragiles en la matière.

L'adoption de politiques économiques destinées à préserver la stabilité des prix et les équilibres extérieurs représente une voie d'autant plus

fréquemment empruntée qu'elle est prônée par les institutions financières internationales. Il peut s'agir d'une discipline douloureuse méritant à ce titre d'être accompagnée. Si on voit mal comment s'en passer - sauf l'exception ci-après mentionnée -, il ne faut pas lui prêter des vertus qu'elle ne peut avoir.

Elle ne garantit pas contre des mouvements de change suscités par des comportements financiers qui ont acquis leur autonomie. Nécessaire, cette option n'est pas suffisante.

Une autre méthode, parfois empruntée, consiste en un renoncement au bénéfice de la libéralisation des flux monétaires et de capitaux. On en a évoqué plus avant les limites évidentes.

En revanche, il est très fortement recommandable que les autorités responsables des changes suivent avec attention les principaux déterminants monétaires des risques de change. En la matière, la crise asiatique a montré l'importance fondamentale du ratio « endettement extérieur/crédits domestiques » dont l'évolution mérite donc un suivi particulier.

Evolution du ratio « Emprunts bancaires de cinq pays asiatiques auprès des banques étrangères/crédits domestiques »*

	En % du crédit domestique		Stock en milliards de dollars		
	1990	1997 T2	1990	1997 T2	1998 T2
Indonésie	11	18	5	25	18
Corée	16	30	21	92	61
Malaisie	14	24	4	25	19
Philippines	70	25	6	12	10
Thaïlande	17	46	8	86	55

* mesuré par les actifs des banques enregistrées à la BRI vis-à-vis des banques des pays énoncés ci-dessus

Source : FMI, données nationales et BRI

Certains pays ont pu trouver dans l'instauration de barrières à l'entrée des capitaux étrangers (Indonésie) ou des capitaux les plus courts (Chili) un moyen de maîtriser ce ratio.

Il semble plus judicieux de conférer aux banques centrales la tâche d'adapter son évolution compte tenu des risques qu'elle est susceptible de révéler.

L'instrument existe avec le ratio des avoirs de réserve par rapport aux engagements courts en devises, que les banques centrales devraient mobiliser davantage en le faisant varier en fonction de l'intensité des flux d'entrée de capitaux courts étrangers et des risques qui y sont associés.

Les expériences des crises financières et monétaires les plus récentes ne conduisent pas à dénier tout intérêt à des politiques de change bien conçues et appuyées sur des politiques économiques soutenables. Elles disqualifient les options de change excessivement prévisibles ou insoutenables. Elles démontrent surtout que la stabilité des changes appelle une rationalisation des comportements financiers.

C. DES SOLUTIONS GLOBALES UTOPIQUES

1. Le mirage de la taxe « Tobin » sur les mouvements de capitaux

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

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

Ce constat, ainsi que la redistribution du produit de la taxe sur les mouvements de capitaux en faveur des pays en voie de développement, suscite désormais l'intérêt, sinon l'adhésion d'une partie de la classe politique française. L'idée paraît en effet généreuse et séduisante par sa simplicité. Il convient cependant d'en évaluer la faisabilité d'une part, et l'efficacité d'autre part. En effet, une telle taxe, souvent présentée comme un remède miracle aux excès des marchés par ses promoteurs, doit être évoquée comme une utopie et ne tient pas compte de la complexité des mécanismes financiers.

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

Lionel Jospin s'était déclaré favorable à une taxe sur les mouvements de capitaux avant d'être nommé premier ministre. Il a cependant abandonné cette idée depuis : dans sa réponse à une question du député Jean-Claude Lefort, publiée au *Journal officiel* le 1^{er} mars 1999, le gouvernement a fourni les indications suivantes : « *Il serait inexact (...) de considérer que tous les mouvements de capitaux internationaux, fussent-ils spéculatifs et/ou n'ayant pas pour objet de servir l'intérêt général, ont des effets nocifs. (...) La taxe Tobin paraît cependant, dans l'état actuel du débat international, notamment en raison de la vive opposition des Etats-Unis, impossible à mettre en place au niveau mondial. Or, l'idée ne vaudrait que si elle était appliquée partout, faute de quoi elle serait inefficace.* ». Le gouvernement expose donc de manière claire les obstacles comme les limites d'une taxe Tobin.

Au cours de son audition par le groupe de travail, M. Christian de Boissieu a souligné l'impossibilité d'une application universelle de la taxe Tobin. En effet, les pays qui n'adhéreraient pas à la convention instituant une telle taxe (ce qui est inévitable, compte tenu de l'avantage inhérent à un tel comportement de « passager clandestin ») constitueraient de fait des places *offshore* vis-à-vis des pays partie prenante à la convention. **Une taxe sur les mouvements de capitaux limitée à quelques pays, même à un très grand nombre d'entre-eux, ne provoquerait sans doute qu'un déplacement des transactions vers les autres pays. Le développement des transactions via le réseau internet faciliterait de surcroît le contournement d'une telle taxe.**

b) Les effets pervers d'une taxe « aveugle » sur les mouvements de capitaux

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

soit à se mettre à l'abri des variations des cours, soit à s'enrichir en profitant de ces variations.

Un contrat à terme s'analyse comme un transfert de risque de celui qui veut se couvrir vers celui qui accepte de couvrir ce risque contre rémunération. Ces contrats permettant aux exportateurs et aux importateurs de s'assurer contre les variations des cours des devises, la création d'une taxe sur les mouvements de capitaux entraînerait un renchérissement du coût de la couverture des risques, et serait donc dommageable aux échanges de biens. Lors de son audition par le groupe de travail, M. Christian de Boissieu a souligné l'impossibilité de distinguer les opérations purement spéculatives des opérations financières liées au commerce international, ce qui constitue un obstacle sérieux à l'établissement d'une taxe sur les mouvements de capitaux.

La taxe Tobin pourrait également avoir des effets contraires à ceux recherchés. En effet, en renchérisant le coût des transactions sur les marchés des changes, elle limiterait la diversification internationale des risques des institutions financières, et pourrait donc entraîner une plus grande vulnérabilité de l'épargne investie à l'étranger. La taxe frapperait essentiellement les mouvements de capitaux spéculatifs sur le marché des changes, généralement motivés par des variations très faibles des parités entre les monnaies. Or, il convient de rappeler que la volatilité quotidienne provoquée par ces transactions ne constitue pas un danger pour l'économie réelle. L'ampleur de cette spéculation peut, au contraire, avoir un effet stabilisateur sur les marchés, car l'équilibre découle des anticipations des différents acteurs, généralement fondées sur la faible probabilité d'un retournement soudain du marché. En réduisant le nombre de transactions et la liquidité des marchés financiers, la taxe Tobin pourrait accroître l'ampleur des variations des prix et l'instabilité des marchés. M. Jean-Pierre Landau illustre cette idée en rappelant que « *le jet d'une pierre dans un grand lac produit des remous invisibles ; dans une petite mare, il provoque des vagues de grande ampleur.* ».²⁰

La volatilité excessive des marchés est celle qui entraîne des fluctuations importantes des taux de change, ou qui conduit à des taux de change sans rapport avec les données fondamentales de l'économie réelle. Compte tenu de l'ampleur des gains provenant de tels écarts, cette volatilité, qui n'est pas liée fondamentalement au volume ou à la durée de placement des capitaux, ne pourrait pas être contenue par l'instauration d'une taxe.

²⁰ « *Institutions et marchés financiers : quelles responsabilités ?* » in Crise mondiale et marchés financiers, *Les Cahiers français*, n°289, avril 1999, Paris, La Documentation française.

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

2. L'utopie de la monnaie mondiale

Enfin, plus ambitieuse encore, est l'idée de concevoir un système international unique, construit autour d'institutions communes, d'une seule monnaie, de règles financières, bancaires, prudentielles uniformes dans le monde entier. Dans cette étape ultime du capitalisme, l'ensemble des crises serait résolu par un prêteur unique en dernier ressort. Elles seraient toutes prévenues par l'établissement et le respect au plan mondial de règles strictes. Les échanges s'effectuant tous dans une monnaie mondiale, les problèmes de change et de dévaluation disparaîtraient. Les fiscalités deviendraient parfaitement harmonisées pour supprimer toute concurrence fiscale. L'information économique circulerait de façon parfaite. Bref, d'international, le système monétaire et financier deviendrait véritablement mondial. De nombreuses raisons militent en ce sens : les institutions financières travaillent de manière mondiale ; les décisions d'investissement sont mondiales ; le commerce est mondial ; les marchés financiers sont mondialement intégrés ; le nombre des monnaies renchérit les coûts de transaction et suscite une inutile et coûteuse spéculation. Il s'agit d'une véritable « *monomoney mania* » pour reprendre le titre d'un article de Paul Krugman²¹.

Et pourtant, il n'est nul besoin de démontrer le caractère irréaliste de telles propositions et, surtout, l'impossibilité dans laquelle se trouveraient aujourd'hui les organisations internationales pour en assurer l'application et le respect. D'abord, sur le plan théorique, le remplacement des taux de change par une monnaie mondiale ne supprimerait pas pour autant la survenance de crises. De plus, la politique monétaire et financière a un caractère encore très national ; les institutions agissent dans un cadre national selon des politiques définies d'abord au sein de chaque Etat. Les nations protègent avec beaucoup d'attention leur souveraineté. Comme l'écrit Barry Eichengreen : « *même en Europe, où il y a une forte tradition intégrationniste aux racines intellectuelles remontant à plusieurs siècles, les Etats nations continuent de veiller*

²¹ Paul Krugman, « *Monomoney mania* », in Slate, 15 avril 1999.

jalousement sur leur responsabilité en matière de régulation des marchés financiers domestiques et hésitent à se tourner vers une entité internationale. »²²

A ces arguments pratiques s'ajoutent les raisons théoriques qui plaident en faveur du pluralisme monétaire. Comme le rappelle Paul Krugman²³, ce débat est ancien et transcende les écoles traditionnelles. Milton Friedman, constatant qu'il est parfois nécessaire pour le bon fonctionnement du marché de réaliser de profonds changements dans le système national des prix, préfère un ajustement par la monnaie plutôt qu'une action jouant à la fois sur le niveau d'inflation et le niveau d'emploi (par exemple lorsque le niveau des salaires en Irlande a besoin d'augmenter par rapport à ceux de l'Allemagne, il vaut mieux changer de parité monétaire plutôt que de créer une inflation en Irlande et une déflation en Allemagne). Friedman compare cela au changement d'heure au printemps et à l'automne. La principale raison de choisir le pluralisme monétaire réside ainsi dans l'absorption plus facile des chocs asymétriques par le biais de l'action sur le taux de change. De plus, les progrès technologiques facilitent grandement les transactions en plusieurs monnaies et en diminuent le coût puisque l'activité de change proprement dite n'a plus qu'une place marginale avec la dématérialisation. Les innovations financières permettent, enfin, de se protéger contre les risques de change.

Cependant, comme pour tout système utopique, les raisonnements de base sur lesquels s'appuient cette idée de système mondial sont à l'œuvre aujourd'hui. Le renforcement de la surveillance macro-économique, l'idée d'une discipline croissante des mouvements de capitaux, l'association du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises, les réflexions autour de l'établissement progressif de zones-cibles, la recherche de normes prudentielles respectées et plus adaptées, le débat sur le rôle du FMI, l'existence d'un prêteur en dernier ressort sur la scène internationale et les aléas moraux qu'il pourrait susciter, constituent autant de pistes aujourd'hui explorées.

²² Barry Eichengreen, *Toward a new financial architecture : a practical post-Asia agenda*, Institute for international economics, Washington, 1999, page 93 : « *Even in Europe, where there is a strong integrationist tradition with intellectual roots stretching back centuries, nation-states continue to jealously guard their responsibility for the regulation of domestic financial markets and hesitate to turn this over to an international entity.* »

²³ *Ibid.*

CHAPITRE II :

LES LIMITES DES DISPOSITIFS ACTUELS : POURQUOI AMÉLIORER LES MODES DE RÉGULATION ?

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

I. LE RÔLE LIMITÉ ET AMBIGU DES ORGANISATIONS INTERNATIONALES MULTILATÉRALES

A. *LE FMI : UNE ACTION CONTRAINTE ET CONTESTÉE*

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

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

Le FMI est devenu un instrument de régulation financière et d'aide aux pays de développement, chargé de permettre à ces pays de surmonter des crises temporaires de financement de leur déficit de la balance des paiements. L'action du FMI consiste ainsi à prêter de l'argent aux pays connaissant ce

type de difficultés, à condition que ceux-ci mettent en œuvre des politiques appropriées pour parvenir à l'équilibre de leur balance des paiements. La limitation du capital du FMI implique que les prêts aient une durée réduite, afin de disposer constamment des financements nécessaires pour venir en aide aux pays en crise.

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

L'action du FMI est contrainte par une obligation de prudence dans l'appréciation des situations financières des pays et par rapport aux signaux qu'il est susceptible de délivrer aux marchés financiers. Lorsque le FMI considère qu'une crise va survenir, celle-ci ne se produit pas nécessairement. Cependant, il doit veiller, en émettant ses avertissements, à ne pas aggraver la situation qu'il dénonce, en confirmant les doutes et les réserves des marchés financiers. Ce risque d'« anticipation autoréalisatrice » constitue une limite constante à l'action du FMI, qui risque de jouer le rôle d'un « pompier pyromane », qui allumerait le feu en tentant d'éteindre les braises des déséquilibres en formation. L'économiste Jeffrey Sachs, très critique de l'action du FMI en Asie, rappelait ainsi en 1998 : *« On compare parfois cette institution [le FMI] à une compagnie de pompiers. Moi elle me fait plutôt penser à une personne qui crierait au feu dans un théâtre. Elle a vu quelques flammèches qui pourraient se transformer en incendie - pour le moment, ce ne sont que des petits problèmes structurels -, mais elle ne trouve rien de mieux à faire que de donner l'alerte en hurlant « Au feu ! au feu ! ». Résultat : c'est la panique ! Croyez-moi : en Asie, le FMI n'a pas aidé à restaurer la confiance ! au contraire, il a suscité un mouvement de défiance chez les investisseurs qui se sont tous dit : Si le FMI est là, mieux vaut s'en aller. ».*

Le rôle du FMI dans la surveillance des économies et la prévention des crises est rendu particulièrement délicat par l'influence de ses appréciations sur les anticipations des marchés financiers. Les critiques portent donc aussi bien sur l'absence de signaux d'alarme délivrés par l'institution, que sur l'effet dévastateur que peuvent avoir ceux-ci sur les pays en situation de fragilité.

3. ...et par la mise en œuvre des politiques d'ajustement par les gouvernements nationaux

Lors de leur audition par le groupe de travail, le 18 mai 1999²⁴, MM. Stanley Fischer et Jean-Claude Milleron ont indiqué les limites de l'action du FMI dans la prévention des crises, liées notamment à l'action des gouvernements compte tenu du respect du principe de souveraineté des Etats. Les crises financières peuvent avoir une origine politique, qu'il n'est pas facile de prévoir. De plus, le FMI n'est pas toujours écouté par les gouvernements lorsqu'il émet des avertissements quant à la possibilité ou à l'imminence d'une crise.

L'action du FMI est ainsi fortement dépendante de la volonté politique des gouvernements des pays qui subissent une situation de crise, et ce, à toutes les étapes de son intervention. Le FMI ne peut agir que quand les gouvernements en font la demande. Or, ceux-ci ne font souvent appel au FMI que lorsque la situation apparaît impossible à maîtriser sans un soutien financier important. A propos de la crise en Asie, Michel Camdessus rappelait ainsi en 1998 que « *la surprise n'a pas été moindre pour les pays eux-mêmes que pour les opérateurs sur les marchés. Quelque peu grisés par de longues années de succès, ils en ont ignoré les prémisses autant que les avertissements qui leur venaient de l'extérieur. Ce syndrome du déni est pour beaucoup dans l'ampleur des sinistres auxquels il leur a fallu faire face quand ils se sont enfin décidé - trop tard ! - chacun à leur tour, à appeler à l'aide le FMI et la communauté internationale.* »²⁵ Or, le FMI ne dispose pas de la même vitesse de réaction que les marchés financiers, du fait de son statut d'institution internationale.

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

²⁴ Voir en annexe le compte rendu de ces auditions.

²⁵ « *La crise asiatique : crise régionale, crise de système* » in *Rapport moral sur l'argent dans le monde - 1998*, Toulouse, Montchrestien, 1998

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

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

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

Les politiques d'ajustement imposées par le FMI sont fondées de manière simple selon le schéma suivant : dans un premier temps, le volume des importations permettant de parvenir à un équilibre de la balance des paiements, compte tenu des perspectives d'exportation, est défini conjointement avec les autorités du pays sollicitant l'aide du FMI. Par la suite, ce volume d'importation définit, compte tenu de la propension à importer du pays et des prévisions de croissance, le niveau de consommation et des dépenses de l'Etat permettant d'atteindre l'équilibre de la balance des paiements. Les politiques d'ajustement prônées par le FMI impliquent donc une forte réduction des dépenses budgétaires et ont un effet récessif inévitable sur les économies des pays émergents confrontées à un problème de financement de leur balance des paiements.

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

Lors de son audition par le groupe de travail, le 21 avril 1999²⁶, M. Jean-Pierre Landau a rappelé que le FMI avait donné l'impression, au cours de ses récentes interventions, qu'il était porteur de certaines valeurs, en particulier du modèle économique américain, jugé supérieur, et que ses actions consistaient à l'implanter au tréfonds des sociétés des Etats secourus. Or, ceci avait été très mal vécu par les Asiatiques.

Il convient de rappeler à cet égard que les Etats-Unis disposent de 17,87 % des quotes-parts du FMI, soit presque autant de droits de vote. Compte tenu des modalités de prise de décision au sein du FMI, qui suppose une majorité qualifiée correspondant à 85 % des droits de vote, les Etats-Unis disposent de fait d'un droit de veto sur les décisions du FMI. Les pays de la zone euro représentent, quant à eux, 22,66 % des quotes-parts. Cependant, leur influence est considérablement moindre que celle des Etats-Unis, du fait d'une insuffisante coordination entre les pays. Une révision de la formule de calcul des quotes-parts est actuellement étudiée par le FMI, afin d'accorder une plus large place aux pays émergents, probablement au détriment de l'Europe.

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

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

M. Jean-Pierre Landau a évoqué, lors de son audition par le groupe de travail²⁷, les relations désastreuses entre le FMI et la Banque mondiale au cours de la crise asiatique, puisque le FMI mettait en cause les politiques économiques des pays atteints par la crise, tandis que la Banque mondiale tenait pour responsables les marchés financiers.

²⁶ Voir en annexe le compte rendu de cette audition.

²⁷ Voir en annexe le compte rendu de cette audition

Le FMI a été accusé par de nombreux économistes et hommes politiques d'avoir fait preuve de « myopie » au cours des récentes crises. Lors de son audition par le groupe de travail²⁸, M. Christian de Boissieu a estimé que le FMI devrait se recentrer sur l'objectif qu'il lui était dévolu au moment de sa création, c'est-à-dire le financement des crises de paiement à court terme. Il a observé que le FMI impulsait des politiques structurelles, ce qui est du ressort de la Banque mondiale.

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

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

Repères chronologiques sur la Banque mondiale

1944	Création de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD), siège à Washington
1946	Première assemblée générale de la banque à Savannah
1952	Entrée du Japon et de l'Allemagne
1955	Création de l'Institut de développement économique
1956	Création de la Société financière internationale (SFI)
1960	Création de l'Association internationale de développement (AID)
1966	Création du Centre international pour le règlement des différends relatifs aux investissements
1988	Création de l'Agence multilatérale de garantie des investissements
1990	Création du Fonds pour l'environnement mondial

²⁸ Voir en annexe le compte rendu de cette audition.

1992	La Suisse, la Russie ainsi que 12 républiques de l'ex-URSS deviennent membres de la Banque mondiale
1994	177 Etats-membres

En réalité, le FMI et la Banque mondiale se sont longtemps développés selon des logiques indépendantes. Le premier a mis en place ses propres instruments financiers tandis que la seconde développait ses modèles économiques sur des hypothèses différentes de celles utilisées par le Fonds. Des dysfonctionnements forts ont existé et peuvent demeurer. Le premier réside dans le maintien, à un niveau très important, d'aides sous forme de prêts d'ajustement structurel de la Banque mondiale dont on ne voit pas toujours ce qui les distingue des actions du FMI. Ceci est d'autant plus source d'inefficacité quand ils interviennent dans le secteur financier, domaine de compétences partagées. Le second renvoie à la possibilité de divergences de diagnostic ou de conditionnalité (FMI et Banque mondiale ne s'entendaient pas, par exemple, sur le rythme de privatisation de la société ivoirienne de raffinage en Côte d'Ivoire). Le troisième est la persistance de zones d'incertitude, comme en témoigne l'impossibilité pour les responsables de la Banque africaine de développement de définir précisément à votre rapporteur la notion de « bonne gouvernance » pourtant quotidiennement utilisée. Par ailleurs, ces institutions ont pu apparaître parfois comme bien trop cloisonnées, la Banque mondiale ne s'ouvrant pas aux questions de surveillance bancaire et le FMI restant réticent à sortir des concepts de stabilisation macro-économique pour entrer dans une logique de développement²⁹. Souvent, la Banque mondiale a pu considérer que le FMI proposait des solutions qui l'impliquaient sans pour autant l'associer à leur élaboration.

**Le chevauchement des interventions des institutions de Bretton Woods :
l'exemple du Centrafrique**

« Jeune Afrique économie : Quel est l'état de vos relations avec les bailleurs de fonds, notamment le Fonds monétaire international et la Banque mondiale ?

Anicet Georges Dologuélé : Nous avons signé, en juin 1998, un accord pour une Facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR) avec le FMI. Si le premier décaissement a bien été versé, le deuxième, qui devait intervenir au mois de décembre 1998, n'a pas eu lieu. De fait, les élections législatives ont entraîné des dysfonctionnements de l'économie et nous n'avons pas pu conclure « la revue à mi-parcours » avec le FMI. Une mission du Fonds s'est rendue en*

²⁹ Il est ici difficile de ne pas mentionner les divergences théoriques entre les chief economists de la Banque mondiale et du FMI sur la nature de la crise asiatique : dérèglement des marchés financiers pour le premier et fruit de politiques macro-économiques hasardeuses pour le second. Ce débat a certainement fortement retardé l'élaboration d'un cadre commun d'intervention.

Centrafrique, en février 1999, et cet examen a été conclu à la fin du mois d'avril. Dans la foulée, le deuxième décaissement devrait intervenir au mois de juin.

Pour sa part, la Banque mondiale doit présenter devant son conseil d'administration un programme de Crédit d'ajustement structurel (Cas). La décision devrait être prise d'ici à la fin du mois de juin. Comme nous sortons d'une période de crise, la Banque mondiale propose de monter un programme post-conflit qui a l'avantage d'être moins contraignant qu'un Programme d'ajustement structurel (Pas) classique. Le décaissement est plus rapide et, entre deux décaissements, nous ne sommes pas contraints de respecter certains critères de performance. Cela permet de relancer la machine avant de pouvoir bénéficier de programmes sectoriels bien précis.

La Banque africaine de développement (Bad) se situe à peu près dans le même timing. Elle a effectué une mission en mai 1999 pour localiser les projets à financer. L'arrêt des décaissements de la Bad est lié essentiellement à des retards que nous avons pris dans les échéances de remboursement. Les décaissements du FMI et de la Banque mondiale devraient nous aider à faire face à ces retards et donnent une bouffée d'oxygène à l'économie du pays. Nos arriérés de paiement, qui s'élevaient à 6 milliards de F CFA à la fin de décembre 1998, se situent actuellement aux environs de 7 à 8 milliards. »

** alors Premier ministre de la République centrafricaine
Source : Jeune Afrique économie, 28 juin - 11 juillet 1999*

Depuis , la crise asiatique et les débats auxquels elle a donné lieu entre le FMI et la Banque mondiale, ces institutions ont amélioré leur coordination. M. James Wolfensohn l'exprimait ainsi le 21 janvier 1999 : « *Je suis convaincu que les rôles respectifs de la BIRD et du FMI sont mieux harmonisés. D'une façon générale, notre institution sœur est chargée de la stabilisation macro-économique dans nos pays clients et du contrôle à exercer. Quant à nous, nous sommes responsables des aspects structurels et sociaux du développement. Ces deux rôles ne sont manifestement pas dissociables et nous collaborons très étroitement sur une base journalière.* »³⁰ La Banque s'est ainsi retrouvée, après de vives discussions, aux côtés du Fonds dans la réflexion sur la crise asiatique et ces deux institutions ont élaboré avec la Banque asiatique de développement le plan de sauvetage mis en œuvre dans cette région. De même, en Amérique latine, la Banque, le Fonds et la BID ont défini de manière conjointe les programmes de réformes économiques structurelles nécessaires à la sortie de la crise.

La crise a permis de mettre en place des mécanismes de coordination et de répartition des rôles entre les deux institutions. Elles se sont accordées sur un partage des compétences en matière financière, avec la création d'un comité de liaison assurant une information régulière des activités de chacune. Outre le développement des missions conjointes (les fameuses *reviews*), les

³⁰ James Wolfensohn, « Proposition concernant un cadre de développement durable », avant-projet à l'attention du Conseil, de la direction et des services du groupe de la Banque mondiale.

institutions se sont accordées sur la possibilité pour le dirigeant de chacune de participer pleinement aux réunions du comité intérimaire (FMI) et du comité de développement (Banque mondiale). Progressivement, une meilleure coordination se met donc en place.

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

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

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

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

2. De nombreux cercles d'échange et de lieux de décision sont réservés aux pays développés

De nombreux groupes informels de concertation ont vocation à améliorer la coordination des politiques économiques et monétaires à l'échelle mondiale. Le plus connu d'entre-eux, le G 7, regroupe les sept pays les plus riches du monde (États-Unis, Japon, Allemagne, France, Grande-Bretagne, Italie et Canada) ainsi que la Russie (G 8), et représente ainsi près de la moitié du PIB mondial. Les décisions prises au sein de cette instance ont des conséquences importantes sur l'évolution des taux d'intérêts et des parités entre les monnaies notamment. Le G 7 constitue en effet le cadre de la gestion des responsabilités monétaires dans le monde. Cependant, ses décisions manquent de légitimité dès lors qu'elles sont perçues par les pays en voie de développement comme émanant d'un « gouvernement de fait » du monde dont ils se trouvent exclus. L'ancien directeur général du FMI, Michel Camdessus, a proposé peu avant son départ de l'institution, un élargissement de ce groupe à une trentaine de pays. Le caractère informel et restreint des sommets du G 7 serait préservé, mais la légitimité de ses décisions serait accrue par une telle mesure.

Le groupe des vingt (G 20), constitué du groupe des sept pays les plus industrialisés (le G 7), et de onze « nouveaux » pays (l'Argentine, l'Australie, le Brésil, la Chine, l'Inde, le Mexique, la Russie, l'Arabie Saoudite, l'Afrique du sud, la Corée du sud et la Turquie), en sus d'un représentant de l'Union européenne et d'un représentant du FMI, s'est réuni pour la première fois au mois de décembre 1999. Ce groupe doit émettre des avis, notamment sur la surveillance des flux de capitaux et sur la place du FMI dans le système monétaire international. Cependant, il n'a pas vocation à prendre des décisions.

Le groupe des vingt-deux (G 22), connu également sous le nom de « Willard Group » a été mis en place par le FMI à la suite de la crise financière internationale, afin de proposer des solutions à cette crise. Il comprend les pays membres du G 7 et d'autres pays développés et émergents touchés par la crise.

Le Groupe des trente-trois (G 33), élargit également le G 7 à de nombreux pays émergents. Cependant, il constitue un lieu d'échange, et non de décision, et apparaît comme une timide ouverture des pays riches vers le reste du monde.

La puissance et le manque de légitimité du G 7 a conduit les pays en développement à créer des groupes analogues afin de faire entendre leurs voix et constituer une force de proposition face aux pays industriels. Le G 24, qui comprend huit pays africains, huit pays d'Asie et huit pays d'Amérique latine

revendique ainsi une représentation équitable des pays en développement dans les processus de décision afin de mettre la politique monétaire et financière au service du développement.

La multiplication des groupes informels regroupant les dirigeants de pays ne favorise pas la lisibilité des moyens et des objectifs de ceux-ci dans le système international, et ne résout pas la question de la légitimité du G 7. Son élargissement à de nouveaux pays permettrait sans doute d'accroître cette légitimité et de limiter la formation de groupes concurrents.

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

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

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

II. LES LIMITES DE LA SUPERVISION FINANCIÈRE ET BANCAIRE

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

Il reste donc indispensable de mettre en place des instruments permettant de prévenir les comportements susceptibles d'apporter des désordres majeurs.

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

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

Cette conclusion n'est pas contestée. En revanche, les voies et moyens d'un meilleur contrôle externe font l'objet d'âpres débats qui reflètent étroitement des enjeux de pouvoir qu'il convient d'exposer.

A. *LES DÉFAILLANCES DANS LA MAÎTRISE DES RISQUES*

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

La plupart des crises financières récentes ont été engendrées par les défaillances, le plus souvent constatées *ex-post*, dans la maîtrise des risques par les acteurs de marché. Elles se distinguent en cela des crises financières et monétaires internationales précédentes qui étaient suscitées par des déséquilibres macroéconomiques ou des chocs monétaires.

C'est une caractéristique naturelle des métiers financiers que cette exposition à des risques. Elle est d'ailleurs heureuse et souhaitable puisqu'elle

alimente des progrès économiques. Elle s'est sans doute accentuée ces dernières années sous le double effet de l'intensification des exigences de retour sur fonds propres et de l'atténuation des marges sur les taux d'intérêt encaissées par les banques.

Cependant, un défaut de maîtrise de leurs risques de la part des acteurs de marché constitue une grave source d'instabilité.

Or, ce phénomène a joué un rôle majeur dans les crises financières et monétaires récentes.

Il peut d'abord concerner des acteurs individuels. Ces défaillances se retrouvent d'abord dans le cadre des événements qui concernent un établissement bancaire donné comme la faillite de la Barings, les difficultés du Crédit Lyonnais ou du groupe japonais Daiwa.

Mais, il peut aussi concerner une catégorie particulière d'acteurs.

En effet, si tous les agents financiers sont exposés au risque et, par conséquent, encourent celui de mésestimer la portée de leurs engagements, il existe une catégorie particulière d'entités financières qui, par nature, se trouvent particulièrement vulnérables de ce point de vue. Il s'agit des fonds à haut effet de levier mieux connus sous leur vocable anglo-saxon de *hedge funds*.

S'il n'existe pas de définition universellement adéquate de ces fonds, l'on s'accorde toutefois à leur trouver quelques caractéristiques communes.

Leur stratégie financière s'appuie sur la mobilisation à grande échelle de l'effet de levier, c'est-à-dire d'un fort endettement destiné à financer des investissements le plus souvent risqués et des opérations d'arbitrage visant à exploiter systématiquement les écarts de prix entre marchés.

L'accès des investisseurs à ces fonds suppose, en outre, des engagements financiers très importants de leur part, toute souscription aux *hedge funds* mettant ainsi en œuvre des capitaux élevés.

Enfin, ces fonds fonctionnent le plus souvent en dehors des contraintes prudentielles et de régulation ce qui tend à les localiser dans les centres *off-shore*. Ce n'est pas toujours le cas cependant puisque leur nature juridique de « partenaires privés » les fait échapper à la quasi-totalité des dispositifs prudentiels et des contrôles externes.

L'on distingue usuellement trois catégories de *hedge funds* :

- les « macro-funds » qui prennent des positions sur les marchés nationaux à partir d'analyses macroéconomiques ;

- les « fonds globaux » qui spéculent sur les perspectives financières des sociétés ;

- les « fonds d'arbitrage » qui jouent sur les écarts de prix relatifs entre des actifs étroitement interdépendants.

Il faut souligner que les *hedge funds* n'ont pas le monopole des techniques financières qu'ils mobilisent. D'autres investisseurs plus traditionnels, comme les banques commerciales, procèdent à des investissements de même nature.

Les *hedge funds* comportent des risques considérables pour leurs investisseurs mais aussi pour le système financier dans son ensemble comme l'a illustré le naufrage du fonds LTCM (*Long Term Capital Management*) en 1998.

Il est difficile de disposer de données sur les *hedge funds* puisque l'une de leurs caractéristiques majeures est d'échapper souvent aux contrôles des superviseurs. Les sources sont en la matière des sociétés privées qui recueillent leurs informations à partir des déclarations volontaires et non contrôlées qui sont communiquées par les *hedge funds*.

Les chiffres suivants ne sont donc que des estimations. Fin 1998, il existait ainsi environ 914 fonds gérant un capital total de 110 milliards³¹ de dollars répartis comme suit : 38 milliards dans les « macro-fonds », 27 milliards dans les « fonds globaux », le reste, soit l'essentiel, dans les « fonds d'arbitrage ».

Le capital des *hedge funds* représente donc une infime portion du capital des autres investisseurs évalué à 20 trillions de dollars pour les seuls marchés des pays avancés.

Cependant, l'une des particularités des *hedge funds*, l'utilisation systématique de l'effet de levier, leur permet de démultiplier leurs engagements, si bien que ces derniers sont incomparablement plus importants que la part de capital financier qu'ils réunissent.

³¹ D'autres estimations font état d'un chiffre de 200 milliards de dollars, deux fois plus élevé donc, mais ne représentant néanmoins que 1 % des capitaux gérés sur les marchés des pays avancés.

En outre, l'influence des *hedge funds* sur les marchés ne s'alimente pas que de ces données financières. Les gestionnaires de ces fonds sont souvent regardés comme les « leaders du marché » et sont imités par les autres intervenants. Cette situation est décrite par l'ensemble des experts³².

Un exemple de mimétisme³³

Les *hedge funds* pourraient avoir acquis le statut de « leaders de marché » et influencer les marchés très au-delà de leurs poids financiers. Cette situation est ainsi décrite dans une étude publiée par la Banque de France.

« La possibilité pour certains intervenants à fort effet de levier de prendre des positions suffisamment importantes pour provoquer le saut vers un nouvel équilibre (crise de change) est une incitation supplémentaire pour beaucoup d'opérateurs à imiter les prises de positions d'intervenants majeurs, tels que les fonds spéculatifs : ceci est vrai, a fortiori, lorsque ces fonds mettent en place leurs positions auprès de banques qui transmettent l'information concernant ces flux à leurs proprietary desks, lesquels prennent à leur tour des positions semblables. »

L'implication des phénomènes de contagion dans les crises financières appelle des mesures appropriées. Il convient d'en endiguer le développement en promouvant une stricte séparation - les « murailles de Chine » - entre les différents départements des établissements bancaires.

L'influence des *hedge funds* sur les marchés peut enfin procéder des techniques financières qu'ils utilisent et qui sont susceptibles de servir de relais aux phénomènes de contagion. Plusieurs exemples en sont donnés dans l'article sus-cité³⁴.

Des techniques financières favorisant les phénomènes de contagion

« L'utilisation des techniques de couverture dynamique (dynamic hedging) est également souvent citée comme pouvant être à l'origine d'anomalies de marché, et peut, de ce fait, jouer un rôle dans la contagion. Ainsi, une opération de protection de portefeuille consistant pour l'investisseur à acheter des options de vente (put) de l'actif détenu lui permet de s'immuniser contre la baisse de la valeur de cet actif au-delà d'un certain seuil. Mais cette protection aura pour contrepartie, chez le vendeur de l'option, des opérations de couverture (vente du « sous-jacent » lorsque son prix se rapproche du prix d'exercice de l'option) de nature à amplifier le mouvement de baisse. L'utilisation croissante d'instruments de couverture plus sophistiqués, tels que les options à barrière désactivante, peut aussi se traduire par des mouvements de prix cumulatifs sur le marché sous-jacent. Ainsi, le vendeur d'un tel put aura intérêt à vendre le sous-jacent, de sorte que la baisse du marché aboutisse à désactiver l'option ; une fois la barrière franchie, c'est l'acheteur de l'option qui a perdu la

³² Voir en particulier Eichengreen et Mathieson « *Hedge funds, what do we really know* ». FMI - Septembre 1999.

³³ Cailleteau et Vidon. *Bulletin de la Banque de France* - Avril 1999.

³⁴ Cailleteau et Vidon. *Bulletin de la Banque de France* - Avril 1999.

couverture que celle-ci lui procurait et qui doit vendre le sous-jacent pour se couvrir de nouveau.

Dans un environnement d'asymétrie d'information, les mouvements de prix résultant de telles opérations de couverture dynamique sont susceptibles d'être interprétés par les intervenants non informés comme justifiés par une révision en baisse de la valeur fondamentale des actifs concernés.

Il convient (...) de tenir compte de la pratique de la couverture de substitution (proxy hedging). Lorsqu'un portefeuille est investi sur des actifs relativement peu liquides, comme peuvent l'être les titres traités sur les marchés émergents du fait de la faible profondeur de ceux-ci, les opérations de couverture ne peuvent être qu'approximatives. Ces transactions sont réalisées sur un marché plus liquide, jugé a priori comme très corrélé au prix des actifs sous-jacents. Si tant est que ces corrélations soient appréciées objectivement, elles reposent au mieux sur des relations historiques, ne reflétant pas nécessairement l'actualité des fondamentaux ou du comportement des investisseurs. »

Le naufrage de LTCM en septembre 1998 illustre les dangers des *hedge funds* pour le système financier international.

LTCM, une affaire édifiante

Long Term Capital Management (LTCM) constituait l'archétype du *hedge fund* voué aux arbitrages. Son activité concentrée sur les marchés des pays avancés consistait pour l'essentiel à profiter des écarts de prix entre actifs proches par leurs caractéristiques. Au début de 1998, sur la base de fonds propres atteignant 4,8 milliards de dollars, LTCM était engagé à hauteur de 120 milliards de dollars inscrits à son bilan (soit un levier égal à 25).

Dans le courant de septembre 1998, la crise russe provoqua des enchaînements financiers défavorables au fonds. Celui-ci avait en effet misé sur un rapprochement des taux d'intérêt entre les pays appelés à participer à l'euro. Cette stratégie, fondée compte tenu de la perspective d'adoption de l'euro, et d'ailleurs soutenue par la Banque centrale d'Italie qui ne manquait pas d'intérêts en la matière, fut prise à revers par les turbulences issues de l'effondrement du marché des obligations russes (les GKO). Plutôt que de se réduire, les écarts de taux en Europe s'accrurent. Le 23 septembre 1998, l'actif net de LTCM était réduit à 600 millions de dollars face à des engagements de 100 milliards (soit un levier de 167).

La cessation de paiement du fonds l'aurait alors contraint à dénouer ses positions, ce qui aurait entraîné une crise de système compte tenu de l'importance prise par celles-ci. Afin de l'éviter, la Banque fédérale de New-York organisa rapidement un plan de sauvetage réunissant 14 institutions financières, mobilisant 3,6 milliards de dollars de prêts à bas taux d'intérêt.

Il est intéressant d'observer que cette intervention de prêteur en dernier ressort fut réalisée sans recourir à un taux de pénalité et sans changement de direction de LTCM.

2. Les crises financières récentes révèlent aussi une mésestimation généralisée des risques

Les crises survenues en Asie témoignent de l'existence de défaillances suffisamment généralisées pour que puisse être évoqué un problème global.

Les données macro-économiques ont été négligées par les intervenants. Tel a été le cas en particulier de l'excessive accumulation des investissements.

Les rythmes d'investissement observés dans la plupart des pays asiatiques auraient dû conduire à envisager la question du niveau des capacités de production mises en place et d'éventuelles surcapacités.

Croissance des investissements matériels

(en %)

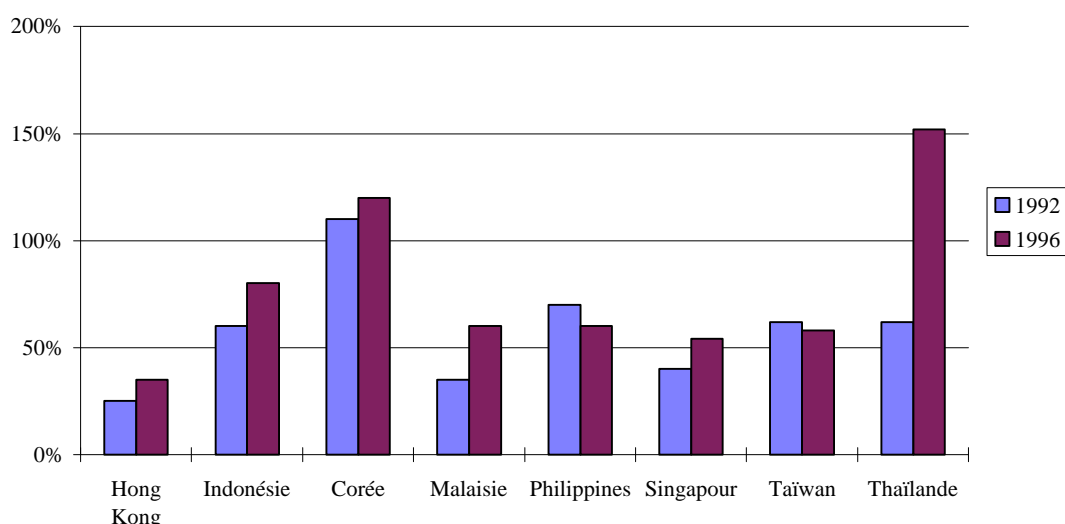
	31.12.93	31.12.94	31.12.95	31.12.96	Moyenne
Hong Kong	22	17	15	13	17
Indonésie	22	37	36	35	33
Corée	11	15	24	N.D	17
Malaisie	15	21	18	26	20
Philippines	13	9	5	15	11
Singapour	19	32	20	27	25
Taiwan	9	3	- 5	24	8
Thaïlande	25	47	27	17	29
Amérique latine	- 2	8	12	8	7
France	2	1	- 1	2	1
Allemagne	2	1	1	6	3
Japon	5	5	5	3	5
Etats-Unis	2	3	3	5	3

Source : Mickael Pomerleano. Massachusetts Institute of Technology - MIT.

Les évolutions microfinancières qui ont précédé la crise asiatique telles qu'analysées par le Massachusetts Institute Technology (MIT)³⁵ accréditent, quant à elles, la thèse de Paul Krugman selon laquelle ces crises témoigneraient de graves dysfonctionnements des intermédiaires financiers.

Les déséquilibres financiers des agents économiques de la région se sont en effet accentués, ce dont témoigne l'accroissement du ratio dettes / fonds propres entre 1992 et 1996 dans la quasi-totalité des pays concernés.

Evolution du ratio dettes/fonds propres entre 1992 et 1996



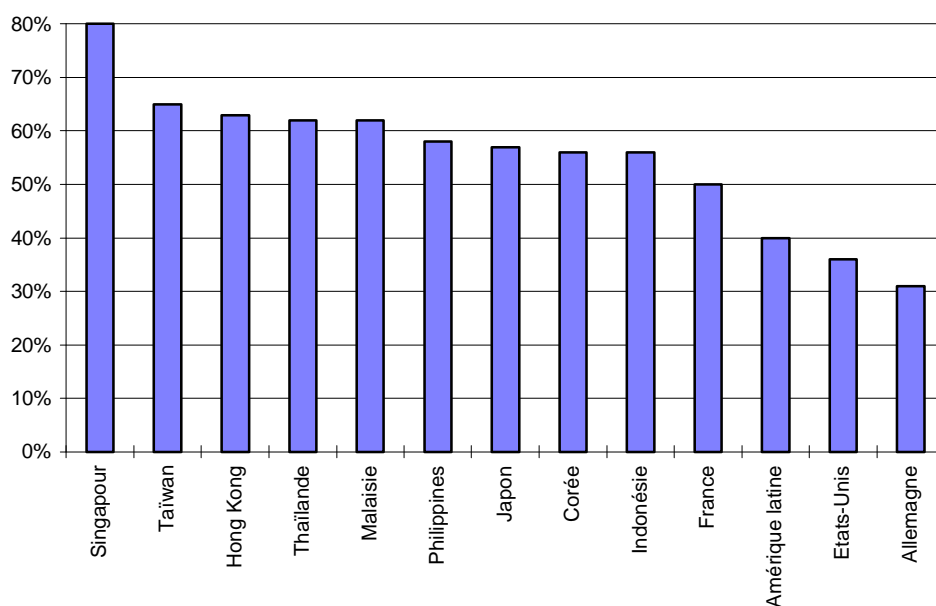
Source : MIT

Ce phénomène s'est principalement produit sous l'effet des interventions des banques, les marchés obligataires restant peu développés dans la zone.

Le développement des engagements bancaires n'a pas été freiné par le constat des déséquilibres de l'endettement des entreprises de la zone marqué par la part de plus en plus excessive des dettes de court terme.

³⁵ Mickael Pomerleano. « *The East Asia Crisis and corporate finances. The untold Micro Story* ».

Part des dettes à court terme dans l'endettement total 1992-1996 (moyenne)



Source : MIT

L'augmentation du nombre des entreprises en difficultés du fait d'un surendettement massif a été rapide et n'a pas été décelée assez tôt comme en témoigne le tableau ci-après.

Evolution du nombre des entreprises en difficultés dans quelques pays asiatiques

Pays	Années	Ratio de couverture (1) des charges d'intérêt	Evolution du nombre des entreprises en difficultés (en %)
Philippines	1996	5,2	8,7
	1997	3,7	10,8
	1998	3,3	18,4
Indonésie	1996	3,7	8,0
	1997	2,9	15,6
	1998	1,3	45,6
Corée	1996	2,7	16,2
	1997	2,2	20,7
	1998	1,7	31,5
Malaisie	1996	6,5	8,3
	1997	6,3	11,2
	1998	4,3	18,5

(1) Cash-flow avant taxes, intérêts et amortissements / charges d'intérêt.

Source : Mickael Pomerleano. MIT.

En conclusion, le manque de clairvoyance des acteurs de marché à l'égard des risques est un constat fort des récentes crises qui différencie celles-ci des crises traditionnelles de type macroéconomique.

B. UNE INSUFFISANTE AUTODISCIPLINE DES ACTEURS

Le contrôle des opérations bancaires et financières est au cœur de la régulation financière internationale. Dans ces conditions, il n'est pas surprenant que le contrôle interne apparaisse comme le dispositif fondamental d'un monde financier plus stable.

Les différentes crises monétaires et financières témoignent systématiquement de défaillances graves de cette catégorie de contrôles de gestion, ce qui justifie pleinement le raffinement de la réflexion et de la législation sur le contrôle interne au sein des intermédiaires bancaires et financiers.

Mais, le passage des intentions ou des réglementations à un contrôle interne systématique et effectif est susceptible de rencontrer de graves résistances et se heurte à un dilemme systémique, le risque d'irresponsabilité.

1. Le développement des règles concernant le contrôle interne

La volonté de développer les contrôles internes, qui n'est pas nouvelle, a connu dernièrement un regain de vitalité dont témoigne de façon très illustrative les travaux menés par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, comité qui, au sein de la BRI, constitue, autour des hauts représentants des autorités de contrôle et des banques centrales du groupe des Dix, l'enceinte d'élaboration de la réglementation bancaire. Celui-ci a établi au mois de janvier 1998 une série de recommandations permettant d'évaluer la qualité des systèmes de contrôle interne³⁶.

³⁶ Comité de Bâle sur la supervision bancaire, « Le cadre d'évaluation des systèmes de contrôle interne », janvier 1998.

Résumé des recommandations du Comité de Bâle sur le contrôle interne

D'emblée, le Comité place ses recommandations au cœur des efforts engagés pour améliorer le contrôle des banques et les présente comme susceptibles d'être utilisées par les superviseurs extérieurs pour évaluer les contrôles internes des établissements financiers.

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

Les principes d'organisation du contrôle interne recommandés par le Comité sont au nombre de 14.

- *Répartition des responsabilités et diffusion de la culture de contrôle :*

Principe n° 1 : Le conseil d'administration a la responsabilité d'approuver les stratégies, d'apprécier les risques, de fixer les niveaux de risques acceptables et de s'assurer que les directions des services prennent les mesures nécessaires à l'identification et au contrôle de ces risques.

Principe n° 2 : Les directions des services ont la responsabilité de mettre en œuvre sur ce point les décisions des administrateurs et d'en contrôler l'effectivité.

Principe n° 3 : Les administrateurs et les directions des services ont la responsabilité de promouvoir des normes d'intégrité élevées et la culture du contrôle interne à tous les niveaux de l'établissement.

- *Evaluation des risques :*

Principe n° 4 : Les directions des services doivent s'assurer que l'ensemble des facteurs de risques, internes ou externes, sont identifiés et évalués.

Principe n° 5 : Les directions des services doivent veiller à l'actualisation permanente des risques.

- *Les activités de contrôle :*

Principe n° 6 : Les activités de contrôle doivent faire intégralement partie des opérations quotidiennes de la banque et doivent inclure : des examens à haut niveau, un contrôle approprié de chaque département ou division, des contrôles physiques, un système précis d'approbation et de délégation, un système rigoureux de vérification.

Principe n° 7 : Les directions des services doivent veiller à une séparation appropriée des tâches et à ce que les personnels n'exercent pas de responsabilités supposant des conflits d'intérêts. Ceux-ci doivent être identifiés, réduits et surveillés.

• *Information et communication :*

Principe n° 8 : Les directions des services doivent s'assurer de la disponibilité des données opérationnelles et financières internes et de leur exhaustivité. Une même solution s'impose s'agissant des données pertinentes concernant l'environnement extérieur. L'information doit être digne de confiance, à jour et accessible.

Principe n° 9 : Les directions des services doivent établir des canaux de communication effectifs au sein des banques.

Principe n° 10 : Elles doivent veiller à la qualité et à la sécurité des systèmes de communication.

• *Surveillance :*

Principe n° 11 : Les directions des services doivent surveiller en permanence l'effectivité des contrôles internes et les risques majeurs doivent être surveillés sur une base quotidienne.

Principe n° 12 : Il faut instituer un audit interne des systèmes de contrôle interne confié à des personnels compétents et qualifiés chargés de rapporter directement au conseil d'administration et aux directions.

Principe n° 13 : Les déficiences du contrôle interne doivent être rapidement identifiées et corrigées.

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

Principe n° 14 : Les superviseurs doivent exiger des banques, quelle que soit leur taille, qu'elles disposent d'un système efficace de contrôle interne adapté à leur situation de risques et à la nature et à la complexité de leur activité. En cas de défaillance des banques sur ce point, les superviseurs doivent entreprendre des actions afin d'obtenir une amélioration immédiate de la situation.

Les recommandations du Comité de Bâle prolongent des réflexions précédentes qui se sont traduites dans des textes réglementaires.

La législation européenne s'est ainsi inquiétée du contrôle interne des établissements de crédit.

Il faut citer l'article 13-2 de la **directive n° 89-646 du 15 décembre 1989** visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice.

« Les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine exigent que tout établissement de crédit dispose d'une bonne organisation administrative et comptable et de procédures de contrôle interne adéquates. »

De même, l'article 3-6 de la **directive n° 92-30 du 6 avril 1992** sur la surveillance des établissements de crédit sur une base consolidée prévoit :

« Les autorités compétentes prescrivent, dans l'ensemble des entreprises incluses dans le champ de la surveillance sur une base consolidée à laquelle est soumise un établissement de crédit en application des paragraphes 1 et 2, l'institution de procédures de contrôle interne adéquates pour la production des informations et renseignements utiles aux fins de l'exercice de la surveillance sur une base consolidée. »

La France a, quant à elle, adopté une telle réglementation spécifique avec le règlement n° 97-02 du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements de crédit.

Il édicte une obligation imposant aux établissements de crédit de se doter d'un contrôle interne qu'il définit comme devant comprendre :

« a) un système de contrôle des opérations et des procédures internes ;

b) Une organisation comptable et du traitement de l'information ;

c) des systèmes de mesure des risques et des résultats ;

d) des systèmes de surveillance et de maîtrise des risques ;

e) un système de documentation et d'information.

Le règlement traite l'ensemble des questions que pose tout système de contrôle interne.

Son organisation doit assurer l'effectivité du contrôle interne à travers la mise en œuvre de moyens suffisants et une indépendance réelle, conférée aux structures de contrôle.

Il doit pouvoir se référer à des données comptables exactes, exhaustives et accessibles ce qui justifie que le titre III du règlement édicte des règles d'organisation comptable et de traitement de l'information.

Il doit également pouvoir s'appuyer sur des systèmes fiables de mesure des risques et des résultats. Le titre IV du règlement comporte plusieurs règles concernant les unes les risques de crédit, les autres les risques de marché, les troisièmes le risque de taux d'intérêt global, les dernières le risque de règlement.

Le contrôle interne suppose aussi la mise en place de systèmes de surveillance et de maîtrise des risques.

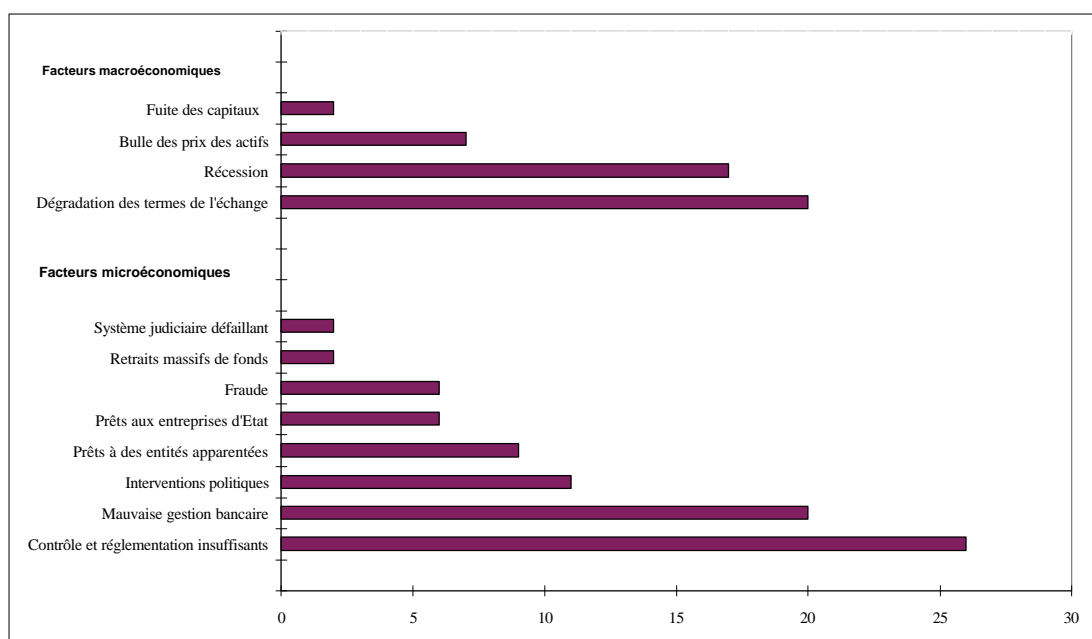
Il est enfin prévu que l'organisation du contrôle interne soit un élément d'appréciation pour les contrôleurs externes et qu'à ce titre, notamment, la Commission bancaire soit destinataire, au moins une fois par an, de deux rapports imposés aux établissements de crédit, l'un sur les conditions dans lesquelles le contrôle interne est assuré, l'autre sur la mesure et la surveillance des risques par chaque établissement.

2. Des règles aux faits, un écart considérable

Le développement du contrôle interne est assurément souhaitable. Mais, les réglementations et les incitations qui peuvent y contribuer paraissent en elles-mêmes insusceptibles de le garantir.

Cette situation est clairement illustrée par le graphique ci-après qui rend compte d'une étude sur les causes des problèmes d'insolvabilité rencontrés par un échantillon de 29 banques.

Facteurs à l'origine des problèmes d'insolvabilité de vingt-neuf banques



Note : Nombre de fois que chaque facteur a été cité dans vingt-neuf cas nationaux.

Source : Caprio et Klingebiel, 1996, cité par l'OCDE.

Les facteurs les plus fréquemment cités ne sont pas d'ordre macroéconomiques mais d'ordre microéconomique, et, parmi eux, concernent généralement la qualité de la gestion des établissements et, difficulté la plus souvent mentionnée, l'insuffisance du contrôle et de la réglementation.

En théorie, les intervenants devraient *proprio motu* souhaiter l'instauration de systèmes de contrôle et d'évaluation dont l'apport au bon déroulement de leur activité est incontestable. Cependant, outre que ces procédures entraînent des coûts dont le poids peut n'être pas négligeable pour certains petits intermédiaires, il est naturel qu'en ce domaine les attitudes diffèrent selon le niveau d'aversion au risque des agents.

De fait, tout démontre la variabilité des comportements bancaires sous cet angle.

Le tableau ci-après en rend compte. Il expose la variabilité des comportements prudents observés dans différents systèmes bancaires en matière de risques.

Qu'il s'agisse de la couverture effective des risques par les fonds propres, du plafond des prêts consentis à un débiteur, des critères retenus pour la classification des prêts douteux ou non performants ou encore des règles de provisionnement, les pratiques diffèrent considérablement.

Incitations à une appréciation adéquate du risque dans les systèmes bancaires

	Ratio de fonds propres (définition de Bâle)		Prêt maximal à un seul emprunteur	Prêts douteux 1996		Prêts non performants
	Ratio minimum, 1995	Ratio effectif ^{a)}	Pourcentage du capital	Mois d'arriérés	Provision (en pour cent)	en pourcentage du total des prêts, 1996
Corée	8	9,1	15	6+	20-75 ^{b)}	0,8
Mexique	8	13,1	10-30 ^{c)}	3+	Variable	12,2
Hong-Kong, Chine	8	17,5	25	Néant	Néant	2,7
Indonésie	8	11,9	10-20 ^{e)}	3-6	10	8,8
Malaisie	8	11,3	30 ^{f)}	6-12	Variable	3,9
Thaïlande	8	9,3	25 ^{g)}	6+	71/2-15 ^{b)}	7,7
Taipei chinois	8	12,2	3-5	6+	Variable	3,8
Argentine	12	18,5	15	3-6	1-25 ^{b)}	9,4
Brésil	8	12,9	30	3-6	20-100 ^{b)}	5,8
Chili	8	10,7	5 ^{h)}	1-2	20 ⁱ⁾	1,0
Russie	8	13,5 ^{e)}	50-100		Variable	15,1
Etats-Unis	8	12,8	15	3+	Variable ^{k)}	1,1
Japon	8 ^{d)}	9,1	20	6+ ^{j)}	Néant	3,4
Allemagne	8	10,2 ^{e)}	25	Néant ^{l)}	Néant	

a) 1996 pour les pays de l'OCDE ; 1995 pour les autres

b) Les conditions dépendent du type de nantissements et de garanties

c) Pourcentage du capital net ; la fourchette inférieure s'applique aux prêts personnels et la fourchette supérieure aux prêts aux sociétés

d) Appliqué seulement depuis 1998 pour les banques internationales et à compter de 1999 pour les banques nationales.

e) 1997

f) Le capital comprend le capital libéré, les réserves et les provisions.

g) Pourcentage du capital de première catégorie.

h) Pourcentage du capital de première catégorie.

i) Provisions pour un niveau de risque de défaillance estimé de 5 à 40 pour cent.

j) Porté à trois mois en 1998.

k) Une provision pour créances douteuses doit être basée sur la valeur présente des produits futurs anticipés provenant de ces créances, ou sur la valeur de marché de ces créances, ou sur la valeur de marché observée de la créance, ou sur la valeur justifiée de la garantie si le prêt fait l'objet d'une garantie.

l) Des critères spécifiques sont utilisés pour déterminer si une créance est douteuse.

Source : OCDE ; BRI ; M. Goldstein et P. Turner, 1996.

En bref, rien ne garantit que l'ensemble des intervenants accepte de la même manière d'instaurer des procédures de contrôle interne également rigoureuses.

3. Les défaillances des incitations de marché

A défaut d'espérer des gains systémiques d'une réelle autodiscipline des intervenants financiers, l'on pourrait attendre des incitations du marché une stabilisation du système.

Tel serait le cas si le marché devait spontanément imposer des primes aux intervenants dénués d'organes de contrôle interne.

Or, rien ne permet d'affirmer qu'il le fasse systématiquement.

En réalité, l'une des leçons majeures des crises asiatiques, mais aussi de la crise russe par exemple, est précisément l'incapacité de nombreux opérateurs de marché à percevoir finement les risques et, en conséquence, à faire varier leurs comportements en fonction de leur évolution.

C'est vrai pour les prêteurs puisque ce n'est ainsi qu'au cours du quatrième trimestre 1997, et donc bien après le début de la crise, que les marges sur la dette des pays émergents se sont fortement élargies.

Mais c'est aussi vrai pour les agences de notation qui ont révisé tardivement leurs évaluations restant, par exemple, insensibles dans leurs estimations du risque de change à l'explosion de l'endettement extérieur à court terme des pays émergents.

Cette absence de capacité des incitations de marché à intervenir à bonne date se double d'ailleurs de la question de savoir si leur déclenchement est susceptible d'amener les stabilisations nécessaires.

Pour les évolutions de marché postérieures à la survenance des crises, au vu des expériences asiatiques, la plupart des commentateurs s'accordent à reconnaître une certaine forme de surréaction des opérateurs et particulièrement des agences de notation. Les primes exigées ont alors tendance à s'accroître brutalement sans considération pour les conditions dans lesquelles la crise est gérée par les autorités, ces évolutions compliquant d'ailleurs leur tâche.

La capacité d'évolutions de marché antérieures aux crises à les prévenir est, quant à elle, on l'a vu, plus théorique. Sous cet angle, on est d'abord conduit à envisager la probabilité d'apparition de telles réactions chez les prêteurs compte tenu des conditions actuelles de fonctionnement du système financier international.

L'existence d'un fort risque d'irresponsabilité, la course à la performance entre des opérateurs aux comportements mimétiques, les

stratégies fondées sur des anticipations autoréalisatrices, les phénomènes de concurrence axés sur l'exploitation des situations respectives d'intermédiaires de plus en plus concentrés, ces nombreux facteurs conduisent à douter de la capacité des marchés à s'autoréguler par les réactions des prêteurs suffisamment précoces et adaptées à l'évaluation des risques.

Ces facteurs et les risques qui en découlent sont accentués par des caractéristiques concrètes propres aux emprunteurs. A supposer même que ceux-ci doivent supporter une tension de leurs conditions de financement, les insuffisances structurelles observées dans nombre de pays débiteurs peuvent faire obstacle à une adaptation convenable de leurs comportements financiers.

Tel est manifestement le cas, s'agissant des emprunteurs publics, de la Russie, les gouvernements russes ayant paru totalement insensibles au durcissement des conditions de marché imposées à l'Etat russe.

S'agissant des emprunteurs privés appartenant aux secteurs bancaires ou productifs, il n'est pas utile de s'appesantir longuement sur les profonds défauts structurels de la gestion des entreprises asiatiques.

Une conséquence forte de ces développements s'impose : il est essentiel de restaurer les conditions d'un meilleur fonctionnement des marchés.

4. Le risque d'irresponsabilité

Il convient ici d'insister sur l'importance du risque d'irresponsabilité comme facteur des crises financières récentes.

Ce dernier, comme dans le monde anglo-saxon sous le vocable de *moral hazard*, représente le risque de comportements imprudents ou irresponsables de la part de celui qui sait que sa sauvegarde est garantie en toute circonstance.

On en a observé l'existence par exemple lorsque les porteurs d'obligations d'Etat russes à court terme (les GKO) à haut rendement et à risque de défaillance élevé ont continué d'acquérir ce type de titres jusqu'à la crise du mois d'août 1998, assurés qu'ils étaient de voir le Fonds monétaire international venir à la rescousse de la Russie et lui permettre de faire face tranquillement à ses échéances. Dans le cadre de la mission du groupe de travail à Washington, l'économiste en chef de la Banque mondiale, Joseph Stiglitz a pu apporter au groupe une anecdote éclairante selon laquelle les spéculateurs internationaux travaillaient alors avec un combiné téléphonique à chaque oreille : l'un pour acheter des GKO, l'autre pour savoir quand et pour

combien les institutions internationales interviendraient pour en payer principal et intérêt.

De fait, les régulateurs, confrontés à une crise, disposent d'une panoplie d'instruments pour la contrecarrer.

Tout d'abord, il peut être fait appel aux actionnaires des établissements en difficulté, voire dans certains cas à leurs créanciers ou à leurs contreparties. Le recours aux actionnaires est prévu en France par l'article 52 de la loi bancaire. Le recours aux créanciers et contreparties est une solution plus récente, expérimentée à l'occasion des crises financières de l'année 1998. Elle a été utilisée notamment pour sauvegarder les systèmes financiers des pays émergents en difficulté. Les établissements financiers occidentaux ont été amenés à rééchelonner leurs créances. Dans le cas du Pakistan, le Club de Paris a même mis en place un rééchelonnement de la dette obligataire détenue par les créanciers privés, accompagné d'une baisse de son taux d'intérêt. Cette solution a aussi été utilisée par la réserve fédérale de l'Etat de New-York pour prévenir les risques engendrés par l'effondrement du *hedge fund LTCM*.

Pour les sinistres touchant essentiellement les intérêts d'une seule place financière, il peut être fait appel aux acteurs du système financier qui n'ont pas de lien en capital ou en dette avec le ou les établissements à sauvegarder. C'est ce qu'on appelle la solidarité de place. Lorsque celle-ci est organisée au préalable, elle prend la forme de systèmes de garantie. La France s'est dotée récemment d'une panoplie de fonds de garantie destinés à préserver les intérêts des clients des prestataires de services financiers agréés chez elle. Elle a réformé son système de garantie des dépôts pour lequel elle a créé un fonds unique, et s'est dotée d'un fonds de garantie des investisseurs (contre l'indisponibilité de leurs instruments financiers), d'un fonds de garantie des assurés et même d'un fonds de garantie des cautions. Le principe de ces fonds est de nature très différente de celle des instruments précédents, car il consiste à faire appel aux concurrents des établissements défaillants. L'objectif est de prévenir une crise de confiance généralisée des clients dans le système financier, crise de confiance pouvant entraîner son effondrement du fait du retrait massif de leurs fonds par les clients. L'intérêt de cette législation doit toutefois être relativisé, car les montants susceptibles d'être mobilisés par ces fonds ne seraient pas à la mesure d'un accident majeur, dont le traitement ne pourrait demeurer purement national.

Une troisième catégorie d'intervention publique peut intervenir : le recours aux contribuables. Les pays les plus développés n'ont pas hésité à recourir à cette solution pour faire face à leurs sinistres majeurs. Ce fut le cas pour le sauvetage des caisses d'épargne américaines (*les savings and loans*) dans les années 80 (sinistre estimé à 130 milliards de dollars), pour celui du

Crédit Lyonnais en France ou pour le système bancaire et financier japonais. Contrairement aux catégories d'interventions précédemment citées qui visent à traiter des problèmes de liquidité, le recours aux contribuables survient pour faire face à des problèmes d'insolvabilité. Il s'agit sans doute d'éviter des contagions financières, mais aussi de prévenir les conséquences sociales des faillites bancaires.

Pour faire face aux crises systémiques les plus graves, celles qui mettent en cause la liquidité du système financier sur le plan national et international, il faut recourir à un prêteur en dernier ressort, c'est-à-dire à la création monétaire par une banque centrale, ou, le cas échéant, une institution qui peut en tenir lieu, comme le Fonds monétaire international, qui dispose de droits de tirage monétaires sur les Etats qui en sont membres. Lorsque la défaillance d'un ou plusieurs établissements est de nature à provoquer une cascade de défaillances, le prêteur en dernier ressort peut être amené à injecter des liquidités dans le circuit, sans prendre de gage en contrepartie, de façon à éviter la réaction en chaîne.

Ces différentes modalités d'intervention ne sont pas étanches les unes par rapport aux autres ; elles peuvent se combiner. Ainsi, le sauvetage de LTCM a mobilisé tout à la fois une certaine « solidarité » de place et l'injection de liquidités par la Fed.

Mais si elles sont toutes susceptibles d'atténuer les effets des crises financières, elles concourent également toutes, même inégalement, à atténuer la perception des risques par les acteurs financiers et donc à élever la probabilité de crises financières. Elles conduisent à mettre en évidence le dilemme suivant imposé au régulateur public :

- d'un côté, il ne faut pas encourager l'irresponsabilité des opérateurs en leur garantissant des secours ;
- mais d'un autre côté, une défaillance très importante pouvant entraîner, dans le monde financier globalisé d'aujourd'hui, une cascade de défauts de paiement et une récession mondiale, la tentation est alors forte de secourir le défaillant.

Le défaut d'une solution à ce dilemme, solution qui certes présente des difficultés conceptuelles importantes et met aussi en jeu des conflits d'intérêt majeurs, entretient l'instabilité financière internationale. Il faut donc le combler.

C. LES INSUFFISANCES DU CONTRÔLE EXTÉRIEUR

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

Ces insuffisances concernent un vaste ensemble de dispositifs prudentiels imposés aux intervenants.

Elles sont amplifiées par les problèmes d'organisation du contrôle externe qui n'a pas suffisamment engagé les adaptations que suppose la globalisation des marchés.

1. Des dispositifs prudentiels incomplets ou inadaptés

Avec l'exposé du renforcement des exigences imposées en matière de contrôle interne, l'on a déjà évoqué l'un des domaines de la réglementation prudentielle qui est apparu, à juste titre, comme insuffisamment développé. Mais d'autres sources d'insatisfaction doivent être mentionnées.

a) Les insuffisances du ratio Cooke

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

Initialement destiné à limiter l'exposition aux risques de crédit, puis amendé pour tenir compte des risques de marché, l'accord consiste à exiger que les engagements des banques ayant une activité internationale significative soient couverts par un minimum de fonds propres. Le ratio de couverture des risques est calculé en rapportant les éléments constitutifs des capitaux propres des intermédiaires à un encours d'engagements, lui-même calculé à partir de pondérations diverses des risques en fonction de leur nature. En bref, les différents types d'engagements sont accompagnés d'exigences variables de couverture. L'échelle des pondérations va de 0 % pour les engagements auprès des banques centrales des pays appartenant à l'OCDE à 100 pour les catégories d'engagements les plus risqués. En conséquence, le capital exigible pour la couverture des engagements varie, quatre catégories d'engagements étant distinguées et accompagnées des exigences de couverture suivantes : 0 ; 1,6 ; 4 et 8 % respectivement.

L'on ne peut que s'associer aux propos d'Alan Greenspan selon lequel le « provisionnement en capital constitue un sujet d'importance essentielle pour les banquiers, et leurs contreparties, mais aussi pour les

régulateurs et les banques centrales dont la tâche est de s'assurer de la stabilité du système financier ».

L'on peut aussi partager le jugement du Comité de Bâle sur l'impact très positif du ratio Cooke sur la stabilité du système financier. Il est bien vrai que l'accord de 1988 a été suivi par des augmentations substantielles des capitaux propres des banques.

Il est également exact que le respect mondial du ratio Cooke a beaucoup progressé³⁷.

Cependant, il ne faut pas dissimuler les insuffisances de la norme prudentielle établie en matière de couverture des engagements par les fonds propres. Elles appellent des réformes qui seront examinées plus loin dans le présent rapport, et qui suscitent, on le verra, un vrai débat.

Il faut d'abord souligner que l'évolution de la norme est allée dans le sens d'une atténuation de sa rigueur qui, rétrospectivement, peut apparaître quelque peu hâtive. C'est ainsi que le Comité de Bâle a pu accéder, en janvier 1996, aux demandes des établissements dotés de modèles d'estimations de risques de marché développés -demandes appuyées par leurs autorités de contrôle- de pouvoir respecter une norme dérogatoire revenant à opérer une réfaction de moitié par rapport aux risques calculés sur la base de l'approche standard. Cette décision témoigne d'ailleurs d'une orientation globale, sur laquelle on reviendra, tendant à substituer à des normes portant sur les risques eux-mêmes, des normes prudentielles fondées sur la capacité de chaque établissement à maîtriser ses risques.

Il faut aussi mettre en évidence les problèmes posés par l'adaptation de la norme de couverture à la sophistication des opérations financières des banques.

Les innovations financières ont, par exemple, engendré une diversification des sources de financement des établissements bancaires assimilées parfois à tort comme des fonds propres. Il en est allé ainsi par exemple pour des titres libellés le plus souvent en monnaie étrangère comportant de la part de leurs souscripteurs des engagements financiers

³⁷ A la suite de l'Accord de Bâle, l'Europe a élaboré un dispositif de même nature mais plus exigeant dans la directive n° 89-647 du 18 décembre 1989. La France a réalisé la transposition de cette directive par le règlement n° 91-05 du 15 février 1991 du Comité de la réglementation bancaire.

conditionnels. Ces innovations ont conduit le Comité de Bâle à préciser les conditions à retenir pour déterminer les fonds propres des banques.³⁸

Les innovations financières se sont également considérablement développées du côté des engagements. Elles offrent une large gamme d'opportunités pour échapper aux contraintes du ratio Cooke. Une pratique courante consiste par exemple à regrouper un ensemble de prêts pour les transformer en titres de créances cessibles à des investisseurs actifs sur le marché. La titrisation permet en effet aux banques de « formater » leurs engagements de telle sorte que leurs obligations d'immobilisation de capitaux propres soient minimisées au regard du ratio Cooke.

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

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

Deux défauts majeurs doivent être distingués.

Il apparaît d'abord que l'application du ratio est susceptible de créer des coûts d'opportunité altérant la rentabilité des banques et de nature à limiter l'accès au crédit. L'exigence formelle d'un ratio minimum de capital censé sécuriser différentes grandes catégories d'engagements constitue une approche quelque peu sommaire. A titre d'exemple, dans le mécanisme actuel, l'ensemble des prêts aux entreprises est affecté d'une exigence de couverture uniforme égale à 8 % des engagements. Or, il n'est pas douteux que ces prêts peuvent être très inégalement risqués, la solvabilité des emprunteurs pouvant varier considérablement. Le manque de prise en compte des probabilités inégales d'insolvabilité conduit ainsi à créer une aversion artificielle des banques pour des engagements rendus inutilement coûteux. Elle peut être à l'origine de coûts d'opportunité pour les banques, allant à l'encontre de l'objectif recherché de solidité financière, et créer des difficultés indues d'accès au crédit pour les entreprises.

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

³⁸ Voir le communiqué de presse du Comité de Bâle du 27 octobre 1998.

Tel est en particulier le cas des crédits souverains pour lesquels la règle de la pondération 0 des crédits consentis aux pays de l'OCDE a conduit à des traitements homogènes injustifiés des dettes souveraines de pays aussi différents que la Corée ou l'Allemagne. De la même manière, le traitement uniforme des entreprises est loin de refléter la réalité.

Il est donc tout à fait recommandable d'améliorer le dispositif de couverture des risques.

•

Durant la phase de croissance rapide des actifs, les contraintes exercées par le ratio Cooke sur le développement des bilans bancaires japonais ont été considérablement allégées.

L'essor du marché boursier a d'abord facilité les émissions de fonds propres entrant dans les fonds propres de première catégorie du ratio Cooke.

Cet accroissement des fonds propres de première catégorie a, à son tour, permis de concrétiser les plus-values latentes engendrées par l'envol des marchés boursiers. On sait que les fonds propres de catégorie 2 du ratio Cooke ne peuvent excéder ceux de la catégorie 1. Les banques japonaises incorporaient 45 % des plus-values latentes sur titres dans les fonds propres de catégorie 2. Toute augmentation des fonds propres de 1^{ère} catégorie leur permettait d'incorporer davantage de plus-values latentes : une unité supplémentaire de fonds propres de

1^{ère} catégorie se traduisait par une unité supplémentaire de fonds propres de 2^{ème} catégorie, permettant d'augmenter l'actif pondéré du risque de 2 unités.

La chute de l'immobilier et le retournement du marché boursier ont pris à revers les banques japonaises. D'une part, les sources d'alimentation autonome de leurs fonds propres ont disparu, un mouvement de contraction mécanique des fonds propres se déclenchant. D'autre part, cette évolution a spontanément dégradé la qualité des risques des banques : les garanties données au secteur de l'assurance se sont soudainement révélées aventureuses, les collatéraux garantissant les créances hypothécaires se sont effondrés...

- des passages de provisions insuffisamment rigoureux notamment en matière de prêts douteux, dont rendent compte les analyses convergentes de tous les observateurs des crises asiatiques.

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

c) Le champ des réglementations prudentielles

Le champ des règles prudentielles constitue une autre faiblesse du monde financier contemporain.

Il ne s'agit pas ici non plus d'évoquer le problème particulier des places *off-shore* traité par ailleurs. Hormis la question des banques centrales qui sont affranchies du respect des réglementations prudentielles au vu d'une réputation que certains événements récents - l'implication d'une banque centrale de l'Union européenne dans le naufrage de LTCM, les circuits financiers mobilisés par la Banque de Russie - pourraient conduire à réestimer, un problème majeur concerne les conglomérats financiers.

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

La compatibilité et la cohérence des différentes normes n'ont pas été suffisamment vérifiées et le besoin d'une intégration existe.

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

Enfin, et surtout, le champ géographique de la réglementation prudentielle pose le problème crucial de son harmonisation internationale.

En l'état, les enceintes internationales - BRI, Union européenne... - où sont élaborées les règles prudentielles regroupent un petit nombre de pays développés, ce qui facilite la formation des règles mais limite probablement leur rayonnement, l'acceptation de ces règles par les pays tiers étant d'autant moins acquise qu'ils ne participent pas à leur définition.

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

La rigueur plus ou moins grande des règles prudentielles est en effet considérée comme constitutive d'un enjeu de concurrence.

Cette situation se vérifie avec une particulière acuité dans les zones économiques homogènes. Le marché unique européen en fournit un bon exemple.

La législation prudentielle européenne qui s'est développée au fil des différentes directives intervenues dans le but spécifique de construire le marché financier unique, objectif différent de celui qui consisterait à bâtir des règles prudentielles uniformes, a débouché sur l'édiction d'obligations prudentielles minimales. Plusieurs sujets importants comme une législation européenne sur la liquidation des établissements bancaires sont en chantier depuis longtemps sans progresser réellement.

Cette situation est, selon M. Tommaso Padoa-Schioppa, membre du Directoire de la Banque centrale européenne, susceptible d'enclencher un processus de dérégulation dans les différents espaces nationaux de l'Union européenne qui s'explique par les compétences limitées de celle-ci et la dimension concurrentielle des règles prudentielles.

Cette situation mérite d'être corrigée d'autant qu'elle concerne une zone monétaire unifiée.

d) Les obligations de transparence

On ne peut sans doute pas prétendre que les crises financières sont exclusivement provoquées par un défaut d'accès à l'information. D'autres causes agissantes ont été largement mentionnées. On ne doit sans doute pas davantage imaginer qu'une complète information des agents et des contrôleurs puisse constituer une garantie sans faille contre la survenance de crises. La crise asiatique en particulier a amplement démontré qu'au-delà de sa disponibilité, il importait en l'espèce de faire un bon usage de l'information.

La théorie économique, qui a depuis longtemps montré le rôle sur les déséquilibres de marché d'une insuffisante information ou d'une information insuffisamment partagée, et les expériences empiriques conduisent à conclure à la nécessité de renforcer l'éclairage des acteurs.

Cet objectif de principe est du reste reconnu par le Comité de Bâle comme devant constituer le troisième pilier de la réforme des règles prudentielles.

2. Les défauts d'organisation du contrôle externe

a) Des exigences théoriques connues

La communauté financière internationale s'est attachée à définir les conditions d'une supervision bancaire effective. C'est ainsi que le Comité de Bâle a établi en avril 1997 une liste de 25 principes fondamentaux à respecter pour assurer une supervision effective³⁹. Ce document, qui est le résultat de travaux menés par le G 10 en relation avec les autorités de supervision de nombreux pays n'appartenant pas à celui-ci - 16 en tout -, fixe des exigences minimales.

Synthèse des 25 principes fondamentaux pour une supervision bancaire effective

Préalables à une supervision bancaire effective

Principe n° 1 :

Le système de supervision bancaire doit se voir confier des responsabilités claires. Chaque organisme de contrôle doit bénéficier de moyens suffisants et d'une réelle indépendance fonctionnelle. Un cadre légal satisfaisant doit être mis en place incluant des dispositions relatives aux agréments bancaires et au contrôle de la sécurité de l'exploitation des banques. Le système de contrôle doit instaurer une protection des contrôleurs.

³⁹ Comité de Bâle sur la supervision bancaire, - « Les principes fondamentaux pour une supervision bancaire effective » avril 1997.

Agréments

Principe n° 2 :

La liste des activités autorisées aux banques doit être précisément définie.

Principe n° 3 :

Les autorités chargées de l'agrément doivent pouvoir fixer leurs propres conditions et rejeter les candidatures qui ne les satisferaient pas. L'agrément doit au minimum permettre de vérifier que la structure de la propriété de la banque, ses dirigeants, son organisation interne et son capital sont satisfaisants. Lorsque l'agrément porte sur un établissement d'une banque de nationalité étrangère, l'agrément préalable du pays d'origine doit être obtenu.

Principe n° 4 :

Les contrôleurs doivent pouvoir s'opposer aux transferts de propriété ou de contrôle significatifs touchant des banques déjà agréées.

Principe n° 5 :

Les contrôleurs doivent être en mesure d'évaluer les opérations significatives d'acquisition ou d'investissement des banques afin de s'assurer qu'elles ne débouchent pas sur une exposition excessive aux risques ou sur une altération de la capacité effective de contrôle.

Réglementations prudentielles

Principe n° 6 :

Les contrôleurs doivent établir des règles appropriées en matière de couverture minimale par les fonds propres à partir d'une évaluation des risques et fondées sur une définition pertinente des fonds propres disponibles pour absorber les pertes.

Pour les banques actives à l'international, ces exigences ne doivent pas être moins strictes que celles établies par l'Accord de Bâle de 1988 tel qu'amendé.

Principe n° 7 :

Un aspect essentiel des systèmes de contrôle consiste dans l'évaluation des stratégies, pratiques et procédures bancaires en matière de crédit et d'investissement ainsi que de leur suivi.

Principe n° 8 :

Les contrôleurs doivent s'assurer de la qualité de la gestion interne en matière d'évaluation des actifs et de provisions et réserves.

Principe n° 9 :

Les contrôleurs doivent s'assurer de la capacité des gestionnaires à identifier la concentration des engagements et établir des limites prudentielles en la matière.

Principe n° 10 :

Afin de prévenir les risques excessifs résultant de prêts à des entités liées, les contrôleurs doivent s'assurer de la capacité des gestionnaires à contrôler leurs engagements sur une base consolidée.

Principe n° 11 :

Les contrôleurs doivent s'assurer que les banques maîtrisent le risque-pays et le risque de transfert liés à leurs prêts et investissements internationaux et qu'elles disposent de réserves suffisantes pour y faire face.

Principe n° 12 :

Les contrôleurs doivent s'assurer que les banques maîtrisent le risque de marché et doivent pouvoir imposer des limites et une couverture spécifique en fonds propres à l'égard de ces risques.

Principe n° 13 :

Les contrôleurs doivent s'assurer que les banques disposent des moyens d'évaluer le risque de management et la capacité de celui-ci à contrôler l'ensemble des risques de l'activité bancaire.

Principe n° 14 :

Les contrôleurs doivent s'assurer que les banques ont mis en place des contrôles internes adéquats compte tenu de la nature et de l'ampleur de leur activité.

Principe n° 15 :

Les contrôleurs doivent s'assurer que les banques disposent de tous les moyens de connaître leurs clients et relations d'affaires aux fins de promouvoir une activité bancaire conforme à l'éthique et d'éviter de se livrer intentionnellement ou non à des activités criminelles.

Méthodes de supervision

Principe n° 16 :

La supervision doit pouvoir être effectuée sur pièces et sur place.

Principe n° 17 :

Les contrôleurs doivent entretenir des contacts réguliers avec les dirigeants et disposer d'une compétence suffisante.

Principe n° 18 :

Les contrôleurs doivent être en mesure d'accéder aux rapports prudentiels et à toutes les statistiques nécessaires sur une base consolidée ou non.

Principe n° 19 :

Les contrôleurs doivent pouvoir évaluer les données nécessaires à leur contrôle sur une base entièrement indépendante à partir de leurs propres contrôles sur place ou en recourant à des vérificateurs extérieurs.

Principe n° 20 :

Un aspect essentiel de la supervision consiste à pouvoir contrôler les groupes bancaires sur une base consolidée.

Les exigences en matière d'information

Principe n° 21 :

Les contrôleurs doivent s'assurer que les banques tiennent leurs livres de façon adéquate sur la base de pratiques comptables fondées sur un souci d'exactitude et de sincérité compatibles avec une appréciation de la situation financière réelle des banques.

Les prérogatives formelles des contrôleurs.

Principe n° 22 :

Les contrôleurs doivent disposer des prérogatives suffisantes pour leur permettre d'apporter à temps les corrections nécessaires en matière de couverture des engagements par les fonds propres, de pratiques prudentielles générales, de violations des règlements ou lorsque les déposants encourent des périls quel qu'en soit la raison. Dans les circonstances extrêmes, ces prérogatives doivent aller jusqu'au retrait de l'agrément.

Les activités bancaires internationales.

Principe n° 23 :

Les contrôleurs doivent placer leur contrôle des banques actives à l'international dans une perspective consolidée et appliquer les règles prudentielles pertinentes à l'ensemble des activités de ces établissements, en particulier à celles de leurs filiales, succursales ou sociétés jointes à l'étranger.

Principe n° 24 :

Une des composantes clefs du contrôle consiste à établir des contacts et des échanges d'informations avec les autres contrôleurs, en particulier avec les contrôleurs étrangers.

Principe n° 25 :

Les contrôleurs doivent avoir pour les établissements localisés dans leur territoire de compétence dépendants d'organismes étrangers les mêmes exigences que pour les intervenants domestiques et doivent pouvoir partager leurs informations avec les autorités de contrôle des banques des pays d'origine afin de permettre d'établir un contrôle consolidé.

b) Une pratique lacunaire du contrôle externe

à contrôle il ne faut pas oublier que d'importants acteurs de marché
matière de contrôle interne.

identiques. Les motifs d'inertie des contrôles internes ont été exposés. Ils ne
d'inefficacité des contrôles externes.

Pour l'essentiel, les explications avancées de ce dernier point de vue consistent à mettre en évidence le manque général de moyens conférés aux organes de contrôle, caractéristique particulièrement soulignée dans le cas des pays émergents.

Cette approche est illustrée par le rapport de l'OCDE de juin 1999 relevant que : *« les organismes de contrôle avaient souvent des pouvoirs limités dans les économies émergentes, et les pénalités imposées en cas de non-respect de la réglementation étaient généralement peu élevées. Cette situation était due à plusieurs facteurs : le caractère informel des liens entre entreprises (notamment en Asie) et le flou qui entourait les droits de propriété, rendant difficile une estimation de l'importance des prêts à des entités apparentées ; des contraintes de ressources se traduisant par de rares inspections sur place et par un contrôle minime de l'évaluation des risques de crédit ; le poids limité des organismes de contrôle dans l'administration publique, par comparaison avec celui des organismes chargés de la politique à l'égard du secteur des entreprises ; le fait qu'il était difficile, sur le plan politique, d'amener les entreprises à constituer des provisions pour faire face à une modification éventuelle de la politique officielle (modification de la politique de taux de change annoncée, par exemple) ».*

Mais, ce diagnostic ne semble pas devoir être réservé à la situation des pays émergents puisqu'aussi bien, les créances douteuses des banques localisées dans les pays avancés se sont elles aussi accumulées. D'ailleurs, dans son 68^{ème} rapport de juin 1998, la Banque des règlements internationaux n'exclut pas explicitement les organes de contrôle externe des pays avancés lorsqu'elle observe : *« La prévention des crises exige, par-dessus tout, un système financier domestique solide. Alors que les principes de base de la supervision bancaire édictés par le Comité de Bâle fournissent un point d'appui crucial pour des améliorations en ce domaine, leur mise en œuvre constitue un défi. Il y a actuellement dans les banques et dans les agences de supervision une grande pénurie de personnels qualifiés qui réclamera un effort de formation significatif exigeant de la durée et des ressources considérables. Une difficulté encore plus difficile devra être éliminée avec les résistances politiques de ceux qui ont jusqu'à présent bénéficié du système. »*

A ces problèmes d'organisation qui, pour apparaître triviaux n'en sont pas moins très importants, il faut ajouter le constat d'une complexification considérable des missions de contrôle externe. Elle est elle-même due à la sophistication des flux financiers et des organisations des acteurs de marché.

Leur internationalisation constitue en soi un défi majeur pour des contrôleurs qui sont, eux, restés nationaux.

Les capacités des contrôleurs nationaux à accéder à toutes les données pertinentes s'en trouve réduite. Sans doute des obligations de consolidation

comptable sont-elles posées ; sans doute des systèmes de coopération entre contrôleurs sont-ils institués ; sans doute des clauses de reconnaissance mutuelle entre contrôleurs sont-elles prévues. Pourtant, aucun de ces dispositifs ne peut garantir entièrement contre une mauvaise appréciation de la dimension internationale de l'activité d'un établissement soumis au contrôle d'une instance strictement nationale.

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

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

D. LES TROUS NOIRS DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL

La surveillance bancaire et financière internationale trouve également ses limites dans un certain nombre de « trous noirs » auxquels les régulateurs et leurs organisations internationales n'ont pas accès.

1. Deux types de trous noirs : géopolitiques, et techniques

On peut classer ces trous noirs en deux catégories :

- **Les trous noirs géographiques et politiques.** Ce sont, d'une part, les Etats souverains où sévit la corruption. Ce sont, d'autre part, les places off-shore, terrains privilégiés de l'évasion fiscale et du blanchiment. Ou bien il n'existe pas localement d'organismes de surveillance de marché ou

bancaire ; c'est souvent le cas des paradis fiscaux. Ou bien ces organismes existent, mais ne coopèrent pas. Ou bien ces organismes sont inaptes à enrayer des fraudes massives ; c'est le cas dans les Etats gangrenés par la corruption.

Ces lieux constituent des zones peu accessibles pour les organes de surveillance des pays industriels ou pour leurs organisations internationales, comme l'organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV), ou le comité de Bâle.

Il en est de même des institutions unilatérales : on a vu que le FMI avait peu de moyens de savoir ce qui est fait des fonds qu'il prête aux banques centrales. **Lorsqu'un flux financier transite par de telles places, il disparaît aux yeux de la communauté internationale.**

**Un concentré des lacunes du mode de contrôle traditionnel
à l'égard des « trous noirs » : l'affaire FIMACO**

L'affaire de la FIMACO, filiale sise à Jersey de la banque commerciale d'Europe du Nord (BCEN), elle-même filiale de la Banque centrale de Russie, est un exemple concentrant une bonne partie des dysfonctionnements des systèmes de régulation bancaire traditionnels à l'égard des circuits financiers transitant par les zones *off-shore*. Et il ne s'agit que d'un aspect particulier des difficultés financières impliquant la Russie.

Un échantillon des acteurs du système financier international est en effet réuni dans ce scénario exemplaire. Y sont ainsi impliqués :

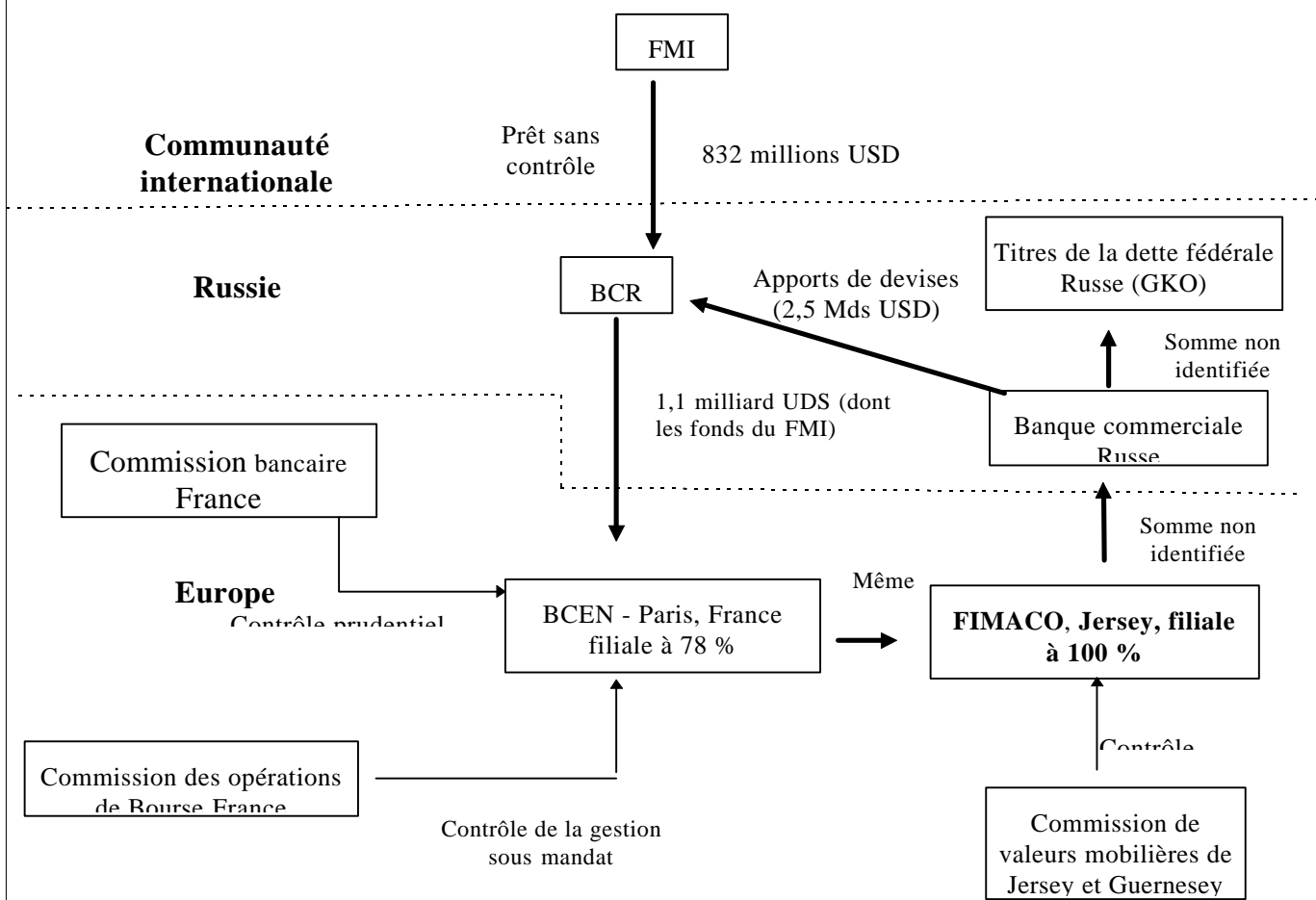
- des prêts du Fonds monétaire international, (en l'occurrence pour équilibrer la balance des paiements russes) et le FMI lui-même,
- la Banque centrale de Russie (BCR),
- une banque commerciale agréée en France, filiale de la Banque centrale de Russie : la BCEN,
- les autorités de contrôle bancaires françaises, en particulier la commission bancaire, et le ministère de l'économie, des finances et de l'industrie,

- une place *off-shore* européenne : Jersey, et un établissement financier y détenant son siège : FIMACO, filiale de la BCEN,

- la spéculation sur les obligations de l'Etat russe : les GKO, soit l'un des facteurs de la crise russe d'août 1998.

On peut ajouter, pour bien camper le décor, que l'affaire FIMACO n'a pas directement concerné des fonds d'origine criminelle (puisque ce sont précisément des aides du FMI qui ont emprunté ce circuit, pour être replacés sur le marché russe des valeurs d'Etat, contribuant à sa liquidité et à son attractivité pour les investisseurs internationaux), et n'a pas révélé d'incompétence technique de la part des régulateurs, mais a au contraire mis en évidence des lacunes de nature institutionnelle. Il a fallu en effet recourir à un cabinet d'audit privé, Price Waterhouse Coopers, avec le consentement de la Banque de Russie, pour établir les faits.

Une partie de fonds accordés par le FMI à la Russie en vue d'équilibrer sa balance des paiements a en effet suivi le circuit suivant à partir de 1992, et jusqu'en 1996.



La Banque centrale de Russie a pris l'habitude de placer une partie de ses réserves en Europe, via sa filiale BCEN, installée en France depuis 1921. Au terme du circuit schématisé ci-dessus, elle a réorienté une partie des fonds de l'aide internationale accordée par le FMI vers la spéculation sur les GKO, permettant l'enrichissement de nombreux intervenants, mais participant aussi, par les excès de ce marché, à la crise de la dette de l'Etat russe, qui a éclaté en 1998.

- -

les lacunes des contrôles nationaux et
dans l'appréhension des mouvements internationaux de capitaux transitant par

- **Le FMI** subordonne ses prêts à la réalisation d'objectifs macroéconomiques, mais ne contrôle pas l'emploi des liquidités. A la suite de cette affaire, il a décidé d'accorder à la Russie des crédits sous forme d'un compte bloqué dans ses livres.

- **La commission bancaire** a, en France, effectivement contrôlé la BCEN, mais son contrôle était, malgré elle, en grande partie aveugle :

- elle a pu savoir, en interrogeant la BCEN, qu'une grande partie des fonds (3 milliards de francs sur 10 milliards de francs de bilan) gérés par elle provenaient de sa mère, la banque centrale de Russie (BCR), mais n'avait aucun moyen de savoir qu'une partie de ces mêmes fonds pouvaient initialement être des prêts du FMI, celui-ci ne sachant pas ce que ses prêts deviennent, et la commission bancaire n'ayant pas compétence vis-à-vis de la BCR.

- son contrôle, de nature prudentielle, n'a rien révélé d'anormal, la BCEN respectant ses ratios.

- sur le plan géographique et institutionnel, la commission bancaire n'a pas compétence pour contrôler FIMACO car **Jersey est un paradis fiscal situé hors de l'Espace économique européen**. Il ne lui était donc pas possible de savoir ce qu'il advenait des fonds gérés par FIMACO, et en particulier leur retour en Russie lui était inconnu.

- Paradis fiscal, Jersey est tout de même doté d'une commission des valeurs mobilières, pilotée par d'anciens dirigeants du *Securities investment board* (SIB) britannique. Cette autorité est membre de l'OICV. Elle a alerté la **Commission des opérations de bourse** sur d'éventuelles irrégularités touchant la BCEN. Ces irrégularités ne portent toutefois que sur un aspect mineur : la BCEN n'a pas d'agrément pour pratiquer la gestion pour compte de tiers. La COB a donc saisi le Parquet. En revanche, il ne semble pas que la commission bancaire et la COB aient eu des contacts sur ce dossier, dont l'écheveau n'a été reconstitué que par le travail de Price Waterhouse Coopers.

- Enfin, l'une des lacunes non négligeables est le défaut de dialogue entre les différentes autorités publiques de contrôle impliquées dans cette affaire. Mais à leur décharge, elles ne pouvaient savoir le plus souvent de quoi elles auraient eu à parler.

Et c'est ainsi que malgré lui, le FMI a alimenté - pour une partie modeste, mais qui a le défaut d'exister - la spéculation sur les GKO, et que la Banque de Russie l'a trompé sur le niveau de ses réserves en devises en utilisant ses propres fonds. L'aide internationale a ainsi - paradoxe suprême - contribué directement à la crise russe de 1998, et ce au travers d'une banque agréée en France !

- **Les trous noirs techniques**, tenant à la nature des contrôles effectués. Les commissions de contrôle bancaire ont une compétence de nature prudentielle. Un établissement de crédit se livrant au traitement de flux financiers criminels peut très bien par ailleurs respecter les ratios prudentiels. C'est d'ailleurs bien souvent le cas. De la même façon les autorités de surveillance des marchés financiers surveillent la régularité formelle des

transactions. Hors délits d'initiés ou franchissements de seuil, rien n'apparaît d'une transaction sur valeurs mobilières opérée avec des fonds d'origine criminelle.

C'est pourquoi la législation française repose sur la pratique de la déclaration de soupçon. C'est en fonction des doutes, plus ou moins subjectifs, que suscite un client, des fonds qu'il souhaite placer, de ses buts de placement etc., que les établissements peuvent déceler une opération délictueuse, mais non en fonction de la nature de l'opération réalisée. Cette détection est *a fortiori*, plus difficile lorsque les établissements financiers eux-mêmes sont complices.

En outre, les circuits du blanchiment tentent d'éviter les circuits bancaires traditionnels. Le dernier rapport du GAFI⁴⁰ fait état de techniques comme le « Hawala/Hundi » en Asie du Sud-Est, consistant à éviter les transferts de fonds d'un pays à l'autre, par des transferts locaux de même sens dans deux pays différents dans deux devises différentes. Il suffit que les partenaires soient présents dans les deux pays à la fois. De la même façon, à l'autre extrême de la modernité, les institutions de surveillance sont encore désarmées vis-à-vis des transactions effectuées par internet, que ce soient des transactions classiques ou des jeux d'argent (casino virtuels).

Les trois techniques du blanchiment selon le GAFI

- **le placement** : conversion d'espèces issues de trafics en placements licites (or, devises, comptes bancaires),
- **l'empilage** : multiplication de transactions financières, notamment via des sociétés-écrans ou des trusts, éventuellement établis *offshore*,
- **l'intégration** : investissement des espèces frauduleuses en actifs réels légaux.

Source : Banque magazine - décembre 1999.

On comprend dans ces conditions l'extrême difficulté que revêt le contrôle des fonds à effet de levier établis *offshore*. Sur le plan technique, le contrôle du risque d'un fonds à effet de levier est difficile en soi, alors même que les hauts niveaux de levier exposent les marchés à des risques systémiques méconnus. Mais, en outre, sur le plan juridique, leur établissement *offshore* les

⁴⁰ Groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux, OCDE, 14 février 2000.

fait échapper aux organes de contrôle compétents des pays industriels dans lesquels ils opèrent et sur l'économie desquels il font peser un risque.

2. Les tentatives d'établissement d'une typologie des trous noirs

Dans la perspective d'une action visant à réduire la capacité de nuisance des places offshore, il est important d'en établir une typologie. Le groupe de travail, qui n'a pas étudié spécifiquement cette question n'a pas la prétention d'en établir une.

En revanche, ce sujet est actuellement en traitement par le GAFI, organe de l'OCDE chargé de traquer le blanchiment, et par le Forum de stabilité financière, présidé par M. Andrew Crockett, qui étudie les places *offshore* en général.

Les trous noirs sont en effet essentiellement les centres *offshore*, car l'argent de la corruption y converge comme celui de blanchiment. En règle générale, ainsi que le montre une étude récente du *Narcotic Bureau*, les Etats où sévit une forte corruption ne sont pas des centres *offshore*.

Le GAFI a établi une typologie des pays ou territoires non coopératifs, en 25 critères, qu'il explique dans son rapport du 14 février 2000.

Critères du GAFI définissant les pays ou territoires non coopératifs

A. Lacunes dans les réglementations financières

Absence ou insuffisance des réglementations et des dispositifs de surveillance visant les institutions financières

1. Absence ou inefficacité des réglementations et des dispositifs de surveillance visant l'ensemble des institutions financières d'un pays ou d'un territoire donné, au plan interne ou extraterritorial, sur une base équivalente au regard des normes internationales applicables au blanchiment de capitaux.

Inadéquation des règles concernant la délivrance d'agrément et l'établissement des institutions financières, y compris l'évaluation des antécédents des directeurs et propriétaires-bénéficiaires

2. Possibilité pour des personnes physiques ou morales de gérer une institution financière sans autorisation ou enregistrement ou avec seulement des obligations rudimentaires en matière d'autorisation ou d'enregistrement.

3. Absence de mesures pour empêcher des criminels ou leurs associés d'exercer des fonctions de gestion ou un contrôle ou d'acquérir une participation importante dans des institutions financières.

Insuffisance des obligations d'identification des clients imposées aux institutions financières

4. Existence de comptes anonymes ou de comptes à des noms manifestement fictifs.

5. Absence de lois, réglementations ou accords efficaces entre les autorités de surveillance et les institutions financières ou d'accords d'autorégulation entre les institutions financières sur l'identification du client et du bénéficiaire effectif d'un compte :

- aucune obligation de vérifier l'identité du client ;

- aucune obligation d'identifier les propriétaires-bénéficiaires lorsqu'il existe des doutes quant à la question de savoir si le client agit en son nom propre ;

- aucune obligation de vérifier l'identité du client ou du propriétaire-bénéficiaire effectif lorsque des doutes paraissent à cet égard au cours de relations d'affaires ;

- aucune obligation pour les institutions financières de mettre en place des programmes continus de formation au blanchiment des capitaux.

6. Absence d'obligations légales ou réglementaires pour les institutions financières, d'accords entre les autorités de surveillance et les institutions financières ou d'accords automatiques entre les institutions financières en vue de l'enregistrement et de la conservation, pendant un délai raisonnable et suffisant (cinq ans), des documents concernant l'identité de leurs clients ainsi que des dossiers relatifs aux transactions nationales et internationales.

7. Obstacles juridiques ou pratiques à l'accès par les autorités administratives et judiciaires aux informations concernant l'identité des titulaires ou des propriétaires-bénéficiaires ainsi qu'aux informations liées aux transactions enregistrées.

Caractère excessif des régimes de secret applicable aux institutions financières

8. Dispositions en matière de secret pouvant être invoquées à l'encontre des autorités administratives compétentes, mais pas levées par elles, dans le cadre des enquêtes concernant des opérations de blanchiment des capitaux.

9. Dispositions en matière de secret pouvant être invoquées à l'encontre des autorités judiciaires, mais pas levées par elles, dans le cadre d'enquêtes criminelles sur des opérations de blanchiment de capitaux.

Absence d'un système efficace de déclaration des transactions suspectes

10. Absence d'un système obligatoire et efficient pour la déclaration des transactions suspectes ou inhabituelles aux autorités compétentes, un tel système devant assurer la détection et la poursuite du blanchiment de capitaux.

11. Absence de suivi et de sanctions pénales ou administratives concernant l'obligation de déclaration des transactions suspectes ou inhabituelles.

B. Obstacles soulevés par d'autres secteurs de réglementation

Inadéquation des règles de droit commercial concernant l'enregistrement des entreprises et des personnes morales

12. Inadéquation des moyens d'identification, d'enregistrement et de diffusion de l'information concernant les entreprises et les personnes morales (nom, forme juridique, adresse, identité des directeurs, dispositions réglementant la possibilité d'engager l'entité).

Absence d'identification du (des) propriétaire(s)-bénéficiaire(s) des entreprises ou des personnes morales

13. Obstacles à l'identification par les institutions financières du/des propriétaire(s) bénéficiaire(s) et des directeurs/administrateurs d'une société ou des bénéficiaires d'une entreprise ou d'une personne morale.

14. Systèmes réglementaires ou autres permettant aux institutions financières de réaliser des transactions financières sans que soient connus le(s) propriétaire(s)-bénéficiaire(s) de ces transactions ou permettant à ces bénéficiaires d'être représentés par un intermédiaire refusant de divulguer cette information, sans informer les autorités compétentes.

C. Obstacles à la coopération internationale

Obstacles à la coopération internationale entre autorités administratives

15. Lois ou réglementations interdisant l'échange international d'informations entre les autorités administratives anti-blanchiment, ne prévoyant pas des canaux clairs pour l'échange d'informations ou subordonnant ces échanges à des conditions très restrictives.

16. Interdiction pour les autorités administratives de mener des enquêtes ou des investigations au nom ou pour le compte de leurs homologues étrangers.

17. Mauvaise volonté évidente pour répondre constructivement à des demandes (défaut de prise de mesures appropriées en temps voulu, longs délais de réponse).

18. Pratiques restreignant la coopération internationale contre le blanchiment de capitaux entre les autorités de surveillance ou entre les unités de recherche financière pour l'analyse et l'investigation de transactions suspectes, en particulier au motif que ces transactions peuvent concerner des questions fiscales.

Obstacles à la coopération internationale entre autorités judiciaires

19. Défaut d'incrimination du blanchiment des produits d'infractions graves.

20. Lois ou réglementations interdisant l'échange international d'informations entre les autorités judiciaires (notamment réserves spécifiques aux dispositions des accords internationaux concernant le blanchiment des capitaux) ou application de conditions très restrictives à l'échange d'informations.

21. Mauvaise volonté évidente pour répondre constructivement à des demandes d'entraide judiciaire (par exemple, défaut de prise des mesures appropriées en temps voulu, longs délais de réponse).

22. Refus de coopérer au niveau judiciaire dans le cas impliquant des infractions reconnues comme telles par la juridiction requise, en particulier au motif que des questions fiscales sont en cause.

D. Inadéquation des ressources consacrées à la prévention et à la détection des activités de blanchiment de capitaux

Insuffisance des ressources dans les secteurs public et privé

23. Incapacité de fournir aux autorités administratives et judiciaires les ressources financières, humaines ou techniques nécessaires pour exercer leurs fonctions ou mener leurs enquêtes.

24. Incompétence ou corruption des agents employés par les autorités gouvernementales, judiciaires ou de surveillance ou des responsables de la mise en œuvre de mesures anti-blanchiment de capitaux dans le secteur des services financiers.

Absence d'une unité de renseignements financiers ou d'un mécanisme équivalent

25. Absence d'une unité centralisée (c'est-à-dire d'une unité de renseignements financiers) ou d'un mécanisme équivalent pour la collecte, l'analyse et la diffusion d'informations sur des transactions suspectes aux autorités compétentes.

A partir de cette typologie, le GAFI entend publier une liste des territoires facilitant le blanchiment d'argent criminel dès le mois de juin 2000.

De son côté, le Forum de stabilité financière publiera, dès le printemps 2000, son étude sur les places *offshore*. Il devrait les classer en trois groupes, en fonction de leur degré de « fréquentabilité », le groupe des moins fréquentables devant faire l'objet de mesures d'exclusion de la part de la communauté internationale, sous la forme d'interdiction totale de relations financières des pays industriels avec ces places.

Les places *offshore* sont en effet plus ou moins regardantes à l'égard de la délinquance financière. Certaines, comme Nauru, dans le Pacifique, ne possèdent aucun organe de contrôle. D'autres sont dotées d'un organe de contrôle bancaire ou boursier, comme les Iles anglo-normandes. Les Bahamas viennent d'en créer un. Certaines ont une législation anti-blanchiment comme le Liechtenstein ou Grand Caïman alors que Nauru n'en dispose pas. La plupart des législations anti-blanchiment ne concernent toutefois que le trafic de stupéfiants et laissent de côté les produits de la fraude et de l'évasion fiscales. C'est le cas du Liechtenstein.

L'OCDE a recensé au total 47 paradis fiscaux. Le *Narcotic Bureau* américain vient de dénombrer 52 Etats accueillant des organismes *offshore*. Quelques listes indicatives peuvent en être dressées, à la fois du point de vue des autorités publiques, et de celui des « utilisateurs ».

Quelques listes de paradis fiscaux

Liste établie en 1981 par le commissaire américain au Trésor⁴¹

Caraïbes et Atlantique Sud	Europe, Moyen-Orient, Afrique
Anguilla	Autriche
Antigua	Bahreïn
Antilles néerlandaises	Iles anglo-normandes
Bahamas	Gibraltar
Barbade	Ile de Man
Belize	Liberia
Bermudes	Liechtenstein
Iles vierges britanniques	Luxembourg
Iles Caymans	Monaco
Costa Rica	Pays-Bas
Grenade	Suisse
Malouines	Asie et Pacifique
Montserrat	Iles Cook
Nevis	Guam
Panama	HongKong
St-Kitts	Maldives
Sainte-Lucie	Nauru
Iles Turks et Caicos	Vanuatu
Uruguay	Singapour
	Tonga

Liste des places sur lesquelles sont établis les *hedge funds offshore* américains (1999)

Europe	Antilles/Caraïbes	Asie
Irlande	Grand Caïman	Hong Kong
Luxembourg	Antilles néerlandaises	
Guernesey	Iles vierges	
Pays-Bas	Bermudes	
Jersey	Bahamas	
Ile de Man	Panama	
Suisse	Amérique / Etats-Unis	
	New-York	
	Canada	
	San Francisco	
	Rocky Mountain	
	Greenwich	

⁴¹ Citée Olivier Jerez, « Le blanchiment de l'argent », Banque, 1999.

**Liste des places *offshore* proposées par *Finor associates Ltd* (îles vierges)
en vue d'aider à l'implantation d'entreprises ou de *trusts* (2000)**

Europe	Antilles / Caraïbes	Afrique
Gibraltar	Antigua	Afrique du Sud
Hongrie	Bahamas	Maurice
Ile de Rau	Bermudes	Asie/Pacifique
Madère	Iles vierges britanniques	Nauru
Suisse	Antilles néerlandaises	Bahrein
Andorre	Anguilla	Labuan
Chypre	Belize	Hong-Kong
Guernesey	Costa Rica	Etats-Unis
Irlande	Caïmans	Delaware
Monaco	Turk et Caïcos	
Autriche	Montserrat	
Liechtenstein		
Royaume-Uni		

Ces listes démontrent que l'*offshore* n'est pas l'apanage de quelques îles exotiques, mais que l'évasion fiscale est possible au cœur même de l'Europe.

Elles indiquent aussi les liens pouvant apparaître entre les différentes formes de criminalité financière. Ainsi, parmi les pays de l'Union européenne, l'Irlande, apparue récemment sur les listes de paradis fiscaux, a connu une très vive dégradation de son indice de perception de la corruption entre 1998 et 1999, passé de 8,2 à 7,7 alors qu'aucun autre Etat des 15 n'a connu de dégradation supérieure à 0,1 point (dont la France...).

**Territoires accueillant des centres
offshore selon le Narcotic Bureau (strategic report 1999) mars 2000**

Europe	Antilles/Caraïbes	Afrique	Asie/Pacifique	Amérique
Chypre	Anguilla	Liberia	Bahrein	Etats-Unis
Gibraltar	Antigua et Barbuda	Maurice	Iles Cook	Uruguay
Guernesey	Aruba	Tunisie	Hong-Kong	
Irlande	Bahamas		Liban	
Ile de Man	Barbade		Macao	
Jersey	Belize		Malaisie	
Liechtenstein	Bermudes		Iles Marshall	
Luxembourg	Iles vierges		Nauru	
Malte	Iles Caïmans		Niue	
Monaco	Costa Rica		Samoa	
Portugal	Dominique		Seychelles	
Russie	Grenade		Singapour	
Suisse	Montserrat		Thaïlande	
	Antilles néerlandaises		Emirats Arabes Unis	
	Panama		Vanuatu	
	Saint Kitts et Nevis			
	Sainte Lucie			
	Saint Vincent/Grenadines			
	Turks et Caïcos			

La liste établie par le *Narcotic Bureau* du département d'Etat des Etats-Unis, aux fins de la lutte contre le trafic de drogue, est la plus complète à ce jour. Elle classe les Etats et territoires du monde en fonction d'une approche multicritères, pour mesurer leur sensibilité au trafic de drogue et au recyclage de ses produits financiers. Parmi ces critères figure l'accueil, ou non, d'établissements *offshore* sur le territoire. 52 Etats ou territoires accueillent des centres *offshore*, dont les Etats-Unis eux-mêmes.

CHAPITRE III :

LES PROPOSITIONS POUR AMÉLIORER LA RÉGULATION MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Le nombre impressionnant d'organismes, de groupes de travail, d'instances de réflexion, permanentes ou *ad hoc*, qui se sont penchés sur l'avenir du système monétaire et financier international, permet de disposer aujourd'hui d'une abondante documentation et de propositions très riches et très diverses.

Finalement, l'obstacle le plus grand dans cette réforme du régime né après la seconde guerre mondiale réside moins dans la connaissance des phénomènes ou dans la recherche de solutions que dans la détermination des instances appropriées pour prendre les décisions requises. En 1945, la puissance économique et financière était centralisée en Amérique du Nord. La négociation collective sur le système de Bretton Woods fut grandement facilitée par la présence d'une économie et d'une monnaie dominantes et l'absence quasi-totale (la BRI faisant exception) d'institutions internationales compétentes dans le domaine économique et financier. Près de soixante ans plus tard, la planète économique et financière a éclaté, les instances de décision se sont multipliées et les intérêts ne convergent plus nécessairement. Il paraît ainsi inenvisageable de reproduire une conférence mondiale du type de celle de Bretton Woods. Le nouveau système monétaire et financier international sera le fruit de concertations diverses et non pas d'un traité unique.

Dans cet horizon morcelé, de nombreuses propositions se font cependant jour, sur lesquelles votre groupe de travail tenté d'émettre un avis éclairé par les missions et entretiens qu'il a réalisés dans le monde entier, avant d'ouvrir ses propres pistes de réflexion.

I. LES PROPOSITIONS EXTÉRIEURES

« Nous savons quelles réformes doivent être accomplies. Bien sûr, il faut d'abord mettre en œuvre de bonnes politiques économiques dans chacun de nos Etats. C'est un préalable. Mais il faut aussi renforcer les obligations des Etats et des institutions financières internationales en matière de transparence. Il faut accroître nos capacités de prévention des crises. Il faut adopter un vrai 'code de la route' pour la circulation des capitaux, un code qui s'applique à tous, y compris aux fonds d'investissement spéculatifs et aux centres « offshore ». Il faut mieux associer le secteur privé à la solution des

crises. Il faut identifier et définir le rôle du 'prêteur en dernier ressort' du système financier international. » Par ces quelques phrases, le président de la République, M. Jacques Chirac, résumait l'ensemble des propositions de réforme du système monétaire et financier international, le 18 février 1999 à l'occasion de sa visite aux institutions de Bretton Woods. Elles prennent trois directions : une refonte des organismes multilatéraux, une amélioration de la supervision et une accentuation de la lutte contre les circuits financiers parallèles. On peut y ajouter la question de la dette des pays les plus pauvres.

A. RÉFORMER LES INSTITUTIONS DE BRETTON WOODS

1. L'initiative française : leur conférer davantage de légitimité politique

La principale proposition française vis-à-vis des institutions de Bretton Woods, formulée au sommet du G 7 de Birmingham en juin 1998, réside dans le vœu de voir leur légitimité politique renforcée (*l'accountability*). Ce procès en légitimité recouvre deux volets : le niveau de représentation des Etats aux instances de direction et le mode de représentation des pays les plus pauvres.

La Banque mondiale et le Fonds monétaire international devraient agir en fonction des décisions de leurs actionnaires, c'est-à-dire des Etats. Or force est de constater qu'aujourd'hui les instances de direction ne se réunissent jamais à un niveau politique et toujours à un niveau technique. Alors que les statuts du Fonds en prévoient la possibilité, il n'y a jamais eu de réunion du comité intérimaire du FMI au niveau ministériel. La France a donc proposé de réformer cette instance et de prévoir des réunions régulières des ministres compétents avec pouvoir de décision⁴². Elle a également suggéré d'étendre cette réforme au comité de développement de la Banque mondiale. A côté des conseils d'administration, les ministres donneraient ainsi les impulsions nécessaires et assureraient le contrôle démocratique des décisions.

⁴² *Le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, M. Dominique Strauss-Kahn, s'exprimait ainsi devant le comité intérimaire du FMI le 27 avril 1998 : « le FMI doit être plus légitime, plus accountable et plus représentatif, nous en sommes tous conscients. Ceci signifie que nous, Gouverneurs, devons décider et nous approprier les grands choix politiques qui structurent les actions du Fonds en matière de surveillance ou d'ajustement. Si dans certains domaines des lacunes subsistent aujourd'hui, c'est justement parce que la communauté financière internationale, au niveau politique, n'a pas su encore parvenir au consensus nécessaire : on le voit sur les questions de change, on l'a vu également sur le rôle du secteur privé dans les crises. »*

Par ailleurs, le président Chirac a indiqué le souhait de la France de voir mieux associés les pays les plus pauvres à la prise de décision. Ainsi qu'il l'écrivait au président Clinton le 24 septembre 1998 : « *Nous devons associer plus étroitement les pays en transition, les pays émergents et les pays en développement à nos travaux. La crise financière actuelle montre que nous avons besoin aujourd'hui d'un dialogue approfondi entre tous, ainsi que d'un mécanisme de prise de décision qui donne aux marchés des signaux politiques forts et manifestes d'adhésion universelle à un système ouvert et sans exclusive.* » Il n'est qu'à citer le mécanisme extrêmement complexe de représentation des Etats auprès de la Banque mondiale. Si les grands Etats possèdent chacun un administrateur (Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Chine, Fédération de Russie), les autres sont regroupés en circonscriptions élisant chacune un administrateur. Le continent africain élargi aux îles de l'océan indien ne dispose ainsi que de deux sièges ! L'administrateur élu par les Pays-Bas représente aussi la Géorgie (et inversement puisqu'il y a rotation), celui de la Belgique, la Turquie, celui de l'Algérie vote en même temps au nom du Pakistan, ou encore celui de la Suisse pour la République kirghize. Il y a là un véritable défaut de représentation du Tiers monde qui altère l'appropriation, chère aux dirigeants de la Banque mondiale, par les Etats « bénéficiaires » des mesures proposées.

2. Les propositions du Congrès américain : recentrer les institutions sur de strictes missions

Le Congrès des Etats-Unis a demandé en novembre 1998 à un groupe de onze experts présidé par Allan Meltzer (*l'international financial institutions advisory commission*) d'étudier une éventuelle réforme des institutions financières internationales⁴³. Ce rapport a été rendu public en mars 2000⁴⁴ et appelle chacune d'entre elles à recentrer ses missions « *sur un nombre limité d'objectifs* ».

Le FMI devrait ainsi agir seulement sous la forme de prêts de liquidités à court terme et ne plus intervenir en matière de soutien à long terme aux pays en voie de développement. Il jouerait vis-à-vis d'eux le rôle de prêteur en dernier ressort. Ces prêts d'urgence se feraient à taux de marché et ne bénéficieraient qu'à ceux ayant déjà des institutions saines et efficaces, condition assouplie en cas de risque systémique. Les pays éligibles offriraient

⁴³ Les institutions concernées sont : le FMI, le groupe Banque mondiale, la BID, la BAD, la BAfD, l'OMC et la BRI.

⁴⁴ A noter que, jugeant « cavalières et radicales les conclusions du rapport », trois des onze membres de la commission s'en sont publiquement désolidarisés.

une totale liberté aux institutions financières étrangères pour intervenir sur leurs marchés, et publieraient régulièrement des données sur leur dette publique et leur balance des paiements. Le FMI doit promouvoir une réforme fiscale pour s'assurer que les ressources ainsi attribuées ne soutiennent pas des « *politiques budgétaires irresponsables* ». Il abandonnerait ses autres fonctions, apparues depuis les années soixante-dix, comme la gestion des crises financières internationales, les concours aux pays en développement, le conseil économique aux nations et la collecte des données économiques. Quant aux Etats bénéficiaires des concours du FMI, ils devront abandonner tout système de *peg* ou de taux de change flottant pour retenir un *currency board* ou la dollarisation de leur économie.

La Banque mondiale subit une sévère critique sur l'efficacité de ses interventions⁴⁵ : le taux d'échec s'élève à 73 % pour l'Afrique par exemple. Le rapport propose de la dénommer Agence de développement du monde et de ne plus la laisser faire que des prêts aux pays n'ayant pas accès aux marchés financiers, en tout cas ayant un revenu annuel en dessous de 4.000 dollars par habitant. Elle devra se concentrer sur l'Afrique et laisser l'Asie et les Amériques à leurs structures régionales. Tout prêt sera conditionné à la mise en place de réformes institutionnelles et politiques, avec un contrôle régulier d'auditeurs internationaux indépendants des prêteurs comme des emprunteurs. En matière de santé et d'éducation, l'agence pourra préférer l'attribution directe de dons (« *grants and not loans* »).

Le rapport critique le manque de cohérence entre Banque mondiale et banques régionales de développement, ces dernières étant accusées de concurrencer la première en matière d'appels de fonds, de choix des pays aidés et de détermination des projets. Il dénonce aussi les coûteux doublons en matière de fonctionnement. Il propose de les transformer en centre d'assistance technique et de conseils et en promoteur des investissements privés dans le pays les plus pauvres.

La BRI conserve son rôle traditionnel de formulation des standards financiers, tels que les ratios de solvabilité, mis en œuvre ensuite au plan national. Parallèlement, l'OMC doit se garder d'édicter des règles internationales contraaires aux réglementations nationales.

Pour ne pas apparaître trop rudes, les auteurs de ce rapport proposent un double effort en faveur des pays les plus pauvres : l'annulation totale de leur dette auprès du FMI et de la Banque mondiale et l'augmentation de l'aide au développement délivrée par les Etats-Unis.

⁴⁵ *Le rapport indique* : « there is a wide gap between the Bank's rhetoric and promises and their performance and achievements ».

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

La crise financière internationale a eu pour conséquence d'inciter le FMI et la Banque mondiale à réfléchir sur leur propre évolution.

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

Mais au-delà des actions communes, chacune des deux institutions a amorcé des réformes qui lui sont propres. La direction du FMI a, au début de l'année 1998, fait part de ses propositions qui correspondent aux souhaits du département américain du Trésor. Il s'agit d'abord d'améliorer, sous l'égide du FMI, la qualité, la disponibilité et l'exhaustivité des données statistiques. Il propose aussi d'accroître l'efficacité de la surveillance exercée par le Fonds qui publierait ses documents de travail. Enfin, il suggère que le Fonds définisse (et surveille le respect), conjointement avec la Banque mondiale, des standards internationaux dans les domaines nécessaires au bon fonctionnement des marchés financiers, comme les règles encadrant les faillites, les activités sur titres et le gouvernement des entreprises. En matière de gestion des crises, le Fonds propose de mieux associer le secteur privé, permettant ainsi de réduire les risques d'aléa moral.

Parallèlement, le FMI s'est doté de nouveaux moyens financiers et techniques⁴⁶. Le 17 décembre 1997, les Etats ont décidé de créer un nouvel instrument de prêt, la facilité de réserve supplémentaire (FRS), pour aider les pays subissant, suite à des crises de confiance, un choc soudain ; la FRS a notamment servi à la Corée du Sud. Le FMI a été autorisé à lever 6,3 milliards de DTS pour la Russie le 20 juillet 1998 par les accords généraux d'emprunt. Les ressources du Fonds ont été portées de 18,5 à 34 milliards de DTS le 20 novembre 1998 conformément aux nouveaux accords d'emprunt. Cet argent a été utilisé pour le Brésil en décembre 1998. Le 19 décembre 1998, le FMI a créé le système général de diffusion des données pour mettre à disposition de

⁴⁶ Pour cette chronologie, voir Frédéric Bobay, « Réinventer Bretton Woods : la réforme de l'architecture financière internationale », in *Revue du financier*, n° 118-119, Paris, 1999, pages 6 à 9.

tous un cadre statistique unique. Le 22 janvier 1999, le capital du FMI a été porté de 146 à 212 milliards de DTS. Le 26 avril 1999, le Fonds a créé un nouvel instrument de prêt, la ligne de crédit conditionnelle (LCC) lui permettant de mettre à disposition d'un pays susceptible de connaître une crise des liquidités de court terme. Par ailleurs, le FMI a diffusé un code des bonnes pratiques en matière de transparence des finances publiques, a commencé à publier les résultats et recommandations de ses missions de surveillance, a créé une procédure d'évaluation externe, a organisé la collecte et le traitement des données, et a intégré des aspects sociaux dans ses programmes de gestion de crise.

Actuellement, le FMI réfléchit à la possibilité de recourir à des contrôles de capitaux, de mieux associer le secteur privé, et de mettre en place une sorte de règle d'insolvabilité des Etats.

De son côté, la Banque mondiale a engagé une réflexion approfondie sur son rôle et sur l'efficacité de ses interventions, eu égard notamment au taux trop important d'échec des projets qu'elle a menés depuis cinquante ans.

B. ACCROÎTRE LA SUPERVISION BANCAIRE

1. Améliorer les règles prudentielles : le Forum de stabilité

Le 3 octobre 1998, les ministres des finances du G 7 ont chargé le président de la Bundesbank, M. Hans Tietmeyer, de mener des consultations avec les instances de régulation et de supervision financières et les institutions intéressées en vue de la création d'une structure réfléchissant autour de deux axes : le renforcement de la surveillance du secteur financier et l'amélioration de la coordination des actions des différents organismes. A la suite de ses propositions, le G 7 a décidé, le 20 février 1999, la création du Forum de stabilité financière.

Il a pour mission de prendre la suite des nombreux comités *ad hoc* créés ici et là, d'analyser les faiblesses du fonctionnement du système financier international et de proposer des mesures opérationnelles pour l'améliorer. Le Forum est composé de représentants des ministres des finances, des banques centrales et des instances nationales de supervision du G 7, de représentants du FMI, de la Banque mondiale, de la BRI, de l'OCDE et des instances internationales de régulation (Comité de Bâle, Organisation internationale des commissions de valeurs, Association internationale des contrôleurs d'assurances, Comité sur les systèmes de paiements et de règlement). Le Forum de stabilité financière est présidé pour trois ans par M. Andrew Crockett, directeur général de la BRI.

Cette instance devrait rendre ses recommandations au début du printemps 2000. Elles porteront sur trois volets : le dépassement de la séparation entre les aspects micro et macro prudentiels, le renforcement de la coopération internationale et l'amélioration de l'intégration des marchés émergents à ces recommandations. Les pistes d'amélioration sont nombreuses : identification des facteurs de vulnérabilité, prévention des risques systémiques, développement de standards internationaux, élaboration de codes de bonne conduite, amélioration de la supervision financière au delà des cadres nationaux, élaboration d'indicateurs d'alerte et de procédures de coordination entre régulateurs, renforcement et encouragement du recours aux bonnes pratiques comptables et d'analyse du risque.

Sans attendre ces résultats, le Comité de Bâle, plus particulièrement compétent en matière de définition de règles de solvabilité bancaire, a, entre avril 1999 et janvier 2000, émis un certain nombre de propositions. Elles reposent sur trois piliers : la réaffirmation d'une exigence minimale de fonds propres, une surveillance prudentielle et la soumission des banques à une discipline de marché. Ces propositions reprennent l'accord de 1988 qui prévoit l'obligation pour les banques de disposer d'un ratio de solvabilité (engagements sur fonds propres) d'au moins 8 %. Pour favoriser la transparence et la discipline effective des marchés, le comité de Bâle suggère la publication régulière par les banques d'informations sur la composition qualitative et quantitative de leurs fonds propres et de leurs risques. Il évoque aussi la création d'un système commun de notation interne des banques en raison des grandes différences existant aujourd'hui dans les méthodes d'évaluation. Ces axes de réformes devraient également déboucher sur des mesures concrètes avant l'été 2000.

2. Contrôler les instruments financiers les plus volatils : les propositions américaines

La mise en cause des nouveaux instruments financiers (produits dérivés en particulier), de leur très forte volatilité et des risques systémiques qu'ils suscitent a nourri des réflexions aux Etats-Unis et se sont mises en place des structures de propositions en 1999.

Suite à l'affaire LTCM, le président Clinton a décidé de constituer un groupe de travail sur les marchés financiers qui a rendu ses conclusions en avril 1999. Ce dernier n'a pas envisagé de soumettre les *hedge funds* à un contrôle direct mais à des obligations de transparence, à une supervision bancaire et à une surveillance des effets de levier pratiqués. Le groupe a constaté la grande liberté donnée par les acteurs traditionnels à ces fonds d'investissement. Il propose donc d'imposer une obligation de publication des prises de risque et résultats des portefeuilles trimestriels, et d'information sur

leurs pratiques d'emprunt et de *trading*. Il a suggéré de les inciter à une meilleure gestion interne des risques et de soumettre les banques commerciales et d'investissement à la publication d'informations sur leurs risques de crédit et de contrepartie. Par ailleurs, le groupe souhaite le renforcement des pouvoirs des régulateurs, la SEC étant compétente également pour les filiales des banques d'investissement et obtenant de nouvelles informations sur les positions individuelles de *trading* des *hedge funds*. Il se prononce en faveur d'une incitation des centres *off-shore* et des pays étrangers à prendre les mêmes mesures que les Etats-Unis.

S'agissant des produits dérivés, en janvier 1999, douze banques ont constitué à New York, à l'initiative de la SEC, un groupe, présidé par M. Gerald Corrigan, chargé de proposer un code d'autorégulation applicable aux activités sur produits dérivés. Il devait définir un corpus de pratiques professionnelles et de règles touchant la gestion et le *reporting* des risques : modalités du *trading*, exigences documentaires, obligations de transparence sur les risques. Ce groupe s'est divisé en trois entités, l'une chargée de la gestion des risques de crédit et de marché (liquidité, appels de marges, documentation, valorisation des positions), une autre compétente pour le *reporting* des risques de crédit et de marché, et une dernière travaillant sur les procédures de compensation.

C. S'ATTAQUER AUX ZONES D'OMBRE

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

L'émergence d'une volonté politique internationale de lutter contre le blanchiment est apparue à la fin des années 1980 avec la déclaration de principes du Comité de Bâle, la création du Groupe d'Action Financière Internationale (GAFI) et les 40 recommandations de ce dernier. Aujourd'hui, la communauté financière internationale prend conscience de l'ampleur de ce fléau. Un nouveau pas a été franchi au printemps, avec l'adoption par la commission des Nations-Unies pour la prévention du crime et la justice pénale (Vienne, mai 1999) des « recommandations de Bercy » mises au point par les experts de 42 pays et 12 organisations internationales en avril 1999. Cette démarche est relayée par les travaux engagés au sein du GAFI et au sein du Forum de stabilité financière.

La France a voulu apparaître en pointe sur cette question et a formulé devant le G 7 et le FMI, en septembre 1999, des propositions précises, animées par la volonté de construire une régulation internationale à la mesure de la globalisation, ce qui implique une lutte implacable contre la criminalité financière, notamment contre le blanchiment des capitaux. Pour cela, une coordination forte des États est nécessaire pour que l'économie fonctionne de manière efficace et juste. Ces neuf propositions visent ainsi à lutter contre les paradis bancaires et fiscaux, notamment contre le blanchiment des capitaux.

1. L'intégration dans les normes anti-blanchiment recommandées au niveau international, notamment par les institutions financières internationales et par le GAFI, de l'interdiction de formes juridiques mal ou non réglementées (*trusts, international business corporations, sociétés écrans*)⁴⁷.

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

3. L'établissement rapide par le GAFI et les autorités prudentielles d'une liste des États et territoires non coopératifs (sur la base de critères objectifs : absence de qualification pénale du blanchiment ; droit commercial opaque, ne permettant pas l'identification des ayants-droit ; normes de supervision financière déficientes, voire inexistantes ; moyens administratifs et judiciaires insuffisants ; défaut ou insuffisance de coopération judiciaire, etc.).

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

5. Une coopération renforcée entre les services chargés de la lutte contre le blanchiment, avec étude de pistes nouvelles telles que, par exemple, la création d'un mécanisme de signalement international permettant aux services concernés de demander aux autorités judiciaires de leur pays le blocage simultané des comptes détenus par la personne soupçonnée.

⁴⁷ Ainsi formulée, cette première proposition n'est évidemment pas réaliste, car le trust ou la fiducie par exemple, répondent à un grand nombre de besoins des acteurs économiques, indépendamment de l'utilisation qui peut en être faite pour camoufler des mouvements de capitaux d'origine délictueuse.

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

7. Des encouragements et injonctions dans le cadre des organismes multilatéraux (institutions de Bretton Woods, GAFI, Union européenne) et des relations bilatérales (sujet inscrit à l'ordre du jour de toutes les visites bilatérales).

8. Une interruption des flux financiers publics en direction des États ou territoires figurant sur la liste établie par le GAFI et les autorités prudentielles, s'ils refusent de renforcer leur législation ou d'améliorer leur niveau de coopération internationale.

9. Sous l'égide des autorités prudentielles pouvant agir à l'égard des intermédiaires financiers, des mesures de restriction des mouvements de capitaux avec les centres *off-shore*, partielles ou totales, temporaires ou définitives.

Pour aboutir sur tous ces sujets, la France a proposé la tenue de réunions conjointes des ministres des finances, de la justice et de l'intérieur, dans le cadre du G 7/G 8, de l'Union européenne et du FMI.

D. DETTE PUBLIQUE ET DÉVELOPPEMENT : FAUT-IL ANNULER LA DETTE ?

*« Là [à la bourse de Londres], le quaker traite avec l'anabaptiste,
le mahométan avec le papiste, et le nom d'infidèle
est réservé à celui qui ne paie pas ses dettes »
Voltaire, Sixième lettre anglaise*

Ancienne (que l'on pense aux dettes interalliées de la première guerre mondiale, ou aux prêts anglais à l'Égypte à la fin du XIX^{ème} siècle), la question des dettes internationales a connu une actualité particulière en raison de la crise financière internationale. En effet, au nom de la solidarité internationale, les pays les plus pauvres ont demandé un effort supplémentaire

en leur faveur sous forme d'allégement de leur dette. Le G 7 y a répondu en mettant en place plusieurs instruments (qui font suite aux précédents plans comme le plan Brady, l'initiative de Toronto et les décisions françaises comme celles de Libreville et de Dakar). Il convient cependant de s'interroger sur la pertinence des modalités retenues et sur la justification même de tels efforts.

1. De nombreuses initiatives déjà mises en oeuvre

A l'initiative de la France, le G 7 a décidé en juillet 1996 à Lyon d'un vaste plan destiné à permettre un traitement définitif de la dette des pays les plus pauvres et les plus endettés. Cette proposition présente une double originalité : d'une part, constituer un effort massif et sans précédent ; d'autre part, inclure dans la négociation les créances détenues par les institutions financières internationales. Pour cette dernière raison, les pays du G 7 ont décidé de confier la mise en oeuvre de cette initiative aux institutions de Bretton Woods, en collaboration avec les autres réunions de créanciers (club de Paris et club de Londres notamment). Ce plan se fixait un objectif d'annulation de 80 % de la dette.

Il s'agit, d'après le Programme d'action pour résoudre les problèmes d'endettement des pays pauvres très endettés, de parvenir à un niveau d'endettement soutenable, d'assurer une participation de tous les créanciers sur la base d'un partage équitable du fardeau, de mettre en place un processus participatif et de permettre la prise en compte de critères sociaux.

Un pays peut bénéficier de cette initiative PPTE s'il est éligible aux seuls prêts concessionnels de l'Association internationale pour le développement, s'il a démontré son engagement sur la voie de l'ajustement structurel (il faut trois ans de politique d'ajustement pour lancer l'initiative qui s'achève après un nouveau délai de trois ans) et s'il connaît un niveau de dette considéré comme insoutenable (ratio dette / exportations supérieur à 200 % ou ratio dette / recettes gouvernementales supérieur à 280 %).

La Banque mondiale participe à cette initiative par le biais d'un fonds fiduciaire procédant à l'allégement des créances détenues par l'AID par le rachat et l'annulation ou par la prise en charge des intérêts. Le FMI a créé un fonds spécial des échéances dues par les pays débiteurs, alimenté par le fonds fiduciaire FASR - PPTE lui-même abondé par des contributions volontaires et par des réserves (ce fonds fiduciaire sert aussi à la bonification d'intérêts et peut accorder des dons, ce qui suscite la crainte d'une éviction). Cette mise en oeuvre se heurte cependant à un manque de ressources. Sept pays ont déjà commencé à bénéficier du programme, deux n'ont pas été retenus, et trois ont engagé les démarches préliminaires.

Devant ces retards, le sommet du G 7 de Cologne de juin 1999 a examiné une relance de l'initiative, sous l'impulsion une nouvelle fois de la France, selon le triple principe de la générosité, de la responsabilité et de l'équité. Il s'agit d'offrir un allègement accru, renforcé et accéléré de la dette grâce à la baisse des critères d'éligibilité (ratio dette / exportations passé à 150 % et ratio dette / recettes gouvernementales à 250 %), à la hausse des termes de l'allègement de 80 à 90 % et à l'instauration d'échéances plus rapprochées pour les étapes intermédiaires. Les pays qui ont engagé les politiques macro-économiques indispensables pour garantir leur développement futur en constituent les premiers bénéficiaires. L'effort représente un coût total de 65 milliards de dollars dont la moitié devrait revenir aux institutions internationales, déjà en peine de boucler le financement de leurs actions présentes (à noter que le FMI est autorisé à vendre une partie de ses réserves en or pour alimenter le fonds fiduciaire consacré aux pays les plus pauvres). Le G 7 a appelé à un partage équitable de cette charge. Déjà la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont commencé à appliquer les termes des recommandations du G 7, alors que le Congrès des Etats-Unis empêche toujours le versement de la part américaine du financement.

2. De la diversité des formes d'annulation à la question de son utilité réelle

a) Comment annuler ? Qui doit payer ?

D'un point de vue pratique, cette dernière initiative fait suite à un nombre impressionnant de précédentes remises, chacune empruntant des voies techniques différentes. De l'annulation pure et simple au rachat de dettes décotées, en passant par des rééchelonnements, des conversions, des prises en charge d'intérêts, les voies d'annulation de manquent pas qui toutes ont deux objectifs : ne pas afficher trop ouvertement une amnistie des dettes passées (argument moral) et réaliser un montage pas trop désavantageux pour le créancier généreux (argument financier et comptable).

Les mêmes variations se retrouvent quant aux voies explorées pour faire supporter le coût. La logique libérale le renvoie sur les créanciers qui étaient conscients des risques pris en consentant la dette. Une logique mutualiste plaide, comme le suggère l'Allemagne, pour une répartition de la charge selon la part de créances détenues par chaque pays créancier. La France offre une troisième voie avec l'idée de socialisation des risques où l'intérêt bien compris de tous les pays riches réside dans l'annulation des dettes des pays les plus pauvres.

b) « *Les mythes de la dette* »

Cependant, sans perdre de vue les handicaps très importants que représente le poids de la dette dans les économies des pays les plus pauvres, il convient de relativiser certains des propos couramment tenus sur ce sujet⁴⁸. La dette en elle-même n'est pas mauvaise si son produit est bien utilisé dans des activités productives. Avant d'être une cause de pauvreté, le surendettement est la marque d'un vaste gâchis de ressources des pays et il est possible de se demander en quoi l'annulation aura un quelconque effet sur ce mode de gestion malencontreux. De plus, il ne paraît pas forcément moral ni juste d'annuler la dette de pays pauvres mal gérés et, ainsi, de ne pas récompenser les pays pauvres bien gérés (aléa moral) en raison du caractère restreint des ressources affectées à l'aide publique au développement (effet d'éviction).

En réalité, au-delà des débats sur la justification même de l'annulation et sur les moyens à employer, il convient de revenir sur certains aspects négligés dans cette question. Il ne paraît guère possible de l'aborder en séparant strictement les intérêts des débiteurs et des créanciers. La réussite de l'annulation réside probablement dans la crédibilité des pays qui en bénéficient. L'annulation ne doit être ni charité, ni compassion, ni solidarité, mais recherche de crédibilité. Pour la conforter, on pourrait lier l'annulation à certains principes nouveaux, à concilier certes avec la souveraineté des Etats, comme la surveillance de l'utilisation des ressources (la confiance doublée du contrôle), l'attachement plus grand à l'effectivité plutôt que le formalisme (passer autant de temps à s'assurer de la réalité du respect des conditions qu'à leur élaboration et négociation), ou bien le traitement des autres maux du système financier international comme l'instabilité monétaire.

L'annulation de la dette ne peut ainsi être considérée de manière isolée. Elle doit s'inscrire dans un processus global de réflexion sur l'ensemble du système financier international et compléter les autres leviers de l'aide au développement plutôt que d'en constituer l'unique élément. L'annulation de la dette des pays les plus pauvres ne doit donc en aucun cas servir de politique d'aide au développement mais doit être mise au service de cette dernière.

Au total, qu'il s'agisse de l'organisation et du rôle des institutions internationales, de réglementation prudentielle du crédit, de lutte contre les circuits financiers parallèles, d'amélioration de la concertation et d'annulation de la dette, la communauté internationale se mobilise et formule un certain

⁴⁸ Voir notamment l'article de Martin Wolf dans le *Financial Times* du 24 juin 1999 : « *the debt myths* ».

nombre de propositions dont cependant la définition précise et la mise en œuvre devraient prendre davantage de temps et d'énergie.

C'est dans ce cadre extrêmement riche que votre groupe de travail souhaite émettre un certain nombre d'appréciations.

II. LES PROPOSITIONS DU GROUPE DE TRAVAIL

A. RÉORGANISER LES COMPÉTENCES AU SEIN DU SYSTÈME INTERNATIONAL

1. Le développement des compétences régionales au service de la régulation et de la prévention

a) Des réseaux implantés localement au service des institutions internationales

Les banques régionales de développement ont considérablement accru leur action en matière de financement de projets d'infrastructures au cours des dernières années. Des liens institutionnels fréquents unissent ces banques et la Banque mondiale pour la définition des critères de financement de ces projets, afin que les différentes institutions prennent des décisions cohérentes vis-à-vis des pays des régions concernées. Cependant, il conviendrait de développer cette coopération en associant étroitement les banques régionales de développement aux décisions et à la mise en œuvre de celles-ci par la Banque mondiale, notamment en faisant davantage bénéficier cette dernière de leur expertise. Les banques régionales pourraient se constituer en un réseau permettant, de par leur proximité avec les pays de leur région, de développer l'information des institutions internationales.

Les critiques exprimées envers le FMI soulignent parfois la connaissance imparfaite de l'environnement politique et social des pays auxquels le FMI prête de l'argent, et les habitants de ces pays s'indignent des missions des administrateurs du fonds, qui décident en quelques jours de l'avenir de leur pays lors de discussions avec les représentants du gouvernement.

Afin de prendre en compte ces critiques, le FMI a décidé la création d'un bureau régional pour l'Asie et le Pacifique à Tokyo, chargé d'entretenir

le dialogue entre le Fonds et les responsables de la politique économique en Asie dans le cadre des instances régionales et de faciliter les activités de surveillance régionale. Il analyse le comportement des marchés de capitaux dans la région, pour permettre au FMI d'avoir une meilleure compréhension de l'évolution de la situation économique dans la région. Ce bureau assure également le secrétariat du « *Manilla Framework Group* », constitué de représentants des ministères des finances et des banques centrales de quatorze économies de la région, afin de renforcer la surveillance, développer la coopération et promouvoir la stabilité financière.

La « décentralisation » des institutions internationales et la constitution de réseaux régionaux doivent permettre une meilleure surveillance des économies, ainsi qu'une plus grande proximité culturelle et institutionnelle de ces institutions avec les pays.

b) La création de fonds monétaires régionaux et le développement de l'intégration monétaire régionale

Le développement des organisations régionales favorise la concertation et les échanges d'expertise entre les pays, ainsi que, à terme, une plus grande solidarité mutuelle.

L'idée d'un Fonds monétaire asiatique avait été émise par le Japon en 1997, mais refusée par les Etats-Unis, notamment en raison de la crainte de créer un outil au service des tentations hégémoniques du Japon et de la volonté de ne pas créer d'institution dont l'action serait concurrente de celle du FMI. **La création de fonds monétaires régionaux dans les pays émergents semble néanmoins être une idée intéressante, car elle permettrait une plus grande solidarité entre les pays membres, ainsi qu'une plus grande acceptation des recommandations qui seraient émises par ces fonds par rapport à celles du FMI.** Un fonds régional permettrait donc d'assurer une entraide entre pays voisins, mais également une surveillance des économies meilleure que celle exercée au niveau mondial.

Le développement des compétences régionales est une idée importante de réforme de l'architecture du système monétaire international, qui doit progresser. Des systèmes de surveillance et d'alerte régionaux doivent être mis en place et l'idée de créer un prêteur en dernier ressort au niveau régional mérite d'être étudiée.

Les Japonais souhaitent un renforcement de la coopération économique et financière en Asie, qui pourrait aboutir, à terme, à la création d'une monnaie unique sur le modèle de l'euro. Bien entendu, un progrès réel vers cet objectif suppose un accord avec la Chine, dont il est difficile d'imaginer aujourd'hui les termes. L'instauration de blocs monétaires

régionaux apparaît difficile à mettre en œuvre, de même que les « zones cibles ». Ces propositions ont été développées du fait de l'ampleur des fluctuations de la parité yen-dollar au cours des dernières années. Les pays dont la monnaie était liée au dollar, comme la Thaïlande, ont profité de la faiblesse du dollar, qui améliorait leur compétitivité-prix sur les marchés extérieurs, pour développer leurs exportations. Cependant, l'appréciation du dollar vis-à-vis du yen a eu des conséquences désastreuses sur ces économies, en réduisant leur compétitivité-prix et en accroissant le coût de leur dette. Ce retournement a donc constitué un facteur de déclenchement de la crise en Asie.

Un système de « zones cibles » a été mis en œuvre lors du sommet du G 7 du Louvre en 1987, afin d'encadrer les fluctuations importantes du dollar. Cet accord n'a cependant été respecté que pendant quelques mois, et a reporté une partie de la volatilité du marché des changes vers le marché des capitaux. Ce système implique que les banques centrales soient disposées à défendre les parités définies par les zones cibles. Or, cette défense peut s'avérer particulièrement coûteuse pour les pays, en épuisant leurs réserves de change. L'exemple de la crise du système monétaire européen en 1992 montre par ailleurs que les banques centrales sont incapables de faire face aux marchés financiers lorsque ceux-ci considèrent que les politiques menées par les Etats sont insoutenables à terme. Dans un système de « zones cibles » les banques centrales sont forcées d'ajuster leur taux d'intérêt pour maintenir les parités des monnaies à l'intérieur des zones définies, y compris lorsque cette hausse des taux d'intérêt emporte des effets récessifs non désirés.

La définition des zones cibles constitue donc une idée potentiellement coûteuse, et implique une forme de mutualisation des pertes entre les pays prenant part à ce type d'accord. De plus, la définition d'une parité de référence entre les monnaies constitue une première étape sur laquelle il convient que les pays se mettent d'accord. En tout état de cause, l'établissement de zones cibles exige une réduction des déséquilibres internationaux et une amélioration de la coordination des politiques économiques des différentes entités. Il apparaît que ce type de proposition ne constitue pas une solution réaliste compte tenu du contexte international.

Cependant, la proposition japonaise de fonds monétaires régionaux, évoqué ci-dessus, mérite d'être gardé en mémoire, et votre groupe de travail estime qu'il faudra être particulièrement attentif à toutes les situations qui permettraient de diffuser ainsi un modèle « à l'européenne ».

2. Une clarification des compétences du FMI et de la Banque mondiale

Le spectacle des actions et des discours désordonnés voire contradictoires des institutions de Bretton Woods au cours de la crise asiatique montre la nécessité d'une clarification de la répartition des compétences entre le FMI et la Banque mondiale.

Le rapport du groupe de travail constitué par le Congrès des Etats-Unis et présidé par M. Allan Meltzer propose une réforme de grande ampleur des institutions financières internationales, encadrant de manière rigoureuse les compétences du FMI et de la Banque mondiale.

Votre groupe de travail considère que ces propositions sont intéressantes en ce qu'elles recentrent de manière radicale les missions des deux institutions. Cependant, certaines de ces conclusions apparaissent délicates à mettre en œuvre. Premièrement, la condition d'aide de la Banque mondiale aux seuls pays n'ayant pas accès aux marchés financiers est particulièrement contraignante pour les pays qui ne disposent d'un accès aux capitaux qu'au prix de primes de risques particulièrement élevées. Ensuite, la limitation du rôle du FMI à celui de prêteur en dernier ressort restreint considérablement son action en matière de prévention des crises. Enfin, la condition d'instauration d'un *currency board* ou une dollarisation de l'économie apparaît particulièrement favorable aux Etats-Unis, qui disposent des droits de seigneurage liés à l'émission du dollar, et apparaît difficile à mettre en œuvre dans certains pays pour lesquels la monnaie constitue une composante essentielle de la souveraineté nationale.

Malgré la radicalité des réformes proposées dans le rapport Meltzer, certaines pistes de réflexion apparaissent intéressantes. Le FMI pourrait réduire la durée de ses prêts et assouplir les conditionnalités qui y sont généralement associées. En effet, les conditions posées par le FMI apparaissent particulièrement contraignantes et renforcent souvent les conséquences sociales des crises sur les groupes de population les plus fragiles. Les prêts du FMI viseraient uniquement à permettre à un pays de surmonter le déséquilibre de sa balance des paiements, en évitant le défaut de paiement. Ces prêts seraient coûteux afin d'inciter les pays à mettre en œuvre les politiques économiques adaptées au rééquilibrage de la balance des paiements. **Le rôle du FMI serait ainsi limité au court terme.**

La Banque mondiale continuerait en revanche d'être en charge des réformes structurelles à mettre en œuvre afin d'améliorer les conditions de fonctionnement des systèmes financiers, et prendrait également en charge la mise en place de filets de sécurité sociale et les mesures visant au maintien des dépenses en faveur de la santé et de l'éducation, afin que les contraintes de l'ajustement et des réformes structurelles ne conduisent pas à sacrifier le développement à long terme de l'économie. **Cette répartition des rôles limiterait donc le FMI au rôle de surveillance des modalités de financement des économies et d'intervention en cas de crise, tandis que la Banque mondiale regrouperait l'ensemble des compétences en matière d'aide au développement et de réformes structurelles, permettant d'accompagner les mesures nécessaires à l'ajustement des économies touchées par la crise.**

3. Vers une plus grande légitimité des institutions de Bretton Woods

La légitimité politique du FMI et de la Banque mondiale doit être renforcée par une plus grande transparence des processus de décision, et notamment, une plus grande visibilité de l'implication des Etats-membres dans ce processus et de la responsabilité des institutions vis-à-vis de ceux-ci. Au niveau local, la communication de ces organisations doit être développée, de même que leurs rapports avec la société civile. Ces réformes permettront d'atténuer l'image bureaucratique du FMI notamment.

Il est indispensable que les pays émergents soient davantage représentés et entendus au sein du FMI et de la Banque mondiale. En effet, **s'il apparaît normal que les principaux actionnaires des institutions exercent le plus d'influence sur la définition de leurs politiques, les pays émergents et les pays en voie de développement, qui constituent les principaux bénéficiaires des aides de ces institutions, doivent pouvoir faire entendre leur voix sur leurs modalités d'intervention.** La légitimité du FMI a pu être mise en cause par certains pays du fait de la protection que ses interventions pouvaient accorder aux banques occidentales au cours de la crise asiatique, notamment en défendant trop longtemps les taux de change fixes. Ces critiques considèrent que le FMI et la Banque mondiale ont été pris en otage par leurs principaux actionnaires et sont devenus l'instrument de la politique étrangère en général et américaine en particulier⁴⁹. Ces accusations apparaissent outrancières mais montrent les doutes qui planent sur l'action du FMI.

Une réforme du mode de calcul des quotes-parts et des droits de vote qui y sont associés en faveur des pays hors OCDE devrait permettre une meilleure prise en compte de leurs points de vue. Cette réforme se ferait sans doute au détriment des droits de vote détenus par les pays européens, qui sont importants en comparaison avec ceux détenus par les Etats-Unis, compte tenu du poids économique et financier relatif des deux ensembles.

Par ailleurs, l'Europe doit s'efforcer d'agir davantage de concert au sein du FMI. Elle ne possède déjà pas une influence en proportion de ses droits de vote, en raison de la dispersion des interventions de ses membres. La montée en puissance de l'euro sur la scène internationale doit donc encourager l'Union européenne à mobiliser davantage ses ressources au sein des institutions internationales.

⁴⁹ Voir l'article de « *The Economist* » traduit et reproduit dans *Courrier International*, n° 465, du 30 septembre au 6 octobre 1999.

4. Pour une conception globale de l'annulation de la dette

La question de l'annulation de la dette des pays les plus pauvres apparaît délicate aux yeux de votre groupe de travail. En effet, elle revêt d'abord des aspects moraux. L'annulation représente ainsi un bel exemple d'aléa moral où la communauté internationale paie pour des Etats qui ont mal utilisé l'argent prêté, voire qui l'ont détourné aux fins personnelles de leurs dirigeants. Cependant, les responsabilités sont aussi partagées dans la mesure où les prêteurs n'ont pas toujours contrôlé efficacement l'utilisation des concours attribués, ou n'ont pas toujours su les assortir d'une aide précise aux réformes structurelles sans lesquelles tout argent supplémentaire ne sert qu'à prolonger les erreurs passées. L'annulation, par ailleurs, fait intervenir des acteurs très différents : institutions financières internationales, banques régionales de développement, Etats (prêts bilatéraux), acteurs privés (créances privées). Même si des instances de concertation existent, aucun organisme n'est en mesure de décider d'une annulation générale, de ses conditions et du partage de son financement. Enfin, la dette des pays les plus pauvres ne peut être séparée de la question plus globale du développement : l'annulation doit servir au développement. Mais l'apport financier qu'elle représente (sous forme d'intérêts en moins à verser et de capital à ne pas rembourser) ne servira à rien s'il ne s'accompagne de plans précis de réformes dont le respect sera effectivement contrôlé.

Les initiatives du G 7 s'inscrivent toutes dans cette optique : respect par les bailleurs bilatéraux des conditions posées par les institutions de Bretton Woods, recherche d'un meilleur suivi et d'un meilleur contrôle des programmes d'accompagnement, etc.

Votre groupe de travail approuve ces orientations. Ainsi, il ne conteste pas la définition par les institutions de Bretton Woods du champ de l'annulation, des critères et des bénéficiaires de celle-ci, même si ces conditions mériteraient parfois d'être assouplies. Il souhaiterait néanmoins voir plus affirmés certains principes :

- il ne doit jamais y avoir d'annulation totale de la dette d'un pays ; en raison de l'aléa moral, une part doit être maintenue, dût-elle rester très faible (5 à 10 %) ;
- les programmes mis en place doivent se faire avec l'accord du pays sur des contrôles extrêmement précis de leur respect ;
- ils ne peuvent laisser de côté la composante sociale, notamment en matière d'éducation, de santé et de pouvoir d'achat ;

- ils doivent tendre vers une meilleure insertion des Etats dans les transactions internationales ;
- ils doivent prendre en compte la question des taux de change et de la sécurité juridique et financière des investissements.

L'annulation ne peut cependant être séparée de la réforme des institutions de Bretton Woods. La souveraineté sera d'autant mieux respectée qu'elles auront gagné en légitimité politique et en représentativité des pays les plus pauvres. L'appropriation mais aussi le contrôle seront facilités par la présence permanente d'équipes remplaçant la déplorable impression fournie par le débarquement des membres des missions de *reviews*. La composante sociale sera d'autant mieux prise en compte que le FMI, la Banque mondiale et les banques régionales de développement se seront entendues sur le partage de leurs rôles et la coordination de leurs interventions.

Bref, l'annulation de la dette des pays les plus pauvres représente certainement un enjeu moral pour les créanciers. Votre groupe de travail estime que ce serait une erreur de vouloir annuler pour annuler et de séparer ce geste de la réforme d'ensemble du système financier et monétaire international. Tant que cette dernière ne se mettra pas en place, il y aura tout lieu de penser que les sommes consacrées à l'annulation et l'aléa moral qui en résultera ne se traduiront que bien peu en termes de développement, de réduction de la pauvreté et d'amélioration du bien-être des populations.

B. PERFECTIONNER L'ENVIRONNEMENT PRUDENTIEL

Un préalable s'impose. **Un monde financier plus stable réclame de la part des agents nationaux - acteurs ou contrôleurs - une meilleure appréciation, un meilleur contrôle et une meilleure gestion des risques.** La décentralisation des responsabilités est conforme à la réalité du monde financier. Il serait impossible à une entité mondiale centralisée de jouer seule ce rôle. Toutefois, cette décentralisation appelle des règles et des contrôles. Les enceintes internationales retrouvent alors toute leur importance.

La communauté financière internationale a entrepris des efforts importants pour définir des normes prudentielles plus cohérentes et déterminer les conditions nécessaires à un contrôle des risques plus satisfaisant. Ces efforts doivent être prolongés.

1. Améliorer les règles prudentielles

En matière de règles prudentielles, la régulation financière nécessite d'abord un processus continu d'adaptation. Cela suppose d'abord que des moyens suffisants soient confiés aux organismes internationaux chargés d'élaborer la réglementation. Cela suppose aussi de reconnaître les interdépendances entre les différents métiers financiers - crédit, titre, assurances - et d'assurer les liaisons nécessaires entre les superviseurs pour que leur approche devienne véritablement pluridisciplinaire.

L'approfondissement des règles apparaît également nécessaire. Le *corpus* théorique élaboré par la communauté internationale a sans doute, par sa généralité, le mérite d'une certaine exhaustivité. Sa substance peut en outre s'enrichir des manuels de méthodologie qui l'éclairent. Il n'en reste pas moins que ces dispositifs mériteraient d'être plus normatifs et plus concrètement précis. Il ne suffit pas de se référer à des concepts comme la « suffisance des dispositifs d'évaluation » ou « l'adéquation des principes d'organisation ». Il est souhaitable de donner du corps à ces référents en énonçant clairement ce qui est suffisant ou adéquat.

En bref, une meilleure explicitation des critères et des normes s'impose.

A ces recommandations de méthode, il faut en ajouter d'autres qui concernent le fond des problèmes.

Il faut d'abord recommander aux organismes intervenant dans l'élaboration des règles prudentielles au niveau international (BRI, Union européenne, etc.) de s'interroger sur le sens de leur démarche. Jusqu'à présent, elle a consisté à édicter des règles minimales de protection laissant libres les autorités nationales d'appliquer des méthodes plus strictes. Il apparaît d'abord que cette démarche n'aboutit pas à l'édition de règles prudentielles toujours adaptées aux situations de crise. C'est peut-être souhaitable pour ne pas brider l'activité bancaire. Mais cette approche devrait probablement être complétée par des dispositifs prévoyant un durcissement graduel des normes prudentielles à partir du suivi d'indicateurs de risques. Il apparaît également nécessaire que les régulateurs internationaux précisent les situations de risques appelant concrètement un resserrement des pratiques prudentielles.

Des règles de fond méritent en outre d'être modifiées.

Sur ce sujet, le groupe de travail veut d'abord affirmer qu'en dépit de la très grande technicité des questions ici abordées et malgré leur appartenance, d'ailleurs parfois discutable, au domaine réglementaire, au

sens du droit constitutionnel français, il convient de cesser de confisquer les débats qu'elles soulèvent au profit de quelques experts gouvernementaux et des banques centrales. Ces sujets sont en effet essentiels au regard de la construction de l'économie internationale de demain, construction qui recèle des enjeux politiques évidents. Ils doivent donc être débattus et le Parlement national est par nature l'enceinte de ces débats. Le gouvernement français qui, dans le cadre de la constitution d'un droit européen bancaire et financier, est conduit à s'ouvrir auprès de nos partenaires européens de ses positions sur les thèmes prudentiels ici évoqués, devrait à tout le moins rendre compte régulièrement au Parlement des positions adoptées par lui dans ces matières.

Parmi les sujets de réforme il faut d'abord évoquer les règles de l'Accord de Bâle de 1988, en matière de couverture des engagements par les fonds propres, qui doivent être amendées.

La démarche générale suivie par le Comité de Bâle à l'occasion de la réforme de cet accord qui est en cours doit être approuvée. Les trois piliers identifiés comme de nature à améliorer la sécurité des opérations bancaires, une exigence minimale de couverture en fonds propres, l'importance d'un examen systématique de la pertinence de cette couverture et une meilleure mise en oeuvre de la discipline de marché correspondent à une logique d'action satisfaisante.

Il faut en particulier promouvoir :

- une diversification plus grande des exigences de couverture en fonction des risques ;
- une approche consolidée de la couverture ;
- un contrôle effectif des règles par les superviseurs extérieurs et la possibilité pour eux d'imposer des couvertures supplémentaires ;
- une information complète et régulière sur la consistance de leur capital et de leurs risques par les banques.

Toutefois, plusieurs des approches retenues par le Comité appellent des observations et des réflexions supplémentaires.

Il s'agit d'abord du parti pris de repousser l'élargissement de la couverture en fonds propres aux conglomérats financiers en réaffirmant que le ratio n'a vocation à s'appliquer qu'aux risques bancaires. Cette approche apparaît trop restrictive et doit être rapidement complétée par la prise en compte des risques propres aux conglomérats financiers.

Il s'agit ensuite de la timidité de l'approche retenue à l'égard des risques de grande ampleur, c'est-à-dire des opérations dont l'histoire financière montre la très grande volatilité ou qui concernent des opérateurs, tels certains *hedge funds*, usant de pratiques financières techniquement risquées (l'effet de levier) ou insuffisamment contrôlables. Le même raisonnement doit à notre sens s'appliquer aux financements destinés aux territoires *offshore*, selon la classification de ces derniers en termes de régulation financière et d'ouverture aux contrôles internationaux.

Il faut affecter aux engagements des banques à l'égard de tels risques des exigences de couverture proportionnées sans toutefois s'imaginer qu'une telle mesure puisse prévenir l'ensemble des prises excessives de risques.

Cependant, couplée avec la proposition (v. *infra*) d'un traitement rigoureux des sinistres déclarés, une telle mesure contribuerait activement à un fonctionnement plus sûr des marchés.

Sur ce point, il est évidemment souhaitable qu'un arbitre international soit explicitement chargé d'identifier les entités présentant des risques exceptionnels.

La **Banque des règlements internationaux** devrait se voir charger de cette mission et énumérer précisément les organismes à hauts risques.

Il convient par ailleurs d'approfondir les réflexions sur l'autorisation donnée aux banques de recourir à des méthodes dérogatoires à la norme commune pour calculer leurs provisions en fonds propres.

De quoi s'agit-il ?

Le Comité de Bâle envisage dans le cadre de la réforme du ratio Cooke de donner aux banques la possibilité de recourir davantage à leurs notations internes et à leurs propres modèles d'évaluation des risques.

Ainsi, le Comité propose que les banques « *les plus sophistiquées* » puissent substituer leurs propres estimations du risque-crédit à celles réalisées par lui. Il envisage en outre de permettre à ces mêmes banques de déterminer leurs besoins de couverture en capital du risque-crédit sur la base de leurs propres modèles d'évaluation des risques.

Il est possible de justifier de telles dérogations, sur le plan théorique. Mais, en pratique, elles paraissent dangereuses.

Etant observé qu'elles s'appliqueraient aux acteurs de marché les plus importants et par là-même les plus susceptibles d'influencer le cours des événements, il convient de rappeler la responsabilité des défaillances des

contrôles internes dans les crises et l'insuffisante robustesse des modèles de risques en usage dans les banques. Ceux-ci sont en effet construits sur des données historiques moyennes dont la capacité à retracer des situations inédites est clairement en cause de même que celle d'anticiper les situations de crise.

Une autre considération concrète doit être évoquée. Les dérogations envisagées seraient accordées avec pour contrepartie un contrôle des performances des évaluations internes aux banques. Il est à craindre que de tels contrôles n'absorbent des moyens excessifs et divertissent les superviseurs externes de la nécessaire attention qu'appellent les contrôles effectifs des risques.

C'est donc avec une grande circonspection qu'il faut accueillir une proposition qui, en théorie, va dans le bon sens mais qui apparaît prématurée en pratique.

Il convient enfin de s'interroger sur l'opportunité de recourir aux évaluations des agences de notation pour fixer le niveau du provisionnement en capital de certains risques de crédit.

Le Comité de Bâle, dans sa volonté justifiée de moduler les exigences de couverture en fonds propres des risques de crédits souverains, interbancaires et de ceux destinés aux entreprises propose d'établir cette modulation sur les notes des agences de notation.

Le tableau ci-après rappelle les notes usuellement décernées par les grandes agences internationales.

Standards usuels de notation par agence

Agences	Très bonnes notes	Très basses notes
Fitch IBCA	AA - et au-delà	En dessous de B
Moody's	AA3 et au-delà	En dessous de B 3
Standard & Poor's	AA - et au-delà	En dessous de B -
Agences d'assurance-export	1	7

Le tableau suivant indique les modulations de l'exigence d'une couverture en fonds propres de 8 % envisagées dans les travaux du Comité à partir de l'exemple des notes données par « Standard and Poor's ».

**Propositions de diversification des pondérations
en fonction des notes des agences de notation**

Engagements	De AAA à AA-	A + à A -	BBB + à BBB -	BB + à B -	Sous B -	Sans notation	
Souverains	0 %	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %	
Banques	Option 1 ⁽¹⁾	20 %	50 %	100 %	100 %	150 %	100 %
	Option 2 ⁽²⁾	20 %	50 % ⁽³⁾	50 % ⁽³⁾	100 % ⁽³⁾	150 %	50 % ⁽³⁾
Entreprises	20 %	100 %	100 %	100 %	150 %	100 %	

(1) Pondération fondée sur la pondération des risques souverains du pays d'origine de la banque.

(2) Pondération fondée sur la notation de la banque.

(3) Les engagements de court terme (moins de 6 mois) seraient pondérés plus favorablement.

La lecture du tableau est la suivante : les risques des crédits souverains des pays les mieux notés (de AAA à AA-) n'auraient pas à être provisionnés tandis que ceux des pays les moins bien notés (sous B -) devraient être provisionnés à hauteur de 12 % (150 % de 8 %).

La mise en œuvre rapide de cette perspective n'apparaît pas envisageable. Elle suppose en effet résolu un grand nombre de préalables qui ne l'est pas.

Il faut d'abord mettre en exergue l'éventualité de contradictions entre les évaluations internes des établissements bancaires et les notations extérieures. La coexistence harmonieuse entre les deux procédures dérogoires aux standards communs envisagées par le Comité n'est donc pas acquise.

Il est d'ailleurs possible que les notations externes soient elles aussi contradictoires entre elles ce qui poserait le problème délicat d'un arbitrage entre les agences de notation.

Cette éventualité a d'autant plus de chances de se rencontrer que l'accréditation des évaluateurs concernera un plus grand nombre d'entre eux. Or, la perspective d'une multiplication des sources externes d'évaluation n'est pas une vue de l'esprit d'autant que le mécanisme imaginé à Bâle délègue aux superviseurs nationaux la prérogative d'accréditer les agences de notation. En

l'état, les agences reconnues au plan international sont en nombre très restreint et bien souvent anglo-saxonnes. Il n'est évidemment pas admissible pour les autres pays d'être contraints à se référer à des évaluations qui, même effectuées par des organismes indépendants, peuvent être influencées par des habitudes de pensée directement issues de la culture américaine, et même dépendantes des intérêts dominants. **Il est compréhensible - cela est d'ailleurs très souhaitable pour l'Europe - que ces pays s'attachent à promouvoir des institutions de notation indépendantes.** Leur avènement offrira autant d'occasions de contradictions qu'il faudra résoudre. Mais **il s'impose comme un préalable à la mise en œuvre de la proposition du Comité de Bâle.** Ce n'est en effet qu'à cette condition que celle-ci présentera une réelle acceptabilité.

En effet, en l'état du développement des métiers de la notation, la référence proposée par le Comité de Bâle risque de se traduire par certaines distorsions. Le nombre des agents économiques accédant à la notation est en effet très limité, le coût des notations externes n'apparaissant souvent pas contrebalancé par ses avantages dans un monde financier où l'usage des notations externes ne s'est réellement imposé que pour les très grands émetteurs.

Si la quasi-totalité des Etats fait l'objet de telles évaluations, il n'en va pas de même des agents privés. L'exemple des entreprises est parlant : seules 600 d'entre elles sont notées en Europe. L'application du système dérogatoire évoqué par le Comité pourrait ainsi engendrer au sein même de l'Europe des restrictions ou des renchérissements de crédit peu justifiés au détriment des entreprises sans notation externe. Il y a plus grave pour l'Europe. Comme le taux de pénétration des agences de notation est beaucoup plus élevé aux Etats-Unis qu'en Europe, les distorsions de concurrence entre entreprises de part et d'autre de l'Atlantique résultant de l'application rapide de la référence à la notation externe dans le calcul des couvertures en fonds propres pénaliseraient les entreprises européennes.

Cela ne signifie pas que la proposition articulée par le Comité de Bâle de recourir davantage aux évaluations externes doive être rejetée purement et simplement. Il s'agit certainement d'un progrès. Cependant, il convient d'en réunir les préalables. **Il s'agit de promouvoir le développement de la notation en Europe et la mise en place d'une procédure systématique de contrôle international des performances des agences de notation. La clef de voûte de ce système serait située au sein du FMI.**

De nombreuses autres règles prudentielles devraient être améliorées que le cadre du présent rapport ne permet pas d'aborder dans le détail.

Une attention toute particulière doit être portée **aux règles comptables** dont l'hétérogénéité et l'insuffisante rigueur sont responsables de dysfonctionnements potentiellement très déstabilisateurs.

Les bonnes pratiques de **gouvernance** doivent être rigoureusement définies.

Il convient en outre de mettre en place des normes adaptées dans l'hypothèse **de faillites** d'agents économiques, règles qui doivent en particulier reposer sur un traitement égalitaire des créanciers en situation analogue connaissant une situation analogue.

Le chantier de la réglementation prudentielle est vaste. L'ensemble des corps de métier nécessaires à son bon achèvement doit y travailler. Ce peut être la BRI en matière de réglementation bancaire, ce peut être le FMI pour certains aspects structurels de la réglementation prudentielle, etc.

L'important en la matière est, qu'une fois identifiée la bonne enceinte de réglementation, les travaux qui s'y déroulent soient, selon les modalités pratiques souples, largement ouverts à l'ensemble de la communauté internationale.

Il faut en outre inventer une instance internationale d'arbitrage capable d'évaluer les réglementations prudentielles nationales à partir des normes élaborées par la communauté internationale. Ici également, l'arbitre ultime devrait être situé au sein du FMI.

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

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

a) Une meilleure information pourrait prévenir l'amplification des déséquilibres engendrée par les marchés financiers

Michel Camdessus considère que « *c'est en veillant à l'élaboration rapide d'informations précises, à leur diffusion et à la meilleure information*

possible des gouvernements, des marchés et de l'ensemble des acteurs sur les objectifs et les résultats des politiques économiques que l'on aura les meilleures chances de résorber avant qu'ils ne s'aggravent les facteurs potentiels de crises et de réduire les phénomènes grégaires d'engouement ou de retraits frileux dont l'on connaît mieux aujourd'hui le coût »⁵⁰.

Une diffusion de manière continue des informations sur les prises de position des acteurs et la liquidité des marchés réduirait le risque de « mauvaises surprises » qui conduit à des réactions excessives de la part des marchés financiers. **L'amélioration de la transparence et la réduction des coûts d'accès à l'information a un effet positif sur la rationalité des décisions des acteurs et la bonne gestion des crises.** En effet, les anticipations des spéculateurs peuvent être modifiées par toute information jugée pertinente par eux. Par conséquent, le nombre et la qualité des signaux perçus par les agents a une influence certaine sur le lissage de leurs anticipations. Cependant, il convient de rappeler que le risque d'un mauvais usage de l'information demeurerait présent, ainsi que le montre la phase qui a précédé l'éclatement de la crise en Asie, alors que les déficits des transactions courantes des pays étaient connus des acteurs du marché.

Les progrès effectués vers une meilleure collecte et une plus large diffusion des informations doivent être soulignés. Le bulletin du FMI du 15 février 1999 indiquait que « *le FMI doit apprendre à mieux connaître les marchés* ». Le fonds a mis en place une norme spéciale de diffusion des données (NSDD) pour les pays qui satisfont déjà à une norme élevée de qualité des données, et un système général de diffusion des données (SGDD) afin d'améliorer la qualité des données dans tous les pays membres, et a accru la transparence des conseils qu'il donne aux gouvernements. Ce système devrait permettre la constitution de données statistiques complètes et accessibles, et inciter à améliorer la qualité des données. On rappellera à cet égard que les données communiquées au FMI sur les réserves de change se sont révélées fausses pour certains pays asiatiques. **L'amélioration de la transparence des emprunteurs doit être complétée par une meilleure connaissance de la part des acteurs sur les marchés financiers des positions prises par les autres participants, appréciées sur une base agrégée.**

Les gouverneurs du G 10 ont demandé à un groupe de travail d'identifier les informations statistiques qui pourraient permettre aux marchés de mieux évaluer les positions prises par les autorités sur le marché des changes, ainsi que les modalités de diffusion de ces informations. Le rapport « Brockmeijer », issu des travaux de ce groupe, souligne qu'il conviendrait de

⁵⁰ « *La crise asiatique : crise régionale, crise de système* » in *Rapport moral sur l'argent dans le monde - 1998*, Montchrestien

prendre en compte l'ensemble des acteurs nationaux susceptibles de prendre part à une action de défense de la monnaie en cas de crise. Cependant, les comptes publics ne permettent pas de mesurer l'ensemble des risques de marché, comme l'a montré la crise asiatique. Le rapport propose donc la mise en œuvre de méthodes permettant aux banques centrales de collecter de manière régulière et coordonnée des statistiques sur les marchés dérivés afin d'en améliorer la transparence. L'harmonisation des principes comptables constitue un préalable indispensable à une meilleure transparence des produits dérivés. Le Groupe des Trente (G 30) et le Comité de Bâle ont publié des rapports concluant à la nécessité de présenter de manière plus transparente les opérations dérivées et, en particulier, la compensation de ces opérations et ses effets sur le calcul des ratios de solvabilité. En effet, la diffusion des informations relatives aux positions prises par les fonds d'investissement à fort effet de levier pourrait permettre de prévenir les risques systémiques que ces fonds sont susceptibles de susciter.

L'amélioration de l'information des marchés devrait permettre une correction rapide et moins violente des politiques insoutenables et limiter les effets de contagion de ces ajustements. Pour atteindre cet objectif, il convient cependant d'établir des modalités de diffusion des données à la fois fréquentes et suffisamment proches des phénomènes de marchés afin d'éviter les ajustements violents provoqués par une information imparfaite qui déclencherait le retournement soudain des anticipations sur les marchés. **Une périodicité mensuelle, voire hebdomadaire pourrait être adoptée, dès lors que les pays disposent des outils statistiques appropriés.**

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

b) La question de l'autorité collectrice des informations et de ses destinataires finaux demeure posée

La question des destinataires et de l'ampleur de la diffusion des informations demeure à ce jour contestée : celle-ci doit-elle être essentiellement destinées aux institutions internationales ou à l'ensemble des acteurs du marché ? Lors de son audition par le groupe de travail, M. Gérard

Pfauwadel a estimé que la transparence devait s'adresser surtout aux autorités, afin d'éviter qu'un excès de transparence n'entraîne des surs réactions de la part des marchés. Il a par ailleurs indiqué que, même avec davantage de transparence, il n'était pas certain que les positions agrégées de chaque acteur et de chaque marché soient connues.

Joseph Stiglitz, chef des économistes à la Banque mondiale, considère que *« la plupart des informations qui aideront au contrôle de la situation financière de divers pays peuvent être efficacement recueillies s'il y a une coopération internationale, de sorte que les informations venant des pays prêteurs, des pays emprunteurs et des institutions internationales, peuvent être rapprochées. Reste que l'on peut se demander si ces informations ne devraient pas être recueillies par une agence indépendante internationale de statistiques, plutôt que par une agence opérationnelle, pour éviter de réels et visibles conflits d'intérêts... »*⁵¹.

Le groupe de travail considère que la BRI devrait logiquement, de par ses compétences, être l'organe collecteur des informations en provenance des banques centrales. Cependant, de très nombreux pays ne sont pas membres de cette institution, ce qui limite considérablement ses capacités d'action.

La création d'une « centrale des risques internationaux » pourrait également être envisagée, mais risquerait de compliquer inutilement, dans un premier temps, l'architecture des institutions internationales.

Par conséquent, **il conviendrait que le FMI assure la diffusion des informations, dans le cadre de son rôle de surveillance et de prévention des crises.** Le FMI pourrait ainsi « mettre sous surveillance » les pays qui connaissent des afflux importants de capitaux, et une détérioration de leur endettement à court terme, notamment en monnaie étrangère, et accroître les signaux d'alerte dans le cadre de la prévention des crises. De telles informations auraient été précieuses, en particulier dans la phase qui a précédé le déclenchement des difficultés en Thaïlande en 1997.

⁵¹ « *International financial institutions and the provision of international public goods* », in *Cahiers de la BEI*, volume 3, n°2, 1998.

C. AMÉLIORER L'ORGANISATION ET LE FONCTIONNEMENT DU CONTRÔLE EXTERNE

Le développement de règles prudentielles internationales appelle, malgré l'essor souhaitable des procédures de contrôle interne, des vérifications extérieures de leur bonne application.

En principe, il appartient à chaque Etat de mettre en œuvre les contrôles de cette sorte les plus efficaces possibles. Cette attribution de compétence de principe ne signifie pas pour autant que le renforcement du contrôle externe puisse être entrepris sans considération pour des initiatives internationales qui apparaissent aujourd'hui nécessaires à sa pleine efficacité.

Une première considération pratique s'impose. Le développement des institutions de contrôle externe est, à l'image du développement économique, fort inégal selon les nations. Cette inégalité contraste avec l'homogénéité plus grande du processus d'intégration à l'économie mondiale. Les pays les plus en avance en matière d'infrastructures économiques doivent assumer la responsabilité d'apporter efficacement leur assistance aux pays moins développés. L'Union européenne l'a bien compris, mais pas très bien fait, dans le cadre des programmes PHARE et TACIS. Le Comité de Bâle a, lui aussi, saisi l'importance de l'enjeu et sa mission même consiste à établir les bases de bonnes pratiques. Mais il y a plus qu'un pas entre la définition de principes et l'appropriation concrète de ces principes par tous.

Il convient donc d'abord de reconnaître toute l'importance qu'il y a à promouvoir les efforts d'assistance en direction des organes de contrôle externe qui en éprouvent le besoin.

Le deuxième aspect fondamental du sujet consiste à recommander de remédier aux cloisonnements nés des superpositions actuellement à l'œuvre entre organes nationaux de contrôle.

L'internationalisation des acteurs de marchés et le caractère transnational de leurs engagements offrent sous cet angle un contraste avec le « localisme » des instances de contrôle. Il est indispensable d'y remédier en instaurant des processus organisés de coopération entre contrôleurs. Des accords existent en la matière mais ils ne sont ni systématisés ni véritablement contrôlés. Il importe donc d'étendre le réseau de ces accords. Il convient aussi d'envisager l'opportunité de leur conférer une certaine solennité. Il existe des précédents, en matière fiscale notamment avec les conventions fiscales internationales dont certaines clauses concernent les questions d'assistance administrative. Ces conventions passées entre Etats obéissent à un modèle-type dit « modèle de l'OCDE ». Elles impliquent des Etats dont les administrations

fiscales connaissent des statuts très variées, certaines étatiques, d'autres fédérales, d'autres encore relevant du système de l'Agence, c'est à dire indépendantes de l'Etat.

Il serait souhaitable d'appliquer cette formule liant les Etats en matière d'assistance et de coopération internationale entre superviseurs financiers.

Dans cette perspective, il peut sembler utile de se doter d'un arbitre international en mesure de régler les litiges que pourrait faire naître l'application pratique de ces conventions.

Cette recommandation paraît s'imposer face aux dysfonctionnements observés dans le déroulement des procédures de coopération, y compris en Europe, qui ont souvent été rapportés à votre groupe de travail.

L'internationalisation du contrôle demande des initiatives complémentaires. Il faut à ce sujet aborder la question fréquemment débattue de l'instauration d'un organe de contrôle international.

Selon certains, la mondialisation monétaire et financière devrait donner naissance un organe international de contrôle. Le FMI ne joue-t-il d'ailleurs pas ce rôle à l'égard des Etats ?

Cette idée, sous des dehors séduisants, manque singulièrement de réalisme. Sans même insister sur les abandons de souveraineté que sa mise en œuvre supposerait, il convient de mettre en évidence deux objections fortes. La première consiste à faire valoir qu'à défaut d'un droit prudentiel universel, l'on voit mal à quelles normes un tel organe pourrait se référer.

S'il devait s'appuyer sur les règles édictées par la communauté internationale qui jusqu'à présent n'ont pas de valeur normative et revêtent un caractère minimal, le régulateur international userait d'un « droit mou », souvent en retrait par rapport aux règles en vigueur dans les Etats. S'il devait se référer à ces dernières, il lui faudrait appliquer un droit très hétérogène sanctionnant ici ce qui serait ailleurs autorisé. En toute hypothèse, il faudrait à ce superviseur des moyens considérables représentant au minimum le regroupement des moyens existants aux niveaux nationaux.

Sachant que rien ne permet d'imaginer une telle architecture applicable, et outre que les avantages d'un tel système sont introuvables, il faut faire le constat de ses inconvénients. Le contrôle prudentiel de droit commun doit en effet demeurer proche des réalités économiques et financières sur lesquelles il s'exerce. C'est une des leçons des crises que l'éloignement des centres de décisions par rapport à ces réalités constitue un handicap majeur

dans l'appréciation des risques. Il ne faut pas transposer ce handicap au niveau des contrôleurs.

C'est un tel argument qui milite pour le maintien, dans un ensemble régional aussi cohérent que l'Union européenne, des responsabilités et compétences des contrôleurs nationaux.

Est-ce à dire qu'il n'y ait pas de place pour un échelon international de contrôle ? La réponse à cette interrogation est bien sûr négative.

Au cours de ses entretiens, le groupe de travail a acquis la conviction que l'instauration d'une coopération même améliorée entre les superviseurs nationaux ne pouvait pas constituer l'unique réponse aux incohérences issues de l'éclatement et de la superposition des compétences nationales.

Il faut en premier lieu résoudre les problèmes posés par le contrôle des groupes multinationaux.

Pour ces groupes, il serait d'abord souhaitable de généraliser le recours à la formule d'un partage formalisé des responsabilités entre autorités nationales de contrôle à l'image de celle mise en place par le « *memorandum of understanding* » entre la Commission bancaire française et la Commission bancaire et financière belge à propos du groupe Dexia. Il s'agit en l'espèce de désigner un responsable principal de la supervision (« *lead supervisor* ») et d'organiser les coopérations nécessaires. Un tel aménagement constitue l'une des formes que peut revêtir une coopération internationale satisfaisante entre contrôleurs nationaux. Bien adapté à des groupes peu disséminés, il l'est sans doute moins pour des entités à dimension internationale plus développée. Toutefois, il pourrait être fructueux d'envisager sa généralisation à toutes les très grandes institutions bancaires internationales.

L'amélioration de l'organisation et du fonctionnement du contrôle externe devra être complétée par la mise en œuvre d'un contrôle des contrôleurs externes.

L'on sait que le développement souhaité des contrôles internes s'accompagne d'une exigence d'un contrôle externe effectif de ce type d'évaluation. « *Mutatis mutandis* », un monde financier globalisé où le contrôle externe reste exercé dans le cadre de compétences nationales appelle une évaluation et un contrôle internationaux de la façon dont elles sont concrètement exercées.

L'Union européenne offre une illustration grandeur nature de la justesse d'une telle recommandation.

Les conditions dans lesquelles y sont exercés les contrôles externes varient considérablement, à tel point que plusieurs des interlocuteurs du groupe de travail ont pu évoquer l'existence de problèmes de distorsion de concurrence entre systèmes bancaires nés de cette hétérogénéité des pratiques.

Ce dernier constat s'il devait être vérifié poserait en soi un grave problème. Mais, en dehors même de cette hypothèse, il n'est pas douteux que la solidarité monétaire entre les pays de l'Union européenne ne saurait se satisfaire d'une divergence des pratiques de contrôle bancaire tant la solidité d'une monnaie dépend de celle du système bancaire.

L'on a exposé les motifs pour lesquels la substitution d'un organe central de supervision bancaire au réseau décentralisé actuellement en place n'était pas souhaitable. Mais les défauts d'organisation observés ne doivent pas perdurer pour autant.

La Banque des règlements internationaux a entrepris une évaluation des contrôleurs nationaux dont la Commission bancaire. Il serait souhaitable que, compte tenu de ses missions, la Banque centrale européenne (BCE) se voie doter des moyens nécessaires à une telle évaluation qu'elle devrait conduire de manière systématique et régulière.

Un système analogue de supervision des superviseurs devrait être mis en place au niveau international, c'est-à-dire à celui du FMI.

Il convient d'ajouter qu'il serait souhaitable que de telles supervisions s'appliquent également à l'égard des autres métiers financiers et qu'une réelle coopération se noue entre les différents organes en charge de ces différentes missions.

D. LUTTER CONTRE LA CRIMINALITÉ FINANCIÈRE

La lutte contre la criminalité financière internationale est devenue un sujet central des réunions inter-gouvernementales traitant de la stabilité du système financier international. Les propositions se multiplient à ce sujet, particulièrement provenant de la France. La pression sur les Etats délinquants ou accommodants à l'égard de la délinquance financière augmente, notamment de la part des Etats-Unis.

Le groupe de travail n'a pas la prétention d'émettre des propositions définitives sur ce sujet préoccupant. Il tient toutefois à donner quelques conseils au gouvernement français et aux négociateurs internationaux à ce sujet.

1. Deux préalables indispensables

Deux conseils initiaux paraissent pouvoir être formulés :

- il faut, en premier lieu, choisir le **bon niveau de décision** pour une lutte concertée des Etats contre la criminalité financière. L'ONU d'une part et l'OMC d'autre part semblent constituer ce bon niveau.

La France a fait neuf propositions pour lutter contre les paradis bancaires et fiscaux. Mais elle les a exprimées au FMI et au G 7. L'OCDE est également un lieu traditionnel de débats à ce sujet.

Or, de deux choses l'une : ou bien les pays industriels sont décidés à mener des **opérations militaires de police internationale** contre les Etats ou gouvernements délinquants, et ils peuvent décider entre eux ce qu'il convient de faire. Ou bien, et c'est le plus probable, ils n'y sont pas disposés, et alors il est indispensable **d'associer étroitement ces territoires à la lutte contre les flux financiers criminels**. Délivrer des «oukazés» serait inefficace. Il conviendrait de réunir **un groupe ad hoc**, où seraient convenablement représentés les centres *offshore* ainsi que les Etats souffrant de criminalité à grande échelle, **dans une négociation où leurs intérêts seraient préservés**. **L'Organisation des Nations-Unies** serait probablement le niveau adapté de décision. Par ailleurs, **l'OMC** est directement concernée puisque l'opacité de certains territoires crée de réelles distorsions préjudiciables à la liberté des échanges et à la bonne organisation du commerce mondial. L'organisation de Genève pourrait utilement participer à l'émergence de nouvelles normes en la matière. Votre groupe de travail estime donc qu'une première négociation au sein de l'ONU devrait ouvrir la voie à la définition de règles et de procédures, notamment juridictionnelles, au sein de l'OMC.

- **Il paraît également important de distinguer le traitement des fonds d'origine criminelle de celui des fonds qui proviennent d'une activité licite**. Autrement dit, il ne faut pas considérer le **blanchiment** et la **corruption** d'un côté, et **l'évasion fiscale** de l'autre, comme étant des fléaux de même gravité. L'OCDE serait sur le point de considérer la fraude fiscale comme un crime grave en lui-même. Cela paraît aller un peu vite en besogne, d'autant que le degré de sévérité des règles fiscales varie beaucoup dans le monde : de la concurrence fiscale à la fraude fiscale, il existe une large marge d'appréciation. Les pays industriels doivent laisser aux paradis fiscaux le bénéfice d'une fiscalité légère : ils ont le droit d'avoir fait ce choix. En échange d'une relation tolérante dans ce domaine, au moins dans un premier temps, il pourra être exigé de la part de ces Etats une vigilance accrue contre les fonds d'origine criminelle, ainsi que davantage de coopération dans les échanges d'information.

2. L'instauration d'une coopération « gagnant/gagnant »

La lutte contre les fléaux financiers nécessite de convaincre les Etats où ils sévissent qu'ils ont plus à gagner qu'à perdre à lutter contre eux. Trois attitudes peuvent être préconisées :

- **Mettre les Etats délinquants sous pression.** Les listes établies par Transparency international pour la corruption, ou le département d'Etat américain pour le blanchiment contribuent à faire prendre conscience à certains Etats de la réprobation qu'ils suscitent, et à les obliger à adopter une attitude plus coopérative. L'Allemagne vient de livrer le Liechtenstein à la vindicte. Le gouvernement britannique a demandé à la firme KPMG un audit sur les paradis fiscaux de la Couronne⁵². La Banque centrale de Russie a placé sous surveillance certaines îles du Pacifique⁵³. Les Etats-Unis menacent de sanctions Antigua, la Dominique, la Russie, le Nigeria et la Colombie.

Le Forum de stabilité financière se propose de publier une « **liste noire** » des paradis fiscaux. Le GAFI devrait faire de même en juillet. Cette technique peut être efficace : en condamnant certains et en épargnant les autres, la communauté internationale peut amener les plus délinquants à se rapprocher des plus présentables. De proche en proche, une amélioration générale de la situation devrait être observée.

S'agissant de la **corruption**, il serait nécessaire comme pour les centres *offshore* d'établir une **liste officielle des Etats où elle sévit, sous l'égide de la Banque des règlements internationaux et de l'Organisation mondiale du commerce**, à partir d'une enquête de fond. En effet, quel que soit l'intérêt des sondages de Transparency international, ils ne révèlent qu'une perception subjective de la corruption et ne revêtent aucun caractère officiel.

- **Subordonner les aides aux Etats à des mesures de lutte contre la délinquance financière.** Certains pays émergents ou en développement ont aujourd'hui besoin d'aides publiques internationales, certains paradis fiscaux aussi. Plutôt que de soumettre l'octroi des aides à des objectifs macro ou micro-économiques, il peut être suggéré d'établir des objectifs de lutte contre la corruption, les trafics, le blanchiment. Selon votre groupe de travail, cette lutte, si elle est bien menée, peut de surcroît faciliter les performances économiques, la délinquance financière étant nuisible à la santé financière des Etats.

⁵² Anguilla, Bermudes, Iles Vierges, Caïmans, Montserrat, Turk et Caicos

⁵³ Marshall, Nauru, Niue, Samoa, Vanuatu

Dans le débat sur l'annulation totale de l'ensemble de la dette des pays en développement, une des conditions les plus importantes à poser pourrait être celle-là.

- **Coopérer à l'établissement de règles de conduite et à la mise en place d'organes de contrôle locaux.**

Le Sénat français coopère institutionnellement avec les jeunes démocraties dans la mise en place de leurs institutions, et, bien souvent, d'une seconde chambre.

Les pays industriels pourraient faire de même avec les pays émergents et les centres *offshore*. Les Bahamas viennent de mettre en place un organisme de surveillance bancaire et boursier. Il appartient aux pays de l'OCDE, au Comité de Bâle, à l'OICV, de proposer leur aide bénévole, voire accompagnée d'un soutien financier, à tous les Etats souhaitant se doter de structures de surveillance bancaire et financière, ainsi que d'une législation en ce sens.

3. Mettre la délinquance financière au cœur du contrôle

- **Etendre les compétences de tous les régulateurs financiers à la surveillance de la délinquance financière.** Les organes de contrôle des banques, des assurances, des marchés financiers, les institutions multilatérales, les banques régionales de développement : tous les organes de l'architecture financière internationale doivent avoir compétence, mais aussi acquérir la culture et les qualifications techniques, éventuellement à l'aide de magistrats ou de policiers, pour lutter contre la criminalité financière. Leur point de vue est encore trop économique et financier, et insuffisamment policier à cet égard.

Dans les ratios prudentiels, les crédits accordés à des organismes situés *offshore* devront également être pondérés en fonction des risques particuliers que ces flux font courir à l'ensemble du système financier. **La BRI pourrait définir ces pondérations.**

- **Coordonner l'action de tous les organes de régulation.** L'exemple FIMACO a fait apparaître qu'un dialogue plus approfondi entre le FMI, la Commission bancaire et la Commission des opérations de bourse françaises, la commission des valeurs mobilières de Jersey, ainsi que la Banque centrale de Russie, aurait sans doute permis d'éviter tout ou partie des dévoiements observés.

Il est nécessaire que les multiples institutions financières nationales et internationales forment un véritable réseau de contrôleurs. Les flux financiers internationaux passent souvent par un grand nombre de pays et de transactions : un maillage serré de contrôleurs rendrait les

recoupements inévitables. **Pour cela, il serait utile d'approfondir, en la pérennisant, une structure du type du Forum de stabilité financière.**

4. France : balayer devant notre porte

Le groupe de travail tient enfin à formuler quelques recommandations à l'égard de notre pays. Au sujet de la régulation financière internationale, le Gouvernement est en effet prompt à de grandes déclarations et à multiplier les propositions soumises à nos partenaires, que ce soit sur la dette, l'architecture financière internationale, ou les paradis fiscaux. **Mais qu'en est-il de son action ?**

- Au sujet de la corruption, **la France est classée dixième dans l'Europe des Quinze par Transparency international**, et sa note s'est détériorée de 1998 à 1999. La lutte contre la corruption doit d'abord commencer chez nous. Des mesures de rapprochement avec les normes les plus élevées doivent être prises.

- **La France abrite elle-même des paradis fiscaux**, dans ses collectivités outre-mer. Le moins admissible est Saint-Martin, qui peut être considérée comme une véritable zone *offshore*. **Il faut, à tout le moins, rétablir à Saint-Martin le droit commun fiscal appliqué dans les DOM.**

- S'agissant du **blanchiment**, la France est classée par le *Narcotic bureau* parmi les pays où se déroule une intense délinquance financière. Les Etats-Unis reconnaissent la ferme volonté de lutte du Gouvernement. Mais ils déplorent la relative clémence des peines encourues, notamment du fait de la confusion des incriminations et des peines. **Contre la délinquance financière internationale, il conviendrait peut-être d'appliquer un droit largement partagé par la communauté internationale.**

A cet égard, et sous réserve des positions que votre commission prendra à ce sujet, le groupe de travail considère que les mesures proposées dans le projet de loi sur les nouvelles régulations économiques vont dans le bon sens. Certaines de ces mesures, relativement aux restrictions ou interdictions des relations avec les centres *offshore*, sont toutefois subordonnées à l'établissement des listes des centres les moins coopératifs. La France se référera probablement à la typologie établie par le GAFI.

Le projet prévoit en outre une généralisation de la déclaration de soupçon aux transactions dont les opérateurs ne peuvent être identifiés, et une généralisation des relations des autorités publiques avec Tracfin, service de renseignement contre le blanchiment.

• Enfin, **tout en donnant des leçons de transparence, la France n'en fait guère preuve elle-même.** Sur l'affaire FIMACO, notre pays ne s'est guère vanté de sa faible efficacité au sujet des transactions douteuses de la Banque centrale de Russie. Le président de la commission des finances et votre rapporteur ont posé à ce sujet une question écrite au ministre de l'économie, des finances et de l'industrie en septembre 1999. La réponse se fait toujours attendre...

E. RÉDUIRE L'IRRESPONSABILITÉ DES ACTEURS

1. L'interdiction des prêts en dernier ressort est une vue de l'esprit

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

Cette situation irritante suscite la tentation de prohiber le recours de telles interventions. La suppression des prêts en dernier ressort ou d'autres formes gratuites d'assurance imposerait davantage de prudence aux acteurs de marché et supprimerait l'impression désagréable d'une socialisation des pertes subies par des intervenants qui savent, au contraire, bénéficier à titre exclusivement privé des bénéfices de leurs imprudences.

Mais, outre qu'une telle mesure ne saurait se décréter universellement⁵⁴, elle apparaît comporter un bilan coûts-avantages défavorable.

Il semble d'abord qu'une prohibition générale de ces interventions, à supposer même qu'elle permette de prévenir les comportements financiers imprudents - concept qui appelle une définition générale introuvable - ne supprimerait pas l'ensemble des occasions de crises qu'appellent par nature l'activité bancaire et le développement économique.

⁵⁴ Il s'agit en effet d'une question qui entre essentiellement dans le domaine des différentes souverainetés nationales. Pour le comprendre, il suffit de se reporter au cas du Crédit Lyonnais dont le sauvetage a été décidé par les Français et leurs représentants. On rappellera à ce sujet les crispations nationales auxquelles a donné lieu l'intervention de la Commission européenne dans ce dossier malgré l'existence d'un sentiment européen bien mieux établi qu'un quelconque sentiment mondial.

Dès lors, les autorités publiques confrontées à une crise, se trouveraient privées d'un instrument essentiel à leur résolution. Ainsi désarmées, elles ne pourraient que laisser se développer des crises systémiques qui, par contagion, affectent les acteurs dont la responsabilité directe dans des crises est nulle. Il ne s'agirait pas d'autre chose que de « jeter le bébé avec l'eau du bain ».

L'élimination *a priori* de tout prêteur en dernier ressort doit être écartée comme constituant une mesure inappropriée.

L'existence d'un prêteur en dernier ressort est donc nécessaire pour faire face aux crises systémiques. Mais le problème systémique que le prêteur en dernier ressort engendre doit, quant à lui, être traité.

C'est à partir de ces deux considérations fondamentales qu'il faut aborder les questions essentielles que sont l'identité du prêteur en dernier ressort et les conditions que doit satisfaire son intervention.

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

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

Cette architecture est-elle satisfaisante ? Ne faut-il pas mieux préciser les rôles ?

Cette question souvent abordée sur un plan académique doit pourtant être traité avec pragmatisme.

Il convient d'abord de rappeler en quoi consiste l'activité de prêteur en dernier ressort entendue au sens strict. Il s'agit de consentir des prêts d'urgence à des établissements qui, bien que solvables en régime normal, se trouvent confrontés à une pénurie de liquidités.

Une telle situation est généralement susceptible d'être gérée par n'importe quelle banque centrale puisqu'aussi bien ces institutions disposent d'une capacité illimitée de créer de la monnaie. Il en va d'ailleurs ainsi en pratique.

Il n'apparaît donc pas systématiquement nécessaire de mobiliser un quelconque prêteur en dernier ressort supra-national pour régler les problèmes de liquidité des banques.

Toutefois, en de rares circonstances, soit que la banque centrale d'un pays se refuse à intervenir, soit que le problème de liquidité rencontré consiste en une pénurie en devises impossible à combler via des interventions de banques centrales en crise de liquidités elles-mêmes, **l'intervention d'un prêteur en dernier ressort non-national s'impose.**

Qui peut et qui doit jouer ce rôle ?

La première question amène naturellement à s'interroger sur la capacité du FMI à jouer efficacement le rôle d'un prêteur en dernier ressort. Le déroulement des crises asiatiques a montré que cette capacité était limitée. Le Fonds n'a pas la possibilité de créer de la monnaie. Face à des besoins massifs, il doit au préalable recourir aux Etats en espérant que ceux-ci consentent à une augmentation de ses moyens. Ses interventions sont destinées aux Etats alors que les problèmes de liquidité concernent désormais souvent des acteurs privés. Ceux-ci ne bénéficient des interventions du Fonds qu'après intermédiation des banques centrales nationales et donc moyennant des délais supplémentaires.

Les interventions du Fonds sont donc, par construction, tardives. Elles ne parviennent pas à prévenir les crises.

En fait, dans la plupart des crises de liquidité à impact international potentiellement élevé, les prêteurs en dernier ressort efficaces ont été les banques centrales nationales en mesure d'intervenir massivement c'est à dire pour l'essentiel la banque centrale américaine, la Banque du Japon et, à un moindre degré, les banques centrales des pays européens.

Faut-il modifier cette situation ? Cette question revêt deux aspects distincts.

Le premier d'entre eux consiste à s'interroger sur le choix de l'organisme qu'il conviendrait de charger de la mission de prêteur en dernier ressort. Ce rôle est mal joué par le FMI dans l'hypothèse de crises d'illiquidité des agents privés. Seule une réforme profonde du Fonds et un accroissement très sensible de ses moyens lui permettrait d'être un prêteur en dernier ressort efficace, c'est-à-dire capable de prévenir le déclenchement d'une spirale de crises.

D'un autre côté, la décentralisation actuelle des initiatives aux grandes banques centrales nationales ne constitue pas une solution coopérative

et laisse perdurer une réelle dépendance des pays émergents à l'égard des pays les plus développés.

Ce diagnostic fonde les recommandations suivantes.

Il importe d'abord que des banques régionales se développent dans les zones économiques où elles font défaut. Elles doivent être en mesure sinon d'exercer toujours le rôle de prêteur en dernier ressort du moins d'en constituer un support éventuel et d'être des interlocuteurs crédibles des banques centrales des pays développés.

En outre, la coordination entre les grandes banques centrales doit être renforcée pour traiter de façon harmonieuse leurs interventions au titre de prêteur en dernier ressort.

C'est d'ailleurs un modèle de ce type qui est implicitement retenu dans le cadre du système européen de banques centrales (SEBC). En son sein, les refinancements restent en pratique à la charge des banques centrales nationales mais la Banque centrale européenne dispose d'un droit de regard général sur l'activité des banques nationales et il existe au sein du SEBC des accords de liquidité susceptibles d'être mobilisés le cas échéant.

Ainsi, et même si la BCE ne s'est pas vue explicitement confier le rôle de prêteur en dernier ressort dans la zone euro, cette solution apparaît d'abord conforme au principe de subsidiarité. En outre, contrairement aux critiques qu'elle a suscitées en particulier de la part des économistes du FMI, cette solution paraît compatible avec les exigences de régulation en Europe. La probabilité d'y voir une banque centrale nationale hors d'état de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort est faible ; le SEBC semble avoir mis en place les instruments que pourrait réclamer une crise d'une ampleur particulière. Enfin, l'imprécision qui caractérise cette organisation est conforme au principe « *d'ambiguïté constructive* » par les incertitudes qu'elle laisse planer sur le principe même d'une intervention en permettant de limiter le risque d'irresponsabilité né du sentiment de l'existence de l'intervention garantie d'un assureur des risques.

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

La seconde question qui ne peut être éludée consiste à s'interroger sur la compatibilité d'un système décentralisé de prêteur en dernier

ressort avec l'existence d'une communauté d'intérêts dans le domaine monétaire. Cette question revêt une particulière importance dans le cadre des zones monétaires unifiées. En leur sein, l'intervention d'un prêteur en dernier ressort est susceptible d'exercer des effets contradictoires avec l'objectif de stabilité monétaire. La situation de la zone euro illustre un éventuel conflit entre les décisions monétaires prises par l'organe central (la BCE) et les interventions comme prêteur en dernier ressort des organes décentralisés (les banques centrales nationales).

La perspective d'un tel conflit et les voies de sa résolution ne sont pas éludées par le traité d'Union monétaire puisque les activités des banques centrales nationales ne doivent pas nuire aux objectifs et aux missions du SEBC où la BCE exerce la responsabilité de la définition de la politique monétaire. C'est sur ces bases que les autorités monétaires en Europe pourraient assurer, de façon pragmatique, la conciliation des initiatives de secours d'urgence et des objectifs de la politique monétaire unique.

Cette architecture, il faut l'admettre, ne se retrouve pas en l'état au niveau international. Cependant il est loisible et souhaitable d'aborder cet aspect du problème dans les enceintes internationales de concertation.

3. Comment doit être exercé le rôle de prêteur en dernier ressort ?

Une recommandation préalable ressort de l'expérience des crises : la nécessité d'interventions rapides doit être affirmée avec force. Mais une autre considération est essentielle.

Le constat de l'existence d'un risque d'irresponsabilité associé aux interventions des prêteurs en dernier ressort appelle à une réflexion sur les moyens de réduire ce risque. Ce dernier, soulignons-le n'est pas l'apanage du secteur privé ; il concerne aussi les États pour lesquels la perspective d'un secours extérieur peut agir comme un dangereux lénifiant.

C'est pourquoi il importe d'accoler aux interventions des prêteurs en dernier ressort un coût afin qu'elles cessent d'apparaître comme une assurance sans prime.

Cette préconisation ne signifie pas que ce type de prêts soit assorti systématiquement d'un taux de pénalité. Cela est parfois recommandé comme étant de nature à prévenir un recours abusif à la monnaie de la banque centrale lorsque le marché serait capable, mais à un taux plus élevé, de refinancer l'établissement défaillant. Dans les faits, de nombreux prêts de secours sont attribués sans application d'un taux de pénalité. Cet usage s'explique par des

considérations pratiques, infliger un taux de pénalité pouvant accroître les difficultés de l'intermédiaire secouru. En la matière, tout esprit de système doit être exclu, tout étant du domaine des cas d'espèces.

Il faut en revanche systématiquement rechercher quelles conditionnalités s'imposent dans le cadre des interventions de secours. Il peut s'agir d'un changement des dirigeants - solution envisageable dans les prêts au secteur privé mais évidemment non-mobilisable lorsqu'il s'agit du secteur public - voire d'un retrait d'agrément. Il peut être nécessaire de resserrer les exigences de couverture en capital imposées à l'établissement ou encore d'élever les provisions passées par lui. Une large gamme de conditions peuvent être envisagées. Elles doivent l'être au coup par coup. Mais il faut faire plus.

Il est important et souhaitable que les prêteurs en dernier ressort, et en particulier les banques centrales, définissent explicitement en commun, le prix de leurs éventuelles interventions. Cette déclaration commune serait en soi une manière de réduire le risque moral.

D'autres voies doivent être explorées.

Un sujet mérite de ce point de vue une attention particulière : celui de l'association des intérêts privés à la résolution des crises de liquidité. Ce thème a été développé depuis les crises asiatiques pour une raison évidente : ces crises ont principalement concerné des agents privés. Il a fait l'objet d'une déclaration lors du sommet du Conseil européen de Cologne en juin 1999. *« Pour le Conseil européen, il est particulièrement important d'associer davantage le secteur privé à la prévention et au règlement des crises financières. A cet égard, il insiste sur la nécessité d'intensifier les travaux visant à fixer des règles plus efficaces pour la participation du secteur privé à la prise en charge du coût des turbulences sur les marchés financiers ».*

C'est une même approche qui a été suivie par le G 10 lors de sa réunion de Washington en septembre 1999 où furent réaffirmés *« les principes selon lesquels les débiteurs doivent honorer leurs obligations et contrats et qu'aucune catégorie de créanciers privés ne doit être considérée comme privilégiée par rapport à d'autres ».* Un appel a été lancé à cette occasion pour l'intensification du dialogue entre créanciers et débiteurs ainsi que pour l'extension du recours aux clauses d'action collective dans les émissions obligataires privées ou émanant d'emprunteurs souverains.

En l'état, ce qui est en discussion est essentiellement relatif à l'introduction de modalités juridiques et pratiques permettant de restructurer les dettes obligataires privées. Tout part du constat, plus ou moins strictement fondé, qu'à l'occasion des crises les interventions de secours des prêteurs en

dernier ressort permettraient d'acquitter les dettes obligataires privées. L'inclusion de clauses de restructuration des dettes privées dans toutes les émissions où elle pourrait sembler nécessaire serait ainsi censée :

- résoudre les problèmes d'aléa moral que pose l'intervention massive des institutions financières internationales ;

- assurer la comparabilité de traitement entre créanciers publics et privés ainsi qu'entre les créanciers privés eux-mêmes ;

- inciter les prêteurs et les investisseurs à une meilleure évaluation des risques associés à leurs opérations sur les marchés émergents.

La poursuite de tels objectifs apparaît souhaitable. Il convient cependant d'ajouter une observation.

Si la participation des porteurs d'obligations au traitement des crises doit être mieux établie, il faut veiller aussi à ce que les banques créditrices et les actionnaires y soient également associés. C'est souvent le cas pour les banques qui se trouvent « collées » au moment où survient la crise mais il est souhaitable de réfléchir à la situation de celles dont les désengagements plus précoces leur permettent sans doute d'y échapper mais peuvent avoir une responsabilité de premier rang dans les processus de crise. Il y a là un thème de réflexion à approfondir.

CONCLUSION

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

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

Le groupe de travail a retenu cinq grands axes de réformes du système financier et monétaire international, qui répondent à des objectifs d'efficacité et de transparence, mais également de justice et de solidarité. En effet, l'instabilité du système international fragilise les pays et les populations les plus démunis et conduit les acteurs mondiaux à considérer avec un regard nouveau la question du développement.

Les organisations internationales doivent mener une action plus efficace et coordonnée, mais également davantage en prise avec les réalités régionales et nationales. La question de l'annulation de la dette doit être traitée dans cet esprit. L'aléa de moralité qui caractérise les crises financières doit être pris en compte et l'instauration d'un prêteur en dernier ressort doit permettre d'établir un partage du coût équitable entre les acteurs. La question du contrôle est essentielle afin d'encadrer de manière efficace les acteurs des marchés financiers. Le développement d'une transparence organisée doit, en limitant la dissimulation à laquelle chaque acteur peut trouver un intérêt, et en améliorant l'information à la disposition de l'ensemble des acteurs, accroître la rationalité des marchés en réduisant le champ des fantasmes amplifiés par les « esprits animaux » des acteurs financiers. Le contrôle prudentiel interne doit être modernisé, et le contrôle externe nécessite une coordination accrue entre les organes nationaux et la mise en place d'un arbitre international. Enfin, la surveillance et l'exercice d'une contrainte envers les circuits financiers

parallèles doit être au centre de toute réforme du système financier et monétaire international, afin que le coût de la régulation ne favorise pas le développement d'une sphère financière parallèle qui constitue d'ores et déjà une atteinte considérable au pouvoir des États.

Ces propositions ne prétendent pas offrir des solutions miracles, mais souhaitent simplement nourrir un débat déjà largement engagé. Il s'agit désormais d'amorcer des réformes qui, si elles ne refont pas le monde en quelques mois, empêcheront qu'il ne se défasse en quelques jours, et ouvriront la voie à une nouvelle conception des relations financières et monétaires internationales.

RÉSUMÉ DES PROPOSITIONS

Le groupe de travail a retenu cinq grands axes de réforme du système financier et monétaire international, orientés autour des objectifs de responsabilité, d'éthique et d'efficacité :

- les organisations internationales : les rendre plus efficaces, mieux coordonnées et plus au fait des réalités nationales ; ceci recouvre aussi la question de l'annulation de la dette ;
- le contrôle prudentiel interne : l'améliorer en modernisant les outils et en accroissant les obligations d'information pesant sur les acteurs privés ;
- le contrôle externe : assurer une meilleure coordination des organes de contrôle et mettre en place un arbitre international ;
- la surveillance des circuits financiers parallèles en la plaçant au centre des projets de réformes du système financier et monétaire international ;
- la lutte contre les risques d'aléa de moralité en précisant le recours aux prêteurs en dernier ressort.

A. *RÉORGANISER LES COMPÉTENCES AU SEIN DU SYSTÈME INTERNATIONAL*

1. **Utiliser les compétences régionales au service de la régulation et de la prévention**

a) *Des réseaux implantés localement au service des institutions internationales*

- Mise en place d'un réseau entre les institutions financières internationales ;
- Création de représentations régionales du FMI.

b) La création de fonds monétaires régionaux et le développement de l'intégration monétaire régionale

- Mise en place de systèmes de surveillance et d'alerte régionaux ;
- Promotion de l'intégration monétaire régionale.

2. Clarifier les compétences du FMI et de la Banque mondiale

- Limiter le rôle du FMI aux interventions de court terme avec des conditionnalités assouplies ;
- Assurer au FMI un rôle de surveillance des risques systémiques ;
- Confier à la Banque mondiale l'ensemble des interventions à long terme dans les pays en développement ;
- Mieux contrôler l'utilisation des concours financiers accordés par les institutions internationales.

3. Donner une plus grande légitimité aux institutions de Bretton Woods

- Améliorer la représentation des pays en voie de développement au sein des organes de décision du FMI et de la Banque mondiale ;
- Associer les gouvernements à la définition des orientations stratégiques et à la prise de décision au FMI et à la Banque mondiale.

4. Promouvoir une conception globale de l'allègement de la dette

- L'allègement de la dette des pays les plus pauvres est nécessaire...
- ... sous certaines conditions : pas d'annulation à 100 %, contrôle de l'application des programmes de réformes et d'accompagnement, prise en compte des besoins d'éducation et de santé, meilleure insertion des Etats dans les transactions internationales, promotion de la sécurité juridique et financière des investissements ;
- Lier cet allègement à la réforme des institutions de Bretton Woods ;

- Prendre les mesures complémentaires nécessaires pour que l'allègement se traduise en terme de réduction de la pauvreté.

B. L'AMÉLIORATION DE L'ENVIRONNEMENT DU CONTRÔLE PRUDENTIEL EST NÉCESSAIRE

1. L'amélioration des règles prudentielles

- Mieux assurer le respect des règles établies par consensus et prévoir un ajustement de ces règles en fonction d'indicateurs de risques ;
- Revoir les exceptions accordées aux banques pour les rations de fonds propres ;
- Préciser les méthodes de notation et créer une instance de contrôle des agences de notation ;
- Étendre les recommandations prudentielles aux pratiques comptables ;
- Permettre un débat public et politique sur l'édiction des normes prudentielles à partir au sein du comité de Bâle.

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

- Une meilleure information pourrait prévenir l'amplification des déséquilibres engendrée par les marchés financiers ;
- La question de l'autorité collectrice des informations et de ses destinataires finaux demeure posée : mieux vaudrait confier cette responsabilité au FMI plutôt qu'à la BRI, et réfléchir à la création d'une agence indépendante.

C. AMELIORER L'ORGANISATION DU CONTRÔLE EXTERNE

1. Apporter une assistance aux organes de contrôle externe

- Renforcer les procédures nationales de contrôle externe ;
- Apporter une aide internationale à la mise en place de tels contrôles dans les pays en voie de développement.

2. Assurer une meilleure coordination des organes de contrôle

- Remédier aux cloisonnements nés des superpositions entre organes nationaux ;
- Promouvoir les coopérations entre organes de contrôle.

3. Créer une instance internationale d'arbitrage

- Une intervention internationale est nécessaire ;
- Résoudre le problème du contrôle des groupes multinationaux par la coopération et la désignation d'un responsable principal de la supervision ;
- Créer un système international de « supervision des superviseurs » au sein du FMI.

D. LA LUTTE CONTRE LA CRIMINALITÉ FINANCIÈRE

1. Résoudre deux questions préalables

- Qui doit décider ? Les normes pourraient être établies par l'ONU et l'OMC ; leur respect serait assuré par une procédure juridictionnelle entre Etats ;
- Quels flux retenir ? il convient de distinguer le traitement des fonds criminels de celui des fonds provenant d'une activité licite.

2. Instaurer une coopération gagnant / gagnant

- Mettre les Etats délinquants sous pression ;
- Subordonner l'aide aux Etats à des mesures de lutte contre la délinquance financière ;
- Coopérer à l'établissement de règles de conduite et à la mise en place d'organes de contrôle locaux.

3. Mettre la délinquance financière au cœur du contrôle

- Etendre les compétences de tous les régulateurs financiers à la surveillance de la délinquance financière ;
- Coordonner l'action de tous les organes de régulation.

4. France : balayer devant notre porte

- Etre à l'avant-garde de la réforme des règles prudentielles et revoir les dispositifs légaux français permettant des actions dénoncées ailleurs ;
- Accentuer la lutte contre la corruption ;
- Mieux contrôler les mouvements de capitaux transitant ou s'investissant en France ;
- Améliorer le système TRACFIN.

E. RÉDUIRE L'IRRESPONSABILITÉ DES ACTEURS : LA QUESTION DU PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT

- Un prêteur en dernier ressort international est nécessaire ;
- Réfléchir au rôle de banques régionales comme prêteurs en dernier ressort ;
- Mettre en place un système de coopération souple mais attentif entre banques centrales ;

- Définir de manière explicite le coût et les conditionnalités des interventions des prêteurs en dernier ressort ;
- Mieux associer les acteurs privés à la résolution des crises par exemple en prévoyant une clause de restructuration des dettes privées dans toutes les émissions.

CLASSIFICATION DES PROPOSITIONS PAR NIVEAU DE DÉCISION

Niveau de la prise de décision ou de la discussion	Mesure ou thème de réflexion identifié par le groupe de travail
Tous niveaux	<p>Prise de conscience de la nécessité du respect des normes prudentielles internationales</p> <p>Lutte contre les perturbations induites par les flux financiers délinquants par un maillage serré de tous les régulateurs nationaux et internationaux</p>
Institutions de Bretton Woods (FMI, Banque mondiale)	<p>Clarifier la répartition des compétences (au FMI le court terme et le risque systémique, à la Banque mondiale le long terme)</p> <p>Promouvoir la coopération en cas d'intervention sur un même pays : diagnostic commun, représentation permanente commune, conditionnalités communes</p> <p>Assurer une meilleure représentation des pays en voie de développement</p> <p>Promouvoir une initiative globale de traitement de la dette conçue sous des conditions strictes permettant une véritable réduction de la pauvreté</p> <p>Renforcer les contrôles sur l'utilisation des concours alloués</p>
Fonds monétaire international	<p>Apporter des concours financiers à court terme avec des conditionnalités limitées</p> <p>Prévenir les risques systémiques</p> <p>Devenir un arbitre international du système prudentiel</p> <p>Collecter et diffuser les informations sur les marchés</p>

	<p>Instance de contrôle des agences de notation</p> <p>Coordination avec une architecture de systèmes régionaux de banques centrales ou de fonds monétaires régionaux pour les aspects prudentiels</p> <p>Promouvoir la stabilité monétaire régionale</p> <p>Surveiller la délinquance financière et coordonner les organes de régulation oeuvrant en la matière</p> <p>Améliorer la représentativité et la légitimité (<i>accountability</i>) de l'institution</p>
<p>Banque mondiale</p>	<p>Apporter des financements à long terme en faveur du développement : prêts et dons</p> <p>Concevoir les programmes globaux de développement et de réformes structurelles</p> <p>Prendre en compte la composante sociale</p> <p>Favoriser l'insertion sur les marchés internationaux de biens et de capitaux des pays en développement</p> <p>Améliorer la représentativité et la légitimité (<i>accountability</i>) de l'institution</p>
<p>Banques régionales de développement</p>	<p>Aider la Banque mondiale et le FMI dans le diagnostic de la situation des pays où elles sont présentes</p> <p>Mobiliser les financements pour les investissements structurants au plan régional (exemple des infrastructures de transport entre plusieurs pays)</p> <p>Instance de concertation pour les pays bénéficiaires</p> <p>Système d'alerte régional en cas d'absence de regroupement des autorités monétaires de la zone</p>

Banque des règlements internationaux	<p>Elaboration des normes prudentielles et bancaires au plan technique entre professionnels</p> <p>Réflexion sur l'amélioration de la sécurité technique des marchés</p> <p>Elaboration des normes d'information en vue des statistiques bancaires et financières</p> <p>Coordination des règles prudentielles en matière de marchés financiers, bancaires, d'assurance et de comptabilité</p> <p>Soutien au développement et à la mise en place d'organes de contrôle dans les pays qui en sont dépourvus</p>
ONU	<p>Concertation internationale sur la lutte contre les flux financiers d'origine criminelle</p> <p>Dénonciation des pays les moins coopératifs en la matière</p>
OMC	<p>Elaboration de règles de conduite en vue de discipliner les centres <i>offshore</i></p> <p>Mise en œuvre de procédures juridictionnelles entre Etats</p> <p>Etablissement de listes de pays accueillant une délinquance financière (blanchiment, corruption), avec une classification susceptible d'être prise en compte par les régulateurs internationaux</p>
G 7	<p>Concertation sur la lutte contre les flux financiers criminels</p> <p>Concertation sur l'identification des prêteurs en dernier ressort ainsi que leurs interventions</p> <p>Elaboration d'un consensus sur les règles de nature à encadrer l'utilisation des instruments financiers les plus volatils</p>

Union européenne	Coordination des propositions en matière de réforme du système financier et monétaire international Harmonisation des règles prudentielles en Europe Législation pour résoudre le problème des zones européennes accueillant la délinquance financière
Banque centrale européenne	Evaluation des contrôleurs nationaux (BCE) Rôle de prêteur en dernier ressort pour les sinistres pour lesquels l'intervention des banques centrales ne serait pas adaptée (BCE) Participation de la BCE aux nouvelles fonctions du FMI
France	Accentuation de la lutte contre la corruption Révision des dispositifs légaux permettant l'évasion fiscale sur des territoires à souveraineté française Amélioration du contrôle sur les flux financiers transitant par la France Modernisation de TRACFIN Organisation d'un débat parlementaire sur les normes prudentielles

EXAMEN EN COMMISSION

Réunie le mercredi 22 mars 2000, sous la présidence de M. Alain Lambert, président, la commission a procédé à l'**examen des conclusions du groupe de travail** sur la **régulation financière et monétaire internationale**, sur le rapport de **M. Philippe Marini, rapporteur, président du groupe de travail**.

Après avoir remercié l'ensemble des membres du groupe de travail, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a rappelé que sa constitution avait été décidée à la suite des crises internationales de 1997 et 1998. Il a alors indiqué que la régulation se situait dans l'esprit du groupe entre la réglementation au sens strict du terme et le libre jeu des marchés, et qu'elle était apparue comme devant être sérieusement renforcée.

Il a indiqué que le rapport suivait une démarche ordonnée en trois étapes, répondant d'abord à la question de savoir pourquoi réguler, examinant ensuite les dispositifs actuels de régulation et se penchant enfin sur les propositions susceptibles d'améliorer la situation. Il a observé, à ce sujet, que les suggestions du groupe de travail visaient notamment à orienter les positions que peuvent être appelés à prendre nos représentants dans les diverses instances internationales.

M. Philippe Marini a ensuite développé le contenu du premier chapitre du rapport, consacré à démontrer la nécessité d'une régulation des flux monétaires et financiers internationaux.

Il a fait valoir que la mondialisation financière, si elle avait des effets bénéfiques en favorisant le développement économique mondial, pouvait présenter des aspects négatifs, en facilitant l'essor des circuits financiers criminels et en exposant l'économie mondiale à des déséquilibres systémiques. A ce propos, il a insisté sur l'impact, particulièrement défavorable, de crises sur les pays pauvres et a relevé qu'au sein des pays développés, l'Europe et le Japon en avaient subi le contrecoup, tandis que les Etats-Unis semblaient en avoir tiré un certain parti.

Il a alors jugé que la prévention de ces déséquilibres ne pouvait être atteinte à travers un retour au système monétaire international de Bretton Woods, non plus que par l'instauration systématique de régimes de change plus rigides.

Il a émis un jugement analogue s'agissant de solutions globales, telle la « taxe Tobin » ou l'instauration d'une monnaie mondiale.

Détaillant le chapitre deuxième du rapport consacré à l'examen des modalités actuelles de la régulation, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a indiqué qu'il s'agissait d'abord d'examiner le rôle des grandes institutions financières internationales. Pour le fonds monétaire international (FMI), il a souligné que face à des attentes excessivement ambitieuses et contradictoires, l'institution était contrainte par les limites et l'ambiguïté de son rôle propre. Evoquant l'action de la Banque mondiale, il a tout particulièrement souligné les défauts de coordination de ses interventions avec celles du FMI. Enfin, mentionnant la Banque des règlements internationaux (BRI), il a observé que sa fonction, bien que fondamentale, était naturellement limitée par la composition de ses membres.

M. Philippe Marini, rapporteur, a complété son exposé du chapitre deuxième du rapport en indiquant qu'il était enfin consacré à cerner les limites de la supervision financière et bancaire.

Il a souligné, à ce propos, que la défaillance dans la maîtrise des risques pris par les acteurs du marché avait été à l'origine des crises les plus récentes. Puis il a remarqué que cette situation traduisait tout à la fois une insuffisante autodiscipline des acteurs alimentée par le risque d'irresponsabilité, les insuffisances des règles prudentielles, telles que le ratio Cooke, comme du contrôle de leur application, et l'existence de « trous noirs » dans le système financier international, comme certains centres *offshore*.

Abordant les propositions du groupe de travail, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a commencé par un recensement des travaux existants sur le même sujet. Il a ainsi présenté rapidement les propositions du Gouvernement français sur la représentativité des organes de direction des institutions de Bretton Woods, le dernier rapport du Congrès américain, les réflexions engagées par le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale sur leur fonctionnement interne et leur coordination, les propositions au G7, du Forum de stabilité financière, les travaux engagés par plusieurs groupes d'entreprises privées aux Etats-Unis, et les nombreuses initiatives en matière d'annulation de la dette des pays en voie de développement.

Il a organisé les propositions du groupe de travail autour de cinq principaux points : l'architecture institutionnelle, le contrôle prudentiel interne, le contrôle externe, la lutte contre la délinquance financière et la réduction de l'irresponsabilité des agents.

Tout d'abord, le groupe de travail souhaite une réorganisation des compétences au sein du système financier international. Il préconise ainsi de

développer les compétences régionales sur le modèle européen (banque centrale européenne) et autour de l'idée japonaise d'un fonds monétaire asiatique : il s'agit d'asseoir la prévention et la régulation sur des relais régionaux avec des zones de stabilité monétaire et des enceintes de surveillance prudentielle au même échelon. Il convient également de clarifier les relations entre le FMI et la Banque mondiale. Le rapporteur a estimé que le FMI devrait se voir confier des missions de court terme visant au rééquilibrage de la balance des paiements des Etats, ainsi que le rôle de clé de voûte de l'ensemble du système prudentiel international. Il a considéré que, parallèlement, la Banque mondiale devrait s'attacher à des actions de long terme, au financement structurel des économies en voie de développement et à la mise en place des indispensables filets de protection sociale. Enfin, le groupe de travail s'est prononcé pour une annulation, sous conditions, de la dette des pays les plus pauvres, en précisant que cette annulation ne saurait être séparée de la réforme globale du système monétaire et financier international.

M. Philippe Marini, rapporteur, a ensuite exposé ses propositions s'agissant du système prudentiel. Il a estimé qu'il convenait d'abord d'améliorer la qualité des normes internationales et leur respect. Il s'agit ensuite d'assurer la circulation et la transparence de l'information sur les marchés, en distinguant les deux niveaux de responsabilité que sont l'élaboration des concepts techniques, qui revient à la BRI, et la responsabilité politique de la surveillance, qui incombe au FMI et à ses relais régionaux. Il s'est enfin interrogé sur le devenir des agences de notation, estimant que le cadre de leur travail mériterait d'être plus régulé et plus homogène, ce qui passe probablement par l'intervention d'un arbitre international situé au niveau du FMI.

Puis le groupe de travail a formulé trois principales propositions en matière d'organisation du contrôle externe : il s'agit d'apporter une assistance aux organes chargés de ce contrôle, notamment dans les pays en voie de développement qui en sont dépourvus, d'assurer une meilleure coordination des interventions des organes de contrôle et enfin, de créer une instance internationale d'arbitrage, probablement placée au sein du FMI.

Le rapporteur a voulu développer, en quatrième point, la nécessité de lutter contre la criminalité financière (corruption, blanchiment). Se demandant quel niveau de décision serait le plus opérationnel en la matière, il a estimé que ce rôle pourrait revenir à l'Organisation des Nations unies et à l'Organisation mondiale du commerce. Il a distingué le traitement des fonds provenant d'une activité licite, mais replacés offshore, de celui des fonds criminels. De ce point de vue, il a considéré qu'il convenait de coopérer à l'établissement de règles de conduite et à la mise en place d'organes de contrôle propres à mettre sous pression les Etats ou territoires délinquants.

Enfin, il a proposé l'établissement d'une classification des zones offshore allant des plus opaques à celles qui sont déjà un peu régulées. Il a conclu en estimant qu'en la matière, la France devait encore travailler avant de se poser en donneuse de leçons.

Enfin, le rapporteur a abordé la question de l'irresponsabilité des acteurs et de l'aléa moral que représentent les interventions des prêteurs en dernier ressort. Il a estimé qu'il était indispensable de réduire cette irresponsabilité et de réfléchir à la mise en place d'un prêteur en dernier ressort au plan international ou, au moins, de règles communes sur le coût et les conditionnalités des interventions des différents prêteurs en dernier ressort, nationaux ou régionaux.

Pour conclure, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a rappelé que M. Michel Camdessus avait déclaré à la commission des finances, en septembre 1998, que « le lâche soulagement » des marchés financiers n'avait pas fait disparaître les risques de crise.

Un large débat s'est alors ouvert.

M. Denis Badré a indiqué que les travaux du groupe avaient permis à ses membres de mieux appréhender les réalités de la mondialisation des marchés financiers. Il a souligné qu'une organisation mondiale de la finance comparable à l'OMC n'était pas justifiée. Il a constaté que l'organisation du système monétaire et financier international avait des implications politiques importantes, mais que certains sujets nécessitaient néanmoins des prises de position politiques claires, notamment le problème des paradis bancaires et fiscaux et celui du remboursement de la dette, qui pose le problème de l'aide au développement.

M. Denis Badré a rappelé l'expression de M. Michel Camdessus évoquant les « trois mains » : la main invisible du marché, la main de fer de la justice, mais également la main tendue de la solidarité. Il a également insisté sur le rôle que doit jouer l'Union européenne dans l'établissement d'un nouveau système de régulation à l'échelle internationale, et en particulier le modèle que peuvent constituer la Banque centrale européenne (BCE) et le système européen de banques centrales (SEBC).

M. Joël Bourdin a rappelé que la régulation devait résulter des ajustements naturels des marchés. Ainsi les rapports de change à long terme entre les monnaies sont-ils déterminés en fonction des taux de croissance et d'inflation de l'économie, selon la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. Il a insisté sur la nécessité de distinguer les grandes monnaies mondiales des monnaies dont la valeur est uniquement déterminée par la création monétaire des banques centrales, et dont la valeur ne représente généralement pas grand chose. Dans les pays développés, il a estimé que l'exagération des réactions

des marchés financiers ne peut être imputée qu'à l'insuffisance des informations disponibles. Pour les pays moins avancés, l'existence d'accords monétaires, tels que la zone franc, constitue une garantie de change avantageuse.

M. Jacques Chaumont a souligné que le rapport « Meltzer », commandé par le Congrès américain, s'appuyait sur l'objectif de réduction de la pauvreté et préconisait un recentrage des compétences du FMI. Compte tenu des effets négatifs des interventions du FMI sur l'environnement, les dépenses de santé et d'éducation, il a considéré que celui-ci ne devait pas être exonéré de ses responsabilités vis-à-vis des pays en voie de développement. Il s'est également interrogé sur l'organisme adapté pour jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, et les avantages respectifs des Banques centrales et du FMI en ce domaine.

M. Paul Loridant a souligné que la taxe « Tobin » sur les mouvements de capitaux constituait un élément de réflexion important, mais également un outil de régulation susceptible de provoquer des ajustements bénéfiques sur les marchés financiers. Il a rappelé que le ratio « Cooke » était devenu obsolète, et qu'un nouveau ratio mieux adapté était actuellement étudié par des techniciens. Il s'est indigné de ce qu'aucune institution démocratique ne débattre d'un tel outil, dont l'importance est fondamentale pour le fonctionnement des marchés financiers et des économies.

Il a ensuite constaté que l'existence de paradis bancaires et fiscaux constituait la preuve de l'impossibilité, pour le système financier international, de fonctionner de manière totalement régulée. Il a proposé que tous les centres *offshore* soient prohibés sur le territoire de l'Union européenne, qui doit servir de modèle pour les autres régions du monde. Il a enfin insisté sur la nécessité de confier, à une institution internationale, l'évaluation et le contrôle des agences de notation.

Mme Maryse Bergé-Lavigne a défendu la création d'une taxe sur les mouvements de capitaux, qui constituerait un signe important en faveur des victimes de la globalisation financière, et s'est interrogée, par rapport à d'autres propositions de réforme, sur sa dimension.

M. Jacques Pelletier s'est prononcé en faveur de l'effacement de la dette en faveur des pays les plus pauvres. Il a cependant rappelé que la France avait participé à quatre opérations d'effacement de la dette depuis dix ans. Il a estimé que cette constatation conduisait à s'interroger sur l'opportunité d'accorder des subventions aux pays les moins avancés, plutôt que des prêts. Il a rappelé la dégradation des relations entre le FMI et la Banque mondiale, et a souhaité que l'on profite du changement de directeur général du FMI pour recadrer l'action de l'organisation et faire progresser les positions

européennes. Il a enfin indiqué partager les vues de M. Paul Loridant sur l'interdiction des paradis bancaires au sein de l'Union européenne.

M. Maurice Blin a souligné l'impossibilité de créer une autorité internationale unique, chargée de la régulation financière. En conséquence, il a considéré qu'un réflexe commun de transparence et de coopération était nécessaire chez l'ensemble des acteurs sur les marchés financiers. Il s'est également interrogé sur les moyens techniques dont disposent les autorités publiques pour repérer les capitaux criminels. Afin d'améliorer la transparence des marchés, il s'est interrogé sur la possibilité d'existence d'une autorité qui passerait outre le secret que souhaitent maintenir certains Etats sur leurs actions et leurs moyens.

M. Alain Lambert, président, a insisté sur la portée démocratique des réflexions du groupe de travail et a souhaité que ses travaux soient l'occasion d'un dialogue avec tous ceux qui s'inquiètent des effets de la mondialisation. Il a considéré que si les autorités de marché faisaient preuve de leur capacité à s'organiser, les autorités publiques peinaient à faire de même à l'échelle internationale.

En réponse aux intervenants, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a d'abord observé que les débats de la commission confirmaient la légitimité du rapport en apportant, après l'assiduité des membres du groupe de travail, la démonstration de l'intérêt du politique pour des sujets fréquemment confisqués en Europe par les techniciens. Il a souligné que cette situation tranchait avec celle observée aux Etats-Unis, où le Congrès suivait de près ces sujets, et a souhaité que les travaux du groupe puissent connaître la plus large diffusion, en particulier auprès de nos partenaires européens.

Revenant sur la question des centres *offshore*, il a insisté sur la nécessité de leur appliquer des normes, sur le fondement de procédures du type de celles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Il a considéré qu'il s'agissait de rétablir, en la matière, l'Etat de droit au niveau international et que cela supposait d'entamer l'élaboration d'une convention internationale fixant des règles et ménageant les conditions permettant de garantir leur respect.

S'agissant du FMI, il a indiqué qu'on ne pourrait se passer d'un tel organisme que dans le cadre d'un monde idéal, où les besoins de régulation seraient absents. Il a ajouté cependant que le Fonds devait évoluer vers des missions plus précisément définies.

Généralisant cette dernière observation, il a insisté sur les enjeux d'une clarification des responsabilités de chacun des niveaux et des acteurs de la régulation.

Il a alors observé que la prohibition des centres *offshore* sur le territoire de l'Union européenne supposerait sans doute d'introduire une modification des règles de vote au sein des instances européennes, allant dans le sens d'un fédéralisme approfondi. Il s'est alors demandé si telle était bien l'intention de chacun des commissaires et, en particulier, de ceux qui pouvaient souhaiter une telle mesure.

Il a enfin admis que l'humilité était de mise face à l'ensemble des sujets abordés par le groupe de travail, en soulignant que les propositions du groupe, contrairement à d'autres, ne relevaient pas d'une démarche utopique, puisqu'elles s'appuyaient sur une prise de conscience collective, illustrée notamment par les profondes évolutions observées au Japon, sur des réflexions préexistantes.

La commission a alors **pris acte des conclusions de son rapporteur et en a décidé la publication sous forme d'un rapport d'information.**

CONTRIBUTIONS
DE CERTAINS MEMBRES DE LA COMMISSION

Contribution de Paul Loridant, sénateur de l'Essonne

La régulation monétaire et financière internationale devient de l'aveu même des acteurs une absolue nécessité dès lors que des crises financières mettent régulièrement en péril l'équilibre mondial qui repose sur un partage inégal. Les analyses et les propositions du présent rapport se situent dans la perspective d'un aménagement du système financier actuel avec quelques timides orientations d'un rééquilibrage vers un monde multipolaire.

En ce sens, le rejet *a priori* d'un instrument de type « taxe Tobin » - dont les partisans eux-mêmes mesurent la complexité d'une mise en œuvre - participe du principe d'aménagement et de non remise en cause du système financier international. L'auteur de la présente contribution regrette que l'étude des modalités de la mise en œuvre d'une telle taxe n'ait pas été examinée.

Il tient par ailleurs à rappeler que le ratio Cooke, instrument de régulation dont aujourd'hui presque tout le monde s'accorde pour dire qu'il est dépassé parce que trop global et fruste, n'a jamais fait l'objet d'une approbation formelle par des instances démocratiques de type parlementaire, si ce n'est par le biais indirect de son introduction dans des « lois bancaires » y faisant référence.

Son remplacement annoncé et préparé à la BRI par un instrument multicritères plus affiné va, à n'en pas douter, complexifier encore plus le système de régulation et donc accentuer son caractère technocratique. Faut-il pour autant qu'une nouvelle fois les autorités monétaires et financières s'affranchissent d'un débat démocratique ?

Le rapport dresse pour la première fois une diversification intéressante des différents centres financiers *offshore* existant de par le monde. L'auteur de cette contribution préconise que dans le territoire de l'Union européenne soit totalement proscrite l'existence de tels centres pour être en état de prôner leur suppression dans le monde. Outre l'harmonisation intraeuropéenne devenue chaque jour plus indispensable pour des raisons de loyauté de concurrence, cette position du groupe de travail aurait eu le mérite de la clarté et de la vertu.

Enfin, l'élaboration de nouvelles normes de régulation a pour corollaire le renforcement du rôle des agences internationales de notation, au demeurant le plus souvent d'inspiration anglo-saxonne. Or ces agences ne sont pas elles-mêmes exemptes d'erreurs d'analyse ou de jugement. Leurs appréciations ont un rôle déterminant sur le comportement des acteurs des marchés. Il conviendrait donc de mettre sur pied une autorité, réellement multipolaire, apte à « noter des notateurs ».

**Contribution de Marc Massion, sénateur de Seine-Maritime, et
Michel Charasse, sénateur du Puy-de-Dôme**

1. Fonds monétaires régionaux

La coopération monétaire régionale doit être encouragée mais elle doit s'inscrire dans le système de Bretton-Woods et non le concurrencer.

C'est l'exemple européen avec une intégration monétaire poussée à son terme avec dans le même temps un fort soutien au FMI et à son rôle sur la scène financière internationale.

Il paraît donc souhaitable d'affirmer que « la coopération économique et monétaire au niveau régional permet d'assurer une entraide entre pays voisins ainsi qu'une meilleure surveillance à la fois régionale (interne) et nationale (par le FMI notamment) mais cette coopération doit s'intégrer harmonieusement dans le système de Bretton-Woods et non chercher à le concurrencer ».

2. Clarification des compétences du FMI et de la Banque mondiale

L'idée de laisser les pays pauvres dépendre uniquement de la Banque mondiale va à l'encontre de ce qui a été fait depuis des années en matière de renforcement de la stabilité macro-économique des pays pauvres. **Les institutions, en vertu du principe d'universalité, ne doivent pas être spécialisées par pays, mais par outil et/ou par métier.**

L'écueil de cette division du travail par pays (qui est celle qui sous-tend l'essentiel du rapport Meltzer) est que, en laissant les pays pauvres à la Banque mondiale qui n'a ni pour mission ni pour compétence de promouvoir la stabilité macro-économique (monétaire, budgétaire et de changes), on abandonne tout conditionnalité de ce type pour ces pays. Or, les pays les plus pauvres et ceux de la « tranche intermédiaire » (c'est-à-dire ceux qui ont un début d'accès coûteux, limité et instable aux financements privés), bénéficient actuellement via le FMI de deux facilités spécifiques (la facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance -FRCP- et la facilité de crédit élargie -EFF) qui permettent de promouvoir sur le moyen-long terme, justement grâce à un cadre macro-économique stable, les réformes essentielles.

Ces pays ont en effet en général des problèmes institutionnels profonds, liés au manque de capacités de l'Etat, à la corruption et à l'instabilité politique. Le rôle du FMI est donc ici central (les responsables de la Banque mondiale le reconnaissent d'ailleurs eux-mêmes).

ANNEXES

AUDITIONS ET MISSIONS EFFECTUÉES PAR LE GROUPE DE TRAVAIL

		Personnalités auditionnées à Paris	<u>Page</u>
Jeudi 1^{er} avril 1999		M. Christian de BOISSIEU , directeur scientifique au Centre d'observation économique de la chambre de commerce et d'industrie de Paris.....	2
Mercredi 7 avril 1999		M. Henri GUAINO , ancien commissaire au Plan	5
		M. Jean LEMIERRE , directeur du Trésor	8
Mercredi 14 avril 1999		M. Jean-Paul BETBEZE , directeur des études économiques et financières du Crédit Lyonnais	11
		M. Jean-Claude FAURE , président du comité d'aide au développement de l'OCDE	14
Mercredi 21 avril 1999		M. Jean-Pierre LANDAU , professeur à l'Institut d'études politiques de Paris.....	17
		M. Patrick ARTUS , directeur des études économiques de la Caisse des Dépôts et consignations.....	22
Mercredi 23 juin 1999		M. Jérôme MONOD , président du Conseil de surveillance de Suez-Lyonnaise des eaux	25
		M. Gérard PFAUWADEL , ancien président directeur général de Matif SA	32
Mercredi 30 juin 1999		M. Jean-François STOLL , directeur des relations économiques extérieures (DREE) au ministère de l'économie, des finances et de l'industrie	35
Mercredi 7 juillet 1999		M. Hervé HANNOUN , sous-gouverneur de la Banque de France	39
Jeudi 7 octobre 1999		M. Edouard BRAINE , ministre plénipotentiaire, ancien ambassadeur de France en Malaisie	43
		M. Michel DEBACQ , conseiller technique du Garde des Sceaux	46

		Personnalités auditionnées à Paris	<u>Page</u>
Jeudi 1^{er} avril 1999		M. Christian de BOISSIEU , directeur scientifique au Centre d'observation économique de la chambre de commerce et d'industrie de Paris.....	2
Mercredi 7 avril 1999		M. Henri GUAINO , ancien commissaire au Plan.....	5
		M. Jean LEMIERRE , directeur du Trésor.....	8
Mercredi 14 avril 1999		M. Jean-Paul BETBEZE , directeur des études économiques et financières du Crédit Lyonnais.....	11
		M. Jean-Claude FAURE , président du comité d'aide au développement de l'OCDE.....	14
Mercredi 21 avril 1999		M. Jean-Pierre LANDAU , professeur à l'Institut d'études politiques de Paris.....	17
		M. Patrick ARTUS , directeur des études économiques de la Caisse des Dépôts et consignations.....	22
Mercredi 23 juin 1999		M. Jérôme MONOD , président du Conseil de surveillance de Suez-Lyonnaise des eaux.....	25
		M. Gérard PFAUWADEL , ancien président directeur général de Matif SA.....	32
Mercredi 30 juin 1999		M. Jean-François STOLL , directeur des relations économiques extérieures (DREE) au ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.....	35
Jeudi 20 janvier 2000		M. Jean-Louis FORT , secrétaire général de la commission bancaire	
		M. Jacques FOURNIER , directeur du contrôle des établissements de crédit et	
		M. Fernandez BELLO , chef du service des études juridiques	
		A la demande des intéressés, le compte rendu de cette audition ne fait pas l'objet d'une publication	

Missions effectuées

17 au 20 mai 1999	Mission aux Etats-Unis.....	49
10 juin 1999	Mission à Bâle.....	90
5 juillet 1999	Mission à Francfort.....	97
12 juillet 1999	Mission à Abidjan.....	103
3 au 6 octobre 1999	Mission à Tokyo.....	118

25 octobre 1999

Mission à Bruxelles 143

Comptes-rendus des missions à l'étranger

La plupart des entretiens ayant eu lieu lors des discussions à l'étranger, souvent tenus dans une autre langue que le français, n'ont pas fait l'objet d'une validation de la part des interlocuteurs du groupe de travail⁵⁵.

Ces comptes-rendus sont les conclusions tirées par votre rapporteur de ces entretiens. Ils n'engagent pas les personnes auditionnées.

⁵⁵ A l'exception de MM. Tietmeyer et Padoa-Schioppa.

PERSONNALITÉS AUDITIONNÉES À PARIS

**Audition de M. Christian de Boissieu, Professeur à Paris I,
Directeur scientifique au Centre d'observation économique
de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris**

(Jeudi 1^{er} avril 1999)

M. Christian de Boissieu a tout d'abord présenté les quatre points à ses yeux essentiels au sujet de la régulation financière et monétaire internationale : le processus de libéralisation financière, les leçons à tirer du régime des changes dans les pays en développement, la transparence de l'information, notamment dans les marchés dérivés, et enfin, l'articulation des interventions des organismes internationaux de régulation.

Évoquant le premier point, **M. Christian de Boissieu** s'est ému du rétablissement du contrôle des changes dans de nombreux pays tels la Russie, la Malaisie ou encore Hong-Kong. Il a estimé qu'une telle situation, si elle s'étendait à d'autres pays, conduirait à un retour du protectionnisme économique. Il a par ailleurs remarqué que l'usage généralisé de moyens de communication - en particulier l'Internet- rendait inefficace ce type de barrière.

Abordant ensuite le principe d'une taxe généralisée sur les mouvements de capitaux, dite « taxe Tobin » (du nom du Prix Nobel d'Economie, James Tobin), il a considéré qu'il serait impossible de l'appliquer universellement : inévitablement certains pays n'adhéreraient pas à une telle convention et constitueraient de ce fait des places off-shore. Il a estimé de plus que cette solution nuirait au commerce international : il est effectivement impossible de distinguer les opérations purement spéculatives des opérations financières liées au commerce mondial. En tout état de cause, un tel prélèvement serait inefficace sur le but recherché (freiner la spéculation), la taxe pouvant sans difficulté s'intégrer aux prix.

M. Christian de Boissieu a donc proposé d'accompagner la libéralisation des marchés financiers en incitant les pays émergents à instaurer

des règles prudentielles (division des risques, ratios de solvabilité...) et à les appliquer scrupuleusement.

Évoquant le deuxième point **M. Christian de Boissieu**, a décrit les crises financières récentes comme résultant d'une combinaison explosive d'un taux de change rigide devenant surévalué et d'une dette extérieure à court terme importante. Il a expliqué que les investisseurs non résidents perdant confiance dans la monnaie locale surévaluée vendent leurs titres de façon massive. Il a qualifié ce phénomène « d'anticipations autoréalisatrices » ; les opérateurs craignant des pertes de changes et en capital les provoquent par un mouvement de ventes. En Russie, cette situation a provoqué de lourdes pertes pour les banques qui avaient placé les dépôts en GKO. Il a suggéré d'appliquer un régime de change plus flexible en évitant le piège d'une trop forte rigidité qui aurait pour effet de rétablir une sorte d'étalon-or. Il s'est déclaré favorable au principe de zones cibles (« target zones ») appliquées aux pays émergents. Il a toutefois reconnu que ce conseil serait plus crédible si les pays du G7 donnaient l'exemple en adoptant un tel système pour leur propre régime de change.

Abordant le troisième point de son exposé **M. Christian de Boissieu** a évoqué la crise du fonds Long Term Capital Management (LTCM) qui a eu lieu aux Etats-Unis, et les hedge funds (fonds à fort effet de levier) en général. Il a prôné un accroissement du contrôle prudentiel des institutions qui font crédit à ces fonds. Il a ensuite décrit les trois types de marchés « dérivés » que comptent actuellement les places financières : les marchés organisés type Matif, les marchés de gré à gré, les plus dangereux car les plus concentrés et les moins sécurisés, et les marchés de gré à gré avec chambre de compensation privée où se développe un système d'autorégulation privé. Il est nécessaire de développer la connaissance des engagements de chacun par des systèmes d'information adaptés. **M. Christian de Boissieu** a, à ce titre, distingué les informations apportées aux autorités prudentielles de celles livrées aux marchés, qui se doivent d'être moins fréquentes et parfois moins détaillées.

M. Christian de Boissieu s'est enfin expliqué sur le quatrième point. Il a plaidé pour un rapprochement des activités du Fonds monétaire international (FMI), des banques centrales, de la Banque mondiale et de la Banque des règlements internationaux (BRI). Il s'est élevé contre l'idée actuellement défendue par plusieurs pays dont la France, d'offrir plus de pouvoir politique et de ressources financières au FMI. Il a objecté que cette institution avait fait preuve de myopie au cours des récentes crises et qu'elle devrait se recentrer sur l'objectif qu'il lui était dévolu au moment de sa création, c'est-à-dire le financement des crises de paiement à court terme. Il a observé que le FMI impulsait des politiques structurelles, ce qui est du ressort de la Banque mondiale. Pour ce qui est de la supervision bancaire, il a remarqué que la BRI était compétente mais que le FMI détenait les crédits

nécessaires pour fixer des conditions macro-économiques (la fameuse "conditionnalité"). D'où l'idée d'interventions conjointes FMI/Banque mondiale/BRI.

Il a enfin remarqué que le prêteur en dernier ressort, au plan international, reste la Réserve fédérale américaine. Il a plaidé en faveur d'un accroissement du rôle de la Banque centrale européenne (BCE). Au cours des prochaines années, il sera en effet nécessaire que la BCE se positionne comme étant le prêteur en dernier ressort au sein de la zone euro.

Répondant à une question de M. Denis Badré, **M. Christian de Boissieu** a expliqué que le traité de Maastricht n'évoquait pas l'intervention de la Banque centrale européenne au cours des crises financières, mais ne l'interdisait pas. Il a expliqué qu'il existait trois types de solution aux crises de liquidité : l'appel aux actionnaires ou aux créanciers (solution retenue pour LTCM), l'action de la banque centrale, enfin l'appel aux finances publiques (solution retenue pour les crises des «savings and loans », du Crédit Lyonnais ou du système bancaire japonais). La BCE serait apte à participer à la résolution des crises au cours desquelles il est nécessaire de collecter des fonds privés ou d'injecter des liquidités et, même dans le silence des traités, le ferait probablement si nécessaire. Toutefois elle ne serait pas capable d'apporter des solutions à des crises d'origine structurelle.

En réponse à M. Jacques Chaumont il a indiqué que la conditionnalité des aides versées par le FMI devrait être rendue plus effective. Il a estimé que la Banque Mondiale, qui finance des projets et des programmes, était mieux à même de vérifier l'effet de ses financements que le FMI, dont les conditions d'intervention s'expriment principalement en termes d'agrégats macro-économiques.

M. Maurice Blin s'est interrogé sur les moyens mis à la disposition des organismes internationaux en matière de contrôle de la situation économique de certains pays asiatiques, où les traditions ne servent pas toujours la transparence. Il a également évoqué l'instauration d'une sorte d'économie virtuelle, liée aux produits dérivés.

M. Christian de Boissieu a rappelé que, petit à petit, les pays émergents rejoignent la BRI, qui, en matière de diagnostic, est une institution très sûre. Mais il a déploré la persistance de certaines pratiques telle que l'autorisation faite aux banques japonaises de comptabiliser dans leurs fonds propres leurs plus-values sur actions. Il a plaidé pour une meilleure surveillance des ratios bancaires applicables aux produits dérivés, afin de rendre ce marché moins dangereux. Il a estimé seulement possible de réguler la croissance de ce marché.

Audition de M. Henri Guaino, ancien commissaire au plan

(Mercredi 7 avril 1999)

M. Henri Guaino a tout d'abord évoqué le vieillissement des institutions de Bretton-Woods et en particulier le problème posé par l'évolution des actions du Fonds Monétaire International (FMI). Créé dans le but de réguler le système de changes fixes de l'après guerre, il devenu aujourd'hui un instrument de régulation financière et d'aide aux pays en voie de développement et aux pays en transition. Deux difficultés naissent de cette situation : d'une part, le FMI n'a pas les moyens de sa mission actuelle et d'autre part, il apparaît que la Banque mondiale et le FMI se font concurrence. **M. Henri Guaino** a jugé le bilan du FMI catastrophique. Les ajustements structurels qu'il a imposé ont été le plus souvent contre-productifs. Il a estimé que cette organisation n'avait ni les moyens ni les pouvoirs d'être un véritable régulateur financier international.

Abordant le sujet de la zone euro, il a regretté qu'aucune disposition ne soit prévue en cas de crise d'un système financier national. Il a rappelé à cet égard la grande fragilité du système bancaire français.

M. Henri Guaino, a ensuite livré son analyse sur la globalisation financière. D'une part, « l'actionnaire ne prend plus le risque de l'actionnaire » : le souci du rendement des capitaux financiers à court terme l'emporte sur celui du développement des entreprises à long terme. Cette situation constitue une dérive du système capitaliste. D'autre part, les places financières dominent l'économie de production. La spéculation ne peut avoir un rôle bénéfique, en rendant le marché plus liquide et en stabilisant les cours, que si les spéculateurs gagnent de l'argent. Mais elle ne joue plus ce rôle lorsque les spéculateurs jouent avec l'argent des autres. La collectivisation de l'épargne et son regroupement en quelques mains constitue un risque très important pour l'équilibre des marchés. Les gestionnaires de fonds sont jugés sur des performances relatives ce qui provoque des comportements suivistes et une forme de mimétisme qui amplifient les fluctuations du marché. Il n'y a plus de mécanisme de rappel sur le marché. L'intervention des pouvoirs publics dans ce domaine ne fait qu'amplifier le phénomène, ce que les économistes appellent le « risque moral » grandit. Par exemple, l'application du ratio « Cooke » peut donner l'illusion que les banques qui le respectent sont à l'abri du risque. Mais elles peuvent placer leurs fonds propres de façon imprudente, rendant le ratio illusoire en cas de difficultés. Dans ce même état

d'esprit, les récents sauvetages effectués par les pouvoirs publics dans différentes faillites ont des effets pervers. Ce fut toujours pour des institutions de très grande taille que ces sauvetages sont intervenus. Certains acteurs sont donc tentés d'accroître leur taille au détriment de toute prudence sachant que cette taille même les protégera de la faillite. Par ailleurs lors des crises de marché, l'État injecte massivement des liquidités comme ce fut le cas en 1987. Les sanctions internes au marché ont tendance à s'amenuiser, les spéculateurs prennent de plus en plus de risques et en payent de moins en moins les conséquences.

M. Henri Guaino a indiqué que le maillon faible de la chaîne est le système bancaire lui-même. Le système financier international n'est pas directement contrôlable, mais les banques qui en sont le levier indispensable par le biais du crédit le sont. **M. Henri Guaino** a plaidé pour le renforcement des contrôles prudentiels des banques, non en termes de ratios, mais en termes de qualité des portefeuilles. De toute façon, la régulation financière internationale passe nécessairement par la réglementation bancaire. Ce rôle pourrait être dévolu à la Banque des règlements internationaux (BRI).

Il a indiqué que l'idée de Maurice Allais de revenir à sur le système de cotation en continu sur les marchés organisés devrait constituer une piste de réflexion. Un retour de la cotation « au fixing » journalier pourrait être étudié pour contrecarrer les effets d'entraînement. Il s'est surtout interrogé sur la poursuite du mouvement de collectivisation de la gestion de l'épargne.

En réponse à **M. Jacques Chaumont** qui évoquait une nouvelle architecture entre le FMI, la Banque mondiale et la BRI, **M. Henri Guaino** a suggéré de revoir le mandat des groupes de travail de la BRI, et de lui donner un pouvoir plus large sur les organismes nationaux de contrôle bancaire.

A **M. Marc Massion** qui s'interrogeait sur l'avenir du FMI et la dérive de la spéculation, **M. Henri Guaino** a déclaré que le rôle véritable du FMI est de fournir des liquidités aux pays dont les monnaies ne sont pas convertibles afin de leur éviter une dette trop forte ou une politique commerciale trop agressive. Il a ajouté que les pays industriels détenaient des monnaies assez crédibles pour pouvoir se fournir à eux-mêmes les liquidités nécessaires. Il a insisté pour que l'on limite les occasions de petites spéculations, pour développer le contrôle imposé aux banques et sanctionner les spéculateurs qui ont perdu.

Tout comme **M. Maurice Blin**, il s'est inquiété du manque fréquent de perception des risques des dirigeants de grands établissements. Il a aussi souligné que les dirigeants des grandes banques aujourd'hui encore, n'étaient pas en mesure de connaître au jour le jour le risque de change et le risque de taux de leurs établissements. Il a expliqué que la croissance nord américaine avait été tirée par les marchés financiers et le dynamisme entrepreneurial, mais

aussi par une politique macro-économique (monétaire et budgétaire) volontariste, inverse à « la pensée unique » pratiquée en Europe. Toutefois, même si la croissance américaine est bien réelle, la bulle financière n'en constitue pas moins un réel danger tant la déconnexion avec l'économie réelle devient flagrante.

Audition de M. Jean Lemierre, Directeur du Trésor

(Mercredi 7 avril 1999)

M. Jean Lemierre a indiqué en préambule que les crises financières de ces derniers mois concernaient des capitaux privés. Sans remettre en cause ces flux de capitaux qui ont permis le développement des pays émergents, des aménagements s'imposent afin d'éviter de nouvelles tourmentes : les pays concernés doivent créer des institutions financières solides et mieux gérer les risques ; les prêteurs devront faire preuve de plus de prudence ; la mise en place de quelques règles de bonne conduite s'impose pour le bon fonctionnement du système financier international.

M. Jean Lemierre a ensuite abordé la question du fonctionnement des organismes internationaux. Il a estimé que les critiques adressées au fonds monétaire international (FMI) devraient être replacées dans le contexte des crises très difficiles auxquelles il avait à faire face.

Le FMI doit demeurer au cœur du dispositif d'intervention international. Mais il convient d'en renforcer la légitimité politique, ce qui est rendu nécessaire par l'influence de ses interventions sur la politique économique des pays secourus. La proposition française est de transformer le comité intérimaire en conseil des ministres.

Par ailleurs, **M. Jean Lemierre** a plaidé pour un renforcement du contrôle prudentiel des systèmes financiers des pays émergents, de l'instauration de règles prudentielles pour les fonds à fort effet de levier, et une meilleure maîtrise des mouvements de capitaux à court terme. Ces problèmes sont en cours de réflexion au sein du Comité de Bâle et du forum de stabilité, dont la création a été proposée par M. Tietmeyer, Président de la Bundesbank.

Abordant le rôle de la Banque mondiale, il a indiqué qu'elle doit prévenir les crises et veiller à l'accompagnement social des réformes de structure qu'elle impose. Son action doit être appuyée par les banques régionales de développement.

M. Jean Lemierre a estimé nécessaire de maintenir les pouvoirs et les liens existants entre les institutions de Bretton-Woods, qu'il a considérées comme plus légitimes que les groupements informels de représentants d'États. Bien entendu, notre pays participe aux consultations du groupe des 22 ou des 33 qui permettent un dialogue approfondi. Mais ces réunions doivent demeurer

des lieux d'échange et d'étude et non des lieux de décision. La France est opposée à la création d'une nouvelle institution qui chapeauterait le FMI et la Banque mondiale.

Puis **M. Jean Lemierre** a décrit les évolutions récentes des études menées par les institutions multilatérales. Le 20 février 1999, le G7 a créé un forum de stabilité (Forum « Tietmeyer »). Ses groupes de travail sont ouverts aux pays concernés par le thème étudié. Ce forum travaillera en liaison avec le FMI, la Banque mondiale, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et l'organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV). Il a pour but d'impulser des réformes du contrôle prudentiel. Par ailleurs, à la fin du mois d'avril des orientations pourraient être arrêtées lors d'une réunion du G7 et du comité intérimaire du FMI afin de procéder à une réforme de l'architecture du système financier international.

M. Jean Lemierre a ensuite abordé le problème du régime des changes des pays émergents. Un juste milieu doit être trouvé, entre le régime de changes flottants, difficile à gérer, et l'ancrage (« peg ») au dollar, difficile à soutenir durablement. Une réflexion en profondeur au niveau international est indispensable sur ce sujet. Une solution pourrait consister en une approche régionale (systèmes monétaires asiatique, ou d'Amérique Latine). Il serait utile que le FMI se approfondisse ces questions.

Enfin, le directeur du Trésor a considéré qu'il était nécessaire d'associer les créanciers privés au traitement des crises de paiement, afin de soulager les contribuables et le secteur public qui, en tout état de cause, ne peuvent tout résoudre.

En réponse à deux questions de **M. Jacques Chaumont**, **M. Jean Lemierre** a tout d'abord indiqué que la compétence en matière de règles prudentielles appartient au Comité de Bâle. Ce dernier s'ouvre à de nouveaux pays, mais l'élargissement est encore insuffisant pour impulser un mouvement de sécurisation d'ensemble du système financier international. Il a ensuite abordé le problème russe. Ce pays se trouve dans une situation critique. Il ne peut faire face à ses échéances. Il a rappelé que la France est très attachée à la transparence des banques centrales des pays secourus.

A **M. Maurice Blin** qui s'interrogeait sur les contrôles effectués par le FMI sur les sommes versées aux pays en difficultés, **M. Jean Lemierre** a indiqué qu'il était nécessaire de mieux surveiller l'utilisation des fonds sur place. Il convient d'instituer des sanctions sévères lorsqu'apparaît un détournement. De plus, il semble légitime d'accompagner les pays vertueux et de ne pas réserver les aides financières aux pays qui ont mené des politiques hasardeuses à la suite desquelles de graves problèmes apparaissent. A cet effet, il y a des discussions au FMI pour créer une nouvelle facilité qui répondrait à cet objectif.

Au sujet de l'effet stabilisant de l'euro, le directeur du Trésor a relevé l'exemple du comportement de la Markka finlandaise, en temps ordinaire très sensible aux crises de l'économie russe et à l'évolution des prix des matières premières, et qui est restée stable en 1998 notamment parce qu'elle faisait partie des devises destinées à former la monnaie unique européenne.

En réponse aux questions de **M. Philippe Marini**, président, **M. Jean Lemierre** a indiqué qu'il convient d'accroître les contrôles prudentiels sur les fonds à fort effet de levier. Pour ce faire, il est nécessaire de définir de nouveaux ratios de solvabilité, et de mieux impliquer les banques qui leur font crédit. Ces mesures auraient pour conséquence d'instaurer la transparence, en particulier sur les nouveaux marchés. Quant aux places dites « offshore », si elles ne peuvent faire l'objet de contrôle direct, il pourrait être institué des ratios particuliers applicables aux établissements bancaires qui traitent avec elles. Enfin, des mesures d'ordre public doivent impérativement être prises afin de remédier au blanchiment de l'argent sale.

**Audition de M. Jean-Paul Betbèze, directeur des Etudes économiques et
financières du Crédit lyonnais**

(Mercredi 14 avril 1999)

M. Jean-Paul Betbèze a tout d'abord expliqué que l'origine des crises se trouvait dans l'irruption de chocs monétaires ou financiers, d'une fréquence semestrielle en moyenne dans la période passée. Ces chocs sont provoqués par des retraits massifs de capitaux, la contrepartie de l'attrait des capitaux pour tel ou tel pays se situant dans leur liberté d'aller et venir rapidement et massivement. Ces chocs se propagent rapidement et déstabilisent les marchés et les économies.

Il existe plusieurs types de politiques économiques qui visent à amortir ces crises (ou ont, en tout état de cause, pour effet de les amortir ex post). Certains pratiquent le protectionnisme, d'autres accroissent l'importance relative dans l'économie, du secteur public, qui, par nature, est stable. Des politiques fiscales visant à réduire les écarts de fortune entre les citoyens peuvent également être menées. Une dernière solution consiste à gérer la crise dans le temps en amortissant les pertes sur plusieurs années par exemple.

Les crises financières depuis deux ou trois ans sont de plus en plus fréquentes. A chaque fois, elles sont soudaines et violentes. Elles entraînent une crise du crédit et une raréfaction des capitaux. Ceci résulte de la volatilité des capitaux qui s'investissent aussi rapidement qu'ils se retirent. Aujourd'hui, ce n'est plus le crédit bancaire qui finance l'économie pour l'essentiel, mais le marché financier.

M. Jean-Paul Betbèze a ensuite déclaré qu'à son avis l'enjeu des problèmes de financement résidait dans le système de propriété.

Il a estimé que les européens pratiquaient un capitalisme de crédit et les Américains un capitalisme de propriété. C'est-à-dire que les Européens ont financé la création et le développement des entreprises asiatiques par des prêts, ce qui s'est traduit par des pertes sèches au moment de la crise. En revanche, la présence américaine se marque moins par des crédits, surtout quand la crise est avérée. Puis, les crédits suivent l'éclatement de la crise (avec spread et garanties) et surtout des changements de propriétés se produisent, avec présence en capital.

M. Jean-Paul Betbèze a déclaré que les crises financières pourraient être atténuées si le déficit de connaissance de la réalité des situations financières aussi bien micro-économiques que macro-économiques était comblé.

Dans les pays émergents, les entreprises industrielles et les banques ne s'alignent pas sur les normes comptables internationales. Les provisions sont mal estimées, les pertes ne sont pas convenablement comptabilisées. Lors de la crise coréenne, il est apparu que les Chaebols étaient endettés à hauteur du triple au quintuple de leurs fonds propres avec donc le problème d'aléa moral que ceci impliquait. Le problème est le même au sujet de la situation financière des États. On a ainsi découvert lors de la crise que l'endettement de la Corée du sud était sous-estimé de 80 %, et que les réserves de Thaïlande n'étaient pas celles dites au FMI.

Répondant à **M. Paul Loridant**, **M. Jean-Paul Betbèze** a indiqué que les agences internationales de notation devraient noter les pays émergents de manière plus précise, plus constante, plus en amont et non pas suivre, ensemble, le retournement de la conjoncture.

Puis répondant à **M. Philippe Marini**, président, qui s'interrogeait sur l'évolution en cours des règles prudentielles, **M. Jean-Paul Betbèze** a indiqué que le travail de normalisation prudentielle en cours au sein du comité de Bâle de la banque de règlements internationaux (BRI) devait absolument être mené à bonne fin. Mais il a ajouté qu'il était nécessaire que les risques des opérations soient mesurés par plusieurs «yeux» : l'audit interne et externe, la BRI, les agences de notation, les banques centrales et les actionnaires.

Le comité de Bâle doit donc s'allier, de fait, avec les agences de rating et contraindre toutes les banques à faire l'objet d'un audit professionnel, car les banques ont la mémoire courte. Elles oublient rapidement la crise et reprennent les mêmes risques. La seule façon de les en empêcher sera de réglementer plus sévèrement leur solvabilité, en renforçant le système mis en place avec l'institution du ratio Cooke. Il est important de demander aux banques de quelle façon elles mesurent les risques (RAROC). Par ailleurs la transparence devrait également s'accroître vis-à-vis des actionnaires. Les moyens restent à déterminer.

M. Paul Loridant a fait remarquer que les agences internationales de notation n'avaient pas, à une certaine époque, décelé les graves difficultés du Crédit lyonnais et lui avaient attribué la note AA. **M. Jean-Paul Betbèze** a répondu que cette note relevait d'une analyse du réseau commercial de la banque, qui méritait cette appréciation.

En réponse à **M. Maurice Blin** qui s'interrogeait sur l'acteur international qui pouvait jouer le rôle de garant absolu en matière de sécurité

financière, **M. Jean Paul Betbèze** a observé que la meilleure garantie résidait dans la multiplicité des contrôles, provenant d'organismes différents.

Au sujet de la politique de change des pays émergents, **M. Jean-Paul Betbèze** a évoqué les risques d'un accrochage rigide au dollar (« peg »). Cet accrochage permet, certes, d'abord d'attirer des capitaux, mais provoque ensuite un endettement trop élevé et un fort aléa moral. Il a constaté que le « peg » avait été abandonné, sauf par Hongkong et l'Argentine, cette dernière le payant par des taux d'intérêt élevés.

M. Jean-Paul Betbèze s'est ensuite exprimé sur l'impact de la monnaie unique européenne sur l'économie. Il a expliqué qu'il pensait que l'euro était un phénomène plus structurel que monétaire. La désinflation qui a précédé son avènement a poussé les entreprises européennes à effectuer d'importants gains de productivité. Aujourd'hui, pour accroître leur rentabilité elles ont une seule solution privilégiée : la croissance externe. L'euro conduit donc les entreprises à rechercher une taille européenne par la concentration. Chacun achète ainsi des parts de marché, ce qui permet d'accroître la pression sur les prix face aux fournisseurs. Cette mécanique conduit à fabriquer des groupes de plus en plus gros qui, en quête d'une nouvelle rentabilité, prennent en fait de plus en plus de risques et s'exposent de fait à des situations plus tendues. Dans le monde bancaire, cela se traduit par la nécessité d'une supervision bancaire à l'échelle européenne.

M. Philippe Adnot a remarqué que la plus forte rentabilité à court terme n'était pas induite par la stabilité monétaire apportée en Europe par l'euro. Il s'est par ailleurs interrogé sur le phénomène de dollarisation de l'économie.

M. Jean-Paul Betbèze a expliqué que la stabilité monétaire avait dans un premier temps accru la rentabilité des titres européens. Aujourd'hui, une seconde phase est en route, les entreprises se marient en échangeant des actions pour lesquelles elles promettent une rentabilité future. Elles spéculent donc sur les profits de demain.

Il s'est félicité de l'apparition de l'euro comme contrepoids du dollar. Ce nouveau pôle monétaire freinera le phénomène de dollarisation de l'économie observé notamment en Amérique du sud (en matière de réserve "au cas où") et invoqué dans les périodes de fortes tensions (avec l'idée implicite que la Fed serait prêteur en dernière instance, ce qu'elle n'est pas prête à faire). Mais l'euro-contreponds n'est pas donné, il se mérite.

**Audition de M. Jean-Claude Faure, Président du Comité d'aide au
développement de l'organisation de coopération et de développement
économique (OCDE)**

(Mercredi 14 avril 1999)

M. Jean-Claude Faure a indiqué que les crises financières actuelles permettaient de tirer des leçons pour la politique d'aide au développement. Elles ont eu des répercussions sur les grands pays émergents, beaucoup moins dans les pays les plus pauvres, à l'écart des flux de capitaux privés. Par ailleurs, les fournisseurs de l'aide au développement, les pays riches, ont réduit une nouvelle fois leurs versements en 1997. Simultanément, les flux de capitaux privés ont diminué. L'ensemble des flux vers les pays en développement sont passés de 365 milliards de dollars en 1996 à 324 milliards de dollars en 1997, et les flux privés de 283 à 252 milliards de dollars pour la même période. Les pays du G7 et de l'Ocde doivent inverser la tendance à la baisse de l'aide publique afin de donner un nouvel élan au développement. Il a cependant noté que les investissements directs avaient, eux, continué à augmenter.

Il s'est ensuite demandé comment éviter que les flux privés bancaires vers les pays en développement ne subissent pas les effets de la crise, comment encourager l'investissement direct et quel rôle revenait à l'aide publique au développement.

M. Jean-Claude Faure a expliqué que si l'aide publique au développement n'avait pas de rôle direct à jouer dans la crise financière, elle devrait être mieux utilisée, notamment pour aider à la construction des systèmes bancaires et la création de marchés financiers dans les pays émergents (en les rendant plus sûrs, plus complets et plus développés). La création de places boursières est indispensable pour attirer les capitaux privés dans ces secteurs. Il est nécessaire de permettre l'intermédiation et d'accompagner les réformes envisagées par une surveillance, notamment prudentielle.

Abordant le problème des remises des dettes publiques, il a expliqué que ces actions contribuaient à libérer des ressources budgétaires pour les bénéficiaires. Ces capitaux devraient être réinvestis dans la politique de

développement, et notamment dans la création de structures financières. Le lien entre la remise de dette et les politiques de développement n'est pas assez souligné. Par ailleurs le soutien aux transferts technologiques et en particulier la technologie de l'information, doit s'accroître dans ces pays afin qu'ils puissent intégrer les réseaux mondiaux d'information fréquentés par les investisseurs privés.

Répondant aux questions de Philippe Adnot, Roland du Luart et Philippe Marini, **M. Jean-Claude Faure** a indiqué que remettre une partie des dettes d'un pays ne constituait pas « une mauvaise » habitude, en effet les pays concernés sont si pauvres et tellement endettés que cette pratique conduit à alléger quelque peu leurs contraintes, mais sans dégager une réelle manne financière. Ce genre d'opération financière contribue à restaurer, au plan macro-économique, une certaine crédibilité internationale de ces pays. Grâce à elle, ils seront mieux placés pour accéder à nouveau sur une base assainie, aux marchés internationaux des capitaux.

La discrétion des capitaux privés dans les pays les rend, en réalité, dépendants de l'aide publique au développement. Il a remarqué que les nations concernées par les remises de dettes sont souvent les moins vertueuses dans leurs politiques économiques : il faudrait songer, peut-être, à récompenser parfois celles qui conduisent des actions raisonnables, et qui de ce fait n'éprouvent pas le besoin de demander des remises de dette. Cela concerne la politique d'aide au développement.

Abordant les liens entre le FMI et la Banque mondiale, **M. Jean-Claude Faure** a expliqué que leurs relations étaient parfois difficiles. Le FMI a cherché à intervenir avec plus d'autorité sur la politique économique des pays auprès desquels il apporte son aide (comme au Brésil par exemple où il a imposé des contraintes salariales fortes). La Banque mondiale considère que le FMI propose des solutions qui l'impliquent, sans l'associer assez étroitement. La coopération entre les deux organismes est absolument nécessaire et demande une définition claire des rôles de chacun des organismes. Le président de la Banque mondiale a proposé une réforme dans ce sens ; il est prêt à mettre en place un cadre d'ensemble pour mener les politiques de développement conjointement avec le FMI et les autres bailleurs de fonds. La mondialisation de l'économie incite tous les intervenants à évoluer. Les pays bénéficiaires de l'aide publique au développement sont désormais considérés comme des partenaires, ils sont responsabilisés. Se prononçant au sujet des banques régionales de développement, il a jugé qu'elles progressaient dans leurs actions et qu'elles avaient su prendre le nouveau virage de la mondialisation en se tournant vers le financement d'infrastructures. Elles jouent leur rôle, s'adaptent et doivent agir de façon organisée.

Abordant le contrôle de l'utilisation de l'aide publique au développement, il a indiqué que ses faiblesses expliquaient en partie la baisse du montant consacré aux pays en difficulté. Afin d'y remédier, les projets pluriannuels, plus contrôlables, ont été privilégiés aux dépens des actions ponctuelles. Revenant sur les flux privés, il a remarqué que certains pays, comme la Côte d'Ivoire et le Ghana, notaient un retour des capitaux dont l'importance absolue peut paraître faible mais qui ont un très grand poids relatif : leur retrait aurait des conséquences lourdes.

Pour finir **M. Jean-Claude Faure** a plaidé pour la relance de l'aide publique au développement.

**Audition de M. Jean-Pierre Landau,
Professeur à l'Institut d'études politiques de Paris**

(Mercredi 21 avril 1999)

En introduction, **M. Jean-Pierre Landau**, a indiqué qu'il avait quitté ses fonctions au fonds monétaire international (FMI) en 1993. A l'époque personne ne pouvait prévoir que des crises financières importantes pourraient se produire. Il a indiqué qu'il développerait les réponses à trois questions au cours de son exposé, : celle de l'instabilité naturelle des marchés financiers, celle de la nécessité et des moyens de freiner leur développement, et celle des espoirs que l'on peut placer dans le rôle des organismes internationaux pour résoudre les crises.

M. Jean-Pierre Landau a expliqué que les marchés étaient fondamentalement instables. Les crises financières sont depuis 1992 régulières et récurrentes. On a assisté tout d'abord à la crise du système monétaire européen (SME), puis aux difficultés mexicaines, asiatiques, russes, à celle du fonds Long term credit management (LTCM) aux Etats-Unis, et enfin aux problèmes brésiliens.

Certaines crises étaient le fruit de mauvaises politiques économiques. Ce fut le cas de la Thaïlande et la Russie. En revanche certaines crises sont survenues dans des pays présentés comme bien gérées : l'Indonésie, la Corée du Sud, certains pays du système monétaire européen frappées par des dévaluations.

M. Jean-Pierre Landau a tiré deux leçons de cette situation. Premièrement les marchés peuvent commettre des erreurs dans l'appréciation des risques. En 1997, la dette de la Corée du Sud était aussi bien notée que celle de l'entreprise IBM. Les marchés ont été aveuglés.

Deuxièmement, les chocs se transmettent désormais très rapidement. Les nouvelles technologies de l'information participent à cette propagation. La contagion de la crise asiatique a été extrêmement rapide au-delà de ce continent, jusqu'au Brésil. Deux raisons expliquent ce phénomène : des éléments mécaniques (les effets de leviers des contrats financiers), et aussi des éléments irrationnels, tels que le "sentiment du marché" (quand des difficultés surgissent en un point, les marchés croient qu'elles surgissent partout).

M. Jean-Pierre Landau a ensuite abordé le second point de son exposé consacré à l'opportunité de la mise en place de nouvelles réglementations afin de freiner l'instabilité des marchés. Il a jugé cette question légitime car le coût social des crises est énorme. On constate ainsi que les pays les moins libéraux sont les moins touchés (la Chine, ou l'Inde), et que l'adhésion à l'OCDE, qui suppose une avancée vers la libéralisation, crée un facteur objectif de fragilité.

Il existe donc un renversement de la charge de la preuve : La libéralisation des mouvements de capitaux doit désormais prouver ses effets bénéfiques pour la croissance et le développement de l'économie mondiale.

M. Jean-Pierre Landau a estimé que si la liberté des flux de capitaux privés s'avère nécessaire à la croissance, leur volatilité est extrêmement dangereuse. Les réformes actuellement à l'étude visent à conserver les avantages du système actuel en atténuant la volatilité. Ceci semble très difficile.

Trois solutions sont envisageables. La première consisterait à rétablir le contrôle des changes (solution adoptée par la Malaisie). Deux inconvénients majeurs apparaîtraient : s'ils ne peuvent plus sortir librement d'un pays, les capitaux extérieurs n'y entreraient plus. Cette solution est adaptée à des pays qui possèdent une épargne nationale forte et de faibles besoins en capitaux extérieurs. De plus les nouvelles technologies permettent de contourner les barrières douanières, et le coût économique du contrôle des sorties de capitaux (en termes de taux d'intérêt notamment), n'est pas nécessairement compensé par l'efficacité. Ainsi la Chine pratique cette politique. Elle ne connaît pas d'inflation, mais elle est contrainte de servir des taux d'intérêt de l'ordre de 10 à 11 %, afin d'éviter la fuite de son épargne nationale. Malgré cela, les fuites de capitaux sont nombreuses.

La deuxième solution serait de mettre en place la taxe dite « Tobin », c'est-à-dire de prélever un pourcentage sur chaque transaction financière internationale au profit de l'aide publique au développement. L'objectif redistributif, via le nouveau prélèvement, pourrait être atteint. En revanche, l'objectif de réduction de la volatilité des marchés ne le serait probablement pas, car cette volatilité n'est pas liée au volume de transactions, ni au fait que celles-ci s'opèrent à court ou long terme.

M. Jean-Pierre Landau a jugé que le développement du contrôle prudentiel, troisième solution, apparaîtrait comme étant la meilleure solution. Toutefois sa mise en œuvre s'annonce très difficile. D'abord, les acteurs concernés (banques, sociétés d'assurance, entreprises d'investissement) font l'objet d'une surveillance différente en fonction de leur statut et de leur pays d'origine. L'unification semble impossible à réaliser. Ensuite, un contrôle efficace présente de grandes difficultés techniques, qui ne sont pas à la portée

des contrôleurs qui n'ont pas eux-mêmes été des gestionnaires de risque. Enfin, une éventuelle remontée des ratios prudentiels se heurte à des oppositions politique et économique, du fait de son coût en fonds propres.

M. Jean-Pierre Landau s'est enfin expliqué sur le troisième point de son intervention, à savoir le rôle des organismes internationaux. La crise financière s'explique par la rapidité de la sortie des capitaux en Asie, environ 10 % du produit intérieur brut en trois mois. Les institutions financières ne sont donc pas à l'origine de la crise, qu'elles n'auraient pas eu les moyens d'empêcher. Elles ne sont pas pour autant irréprochables. Deux écueils sont à éviter : le danger impérialiste d'abord. En effet le Fonds monétaire international (FMI) a donné l'impression, au cours de ces récentes interventions, qu'il était porteur de certaines valeurs, en particulier du modèle économique américain, jugé supérieur, et que ses interventions consistaient à l'implanter au tréfonds des sociétés des Etats secourus. Ceci a été particulièrement mal vécu par les asiatiques. L'autre écueil est l'isolationnisme, la critique des institutions internationales étant teintée d'une tendance à renoncer à toute coopération internationale.

M. Jean-Pierre Landau a conclu par quatre questions :

Les organisations internationales doivent elles intervenir ? Certes, en le faisant, elles contribuent à l'aléa moral, et de ce fait incitent les opérateurs à prendre des risques en instaurant une sécurité en dernier ressort. Mais, en ne le faisant pas, elles prennent le risque d'une crise de système (risque systématique). Ainsi, la non-intervention du FMI auprès des spéculateurs sur GKO à l'été 1998 a fait perdre 18 milliards de dollars à ces derniers, mais a aussi provoqué une crise d'ensemble sur les marchés financiers. Une crise de liquidité est ainsi apparue aux Etats-Unis. Le dollar a connu une variation de 5 % par rapport au yen. La banque centrale américaine a dû baisser ses taux pour éviter la catastrophe. Le dilemme est ainsi le suivant : comment sauver le système sans venir au secours des plus gros opérateurs inconscients et défaillants ?

La deuxième question réside dans la participation du secteur privé à la résolution des crises. Cette question pose deux difficultés. D'une part, les pays développés prêtent désormais aux pays en développement, par des souscriptions de titres, et non plus par le crédit traditionnel. On ne peut donc plus rééchelonner les dettes de la même manière que par le passé. Une solution résiderait peut-être dans la mise en place d'un droit international de la faillite. D'autre part, l'association des investisseurs privés à la solution des crises peut les amener à hésiter à revenir.

La troisième question est relative aux régimes de change. Quel régime de change instaurer entre les grandes monnaies (euro, yen et dollar) ? Quel

régime de change instaurer entre les monnaies des pays émergents et les grandes monnaies (ancrage, stabilité, changes flottants) ?

Enfin, la quatrième question concerne le rôle des institutions internationales. Le FMI peut-il devenir un prêteur mondial en dernier ressort en cas de crise de liquidité ? **M. Jean-Pierre Landau** a plaidé pour un FMI très fort et très bien doté, capable de soutenir les pays durablement engagés dans une politique de taux de change stable.

M. Jean-Pierre Landau a ensuite répondu à une série de questions de MM. Philippe Marini, Roland du Luart, Jacques Pelletier et Michel Charasse.

Il a expliqué que le FMI connaît un problème de financement. Bien que le FMI ne soit pas doté de ressources budgétaires, mais de droits de tirage sur la monnaies des banques centrales, le Sénat américain raisonne comme si ces droits pesaient sur le contribuable. D'où la réticence des Etats-Unis devant les augmentations de quotas. Les réticences sont aussi allemandes, liées à l'inflation qui pourrait naître. **M. Jean-Pierre Landau** a indiqué que, même si la Banque centrale européenne (BCE) serait sans doute réticente, l'émission d'un volume plus important de droits de tirage spéciaux (DTS) serait nécessaire.

L'idée de regrouper les pays de la zone euro au sein du FMI lui est apparu comme une mauvaise solution. En effet les circonscriptions sont plus larges que les pays. Par exemple le représentant belge compte la Turquie au sein de sa circonscription. C'est la raison pour laquelle l'ensemble des quotas des membres de l'Union européenne est supérieure à celle de l'addition des parts de pays pris individuellement. Le commerce intra européen disparaîtrait des indices pris en compte pour évaluer le poids d'un pays, tout comme le commerce réalisé entre deux Etats américains n'est pas comptabilisé.

Evoquant les relations entre le FMI et la Banque mondiale il a indiqué que celles-ci avaient été désastreuses au cours du règlement des crises asiatiques : le FMI reprochait aux pays en difficulté leurs politiques économiques hasardeuses, tandis que la Banque mondiale mettait en cause les marchés financiers.

M. Jean-Pierre Landau a retenu l'idée que la BCE pourrait devenir le prêteur en dernier ressort de la zone euro, en rappelant les trois conditions de ce type d'intervention : son caractère aléatoire, son but de sauvegarde des marchés plutôt que des établissements, et son taux de pénalité. Toutefois la prudence s'impose vis à vis d'une institution jeune qui manque d'expérience en la matière. Le prêteur en dernier ressort doit avoir une connaissance particulièrement fine de l'ensemble des marchés. Il a également considéré comme improbable une crise mettant en cause l'ensemble de l'euro-système.

En revanche, il a admis que les différences de méthode dans les supervisions bancaires nationales pourraient engendrer des tensions au sein de l'euro-11.

Évoquant l'évolution des règles prudentielles, il a expliqué que les américains y étaient opposés. Ils préfèrent les modèles de risque interne et des ratios qu'ils jugent bureaucratiques et moins efficaces.

Il a reconnu que les missions de contrôle des conditionalités effectuées par le FMI et la Banque mondiale étaient trop nombreuses, et parfois contradictoires. Elles monopolisent l'énergie des gouvernements des Etats bénéficiaires, qui ont sans doute mieux à faire que de recevoir sans cesse des experts. La conditionnalité structurelle est excessivement bureaucratique. **M. Jean-Pierre Landau** s'est prononcé pour l'établissement de trois ou quatre conditions seulement, dont les institutions internationales exigeraient le respect, plutôt que pour une quarantaine dont la plupart sont ensuite levées.

Interrogé enfin sur des conseils qui pourraient être prodigués à des interlocuteurs américains, **M. Jean-Pierre Landau** a relevé deux éléments. D'une part, les américains sont plutôt hostiles au renforcement de la coopération internationale. Leurs déséquilibres macro-économiques sont importants, mais indolores pour le moment et ils bénéficient d'une croissance élevée et autocontrôlée. Ils considèrent que la résorption de leur déséquilibre extérieur doit aussi résulter d'un effort de l'Europe. Mais d'autre part, les américains se sentent menacés par l'euro, en quoi ils voient un concurrent possible pour leur suprématie économique sur le monde.

**Audition de M. Patrick Artus, Directeur des études économiques
de la Caisse des dépôts et consignations**

(Mercredi 21 avril 1999)

M. Patrick Artus a expliqué qu'il existe trois types de crises pouvant affecter les pays émergents et les marchés financiers : les crises de change traditionnelles, les crises micro-économiques et les crises des fonds spéculatifs.

Les crises traditionnelles sont de nature macro-économique. Les problèmes brésiliens en sont un exemple récent. Elles surviennent lorsque la monnaie nationale est surévaluée et le déficit extérieur très important. Ces crises sont bien gérées par le Fonds monétaire international (FMI) et les pays touchés retrouvent généralement assez rapidement le chemin de l'équilibre. Pour les éviter, il serait utile d'instaurer des règles en matière de change.

Les crises micro-économiques sont apparues plus récemment, en Asie notamment. Elles résultent du surendettement des emprunteurs privés à quoi s'ajoute une surcapacité de production, tandis que l'Etat lui-même est dans une situation financière saine. C'est le cas de la Thaïlande dont la capacité de production industrielle est deux fois supérieure aux besoins du pays et où les stocks immobiliers représentent 20 ans de marché. La Corée du sud connaît actuellement une surcapacité industrielle d'environ 40 %. Les problèmes sont quasiment insolubles car en Asie une entreprise en faillite poursuit son activité. Une loi est entrée en vigueur en Thaïlande afin d'obliger la cessation d'activité, mais, dans les faits, elle n'est pas appliquée. Son application supposerait des années de procédures pour apurer le passé, cela n'est pas envisageable. La seule solution réside dans la reprise des créances douteuses des entreprises privées par l'Etat, solution retenue au Japon. Les montants en jeu sont tels que pour ce faire les pays d'Asie auront besoin de l'aide internationale. En Corée par exemple la dette privée atteint 240 % du produit intérieur brut, elle atteint en moyenne 200 % dans la région. Il est clair que les banquiers locaux n'ont pas assez surveillé les créances. Le FMI n'est pas adapté à ce type de problème, qui ne peut être résolu que par les Etats ou les banques centrales.

Le troisième type de crise affecte les fonds à haut effet de levier. L'exemple le plus récent est celui du fonds Long Term Capital Management

(LTCM) aux Etats-Unis. Ce fonds a emprunté 400 milliards de dollars alors que ses fonds propres atteignaient 15 milliards de dollars. Ce type de crise doit être maîtrisable par les autorités de surveillance bancaire.

M. Patrick Artus s'est ensuite interrogé sur les réformes envisageables. Il a écarté la solution consistant à effectuer un ancrage nominal de la monnaie, étant donné les conséquences sociales et économiques catastrophiques pour le pays, du fait de la surévaluation de la monnaie, même si le résultat sur l'inflation est généralement probant. Il a préféré l'ancrage de « panier » (à l'instar de l'écu), regroupant, au sein d'une entité géographique, plusieurs pays qui commercent ensemble.

Il a expliqué que la réglementation des flux de capitaux était difficile. Il est au moins aussi important de réguler les entrées que les sorties de capitaux. En effet, les pays émergents proposent des taux de rendement élevés, le crédit devient facile, et les capacités de production deviennent trop élevées. L'arrivée massive d'épargne n'est pas toujours une bonne chose pour les pays émergents. Les entrées massives de capitaux s'expliquent par la recherche frénétique de rendements élevés par les investisseurs internationaux. En Corée actuellement, la bourse remonte, l'indice est passé de 40 en août dernier à 100 aujourd'hui. Le Won est mieux apprécié, les exportations sont donc moins compétitives et plus difficiles. La Corée attire donc encore les investisseurs, pourtant elle n'a pas besoin d'épargne car son taux d'épargne national est fort, ces arrivées de capitaux lui sont néfastes.

M. Patrick Artus a estimé qu'il fallait renoncer à la recherche de rendements excessifs (15 % et plus sur fonds propres). On ne peut chaque année apporter 20 % de plus values supplémentaires. Les entreprises américaines en arrivent à racheter leurs propres actions pour doper leurs cours ! Les gérants de fonds à long terme sont jugés tous les trois mois, c'est déraisonnable, il faudrait ne le faire que tous les trois ans.

Abordant la question de la monnaie unique européenne, il a remarqué que lors de sa création les européens pensaient que l'euro serait une monnaie d'investisseurs ; or elle s'est révélée une monnaie d'emprunteurs car les taux en euros sont les plus bas du marché pour les emprunts d'Etat. Les étrangers empruntent en euros puis les changent contre des dollars, ce qui évidemment affaiblit la monnaie européenne. Les taux actuellement se situent à 4,75 % aux Etats-Unis, 2,5 % en France et 0,15 % au Japon. Il faudra éviter de tomber dans le « piège japonais », où la création monétaire s'échappe en des emprunts à l'étranger, tandis que le crédit continue de baisser localement.

M. Patrick Artus a ensuite répondu aux questions de **M. Philippe Marini**, président, au sujet de la transparence et du contrôle des établissements financiers et de l'éventuel établissement de règles comptables internationales unifiées.

M. Patrick Artus a rappelé la nécessité, pour les investisseurs, d'afficher la valeur réelle de leurs actifs comme c'est le cas en Europe. Dans d'autres pays tels que le Japon, les actifs sont affichés à leur prix d'achat (dans les fonds de pension et les compagnies d'assurance notamment), cela ne reflète à l'évidence pas la réalité. En cas de chute des cours, rien ne sert de retarder l'affichage des pertes ; les Etats-Unis, au moment de la crise de 1992, ont immédiatement annoncé les mauvaises nouvelles, et la crise a été courte, le Japon au contraire a cherché à masquer la réalité, les conséquences en sont aujourd'hui connues. Il s'est toutefois montré réservé sur l'affichage à leur valeur réelle des créances bancaires, compte tenu des risques de panique des déposants qui pourraient être provoquées en cas de moins-values importantes.

De même il est contre indiqué de publier quotidiennement la valeur liquidative des fonds censés être investis à long terme comme les fonds de pension par exemple.

M. Patrick Artus a jugé que les risques bancaires étaient mals connus car le travail d'agrégation des positions des banques n'est pas fait. Il a incriminé à ce sujet l'émiettement des équipes, disposant chacune, mais sans contrôle central ni concertation, d'un droit individuel de tirage sur les fonds propres. Ce défaut a conduit à la faillite de la banque Barings il y a quelques années. Répondant à **M. Philippe Marini**, président, qui s'interrogeait sur les fonds à fort effet de levier, **M. Patrick Artus** a indiqué que les banques prenaient de plus en plus de risques dans ce domaine et a cité en exemple la CPR et la Banque Indosuez qui, pour obtenir des rendements situés autour de 15 %, n'hésitent pas à s'engager fortement sur ces marchés.

En réponse à **M. Michel Charasse** qui demandait des explications sur la contagion des crises, il l'a comparée à l'effet d'un jeu de dominos dont la courroie de transmission serait le système bancaire.

Il a répété à cet égard que la pression au rendement venait des investisseurs internationaux, qui détiennent notamment 53 % du marché des actions en France. Les actionnaires anglo-saxons exercent une pression sur les entreprises et les gérants pour obtenir des rendements de 15 % à 18 %. Les petits investisseurs vendent si ces rendements ne sont pas atteints. Les gros investisseurs n'hésitent pas à changer les dirigeants.

Il a estimé que les actionnaires étaient irrationnels, car ils ne font pas le lien entre le niveau de risque et celui du rendement : il ne peut exister durablement de rendement élevé sans risque également élevé.

Audition de M. Jérôme Monod,
Président du Conseil de Surveillance de Suez Lyonnaise des Eaux
(Mercredi 23 juin 1999)

M. Jérôme Monod a indiqué en préambule que, comme la plupart des groupes qui se développent sur le plan international, Suez Lyonnaise des Eaux a recours aux marchés financiers pour financer sa croissance et ses investissements. Ce recours au marché peut intervenir soit pour les besoins propres de l'entreprise, sur son propre bilan, soit pour un projet particulier (financements longs : 20 à 25 ans). Dans ce cas, une filiale spécifique est créée et c'est elle qui intervient sur le marché avec ou sans garantie de sa maison-mère. La plupart des grands projets d'infrastructure dans le monde sont financés de cette façon.

Il a fait observer que les marchés financiers présentent quatre avantages.

1 - Ils permettent aux entreprises de diversifier leurs sources de financement : il n'est pas sain pour une entreprise de dépendre uniquement du secteur bancaire pour se financer.

La présence des organismes internationaux est souvent indispensable au départ d'un grand contrat (ex: le rôle de la SFI dans le financement du contrat de concession d'Eau de Buenos Aires remporté par Suez Lyonnaise des Eaux) mais ils n'ont pas vocation à accompagner un projet sur toute sa durée.

A titre d'exemple, l'endettement brut consolidé du groupe au 31 mars 1999 s'élevait à environ 94 milliards de francs : 44 % de ce montant était d'origine bancaire, 33 % sous forme de financements de projets, 18 % sous forme d'émissions obligataires et 5 % sous forme de crédit-bail.

2 - Ils permettent de lever des montants considérables : les banques, soumises à des ratios prudentiels de plus en plus restrictifs, ont tendance à diminuer le montant de leurs financements.

Les organismes financiers internationaux gèrent des enveloppes de crédit qui ne sont pas extensibles. Face à ces deux intervenants, les marchés permettent de lever des sommes considérables pour financer de grands projets

(1,2 milliard de dollars pour le projet gazier de Ras-Laffan au Qatar - 2 milliards de dollars pour le projet Petrozuata au Venezuela).

3 - Ils permettent de trouver des financements à très long terme, sans commune mesure avec la durée des financements bancaires : certaines émissions ont atteint des échéances de 20 à 25 ans.

4 - Enfin, les conditions obtenues sur ces marchés en font la source de financement la plus compétitive.

Il a remarqué que l'inconvénient de cette source de financement est le risque d'illiquidité des marchés financiers et leur volatilité.

Le retrait rapide des capitaux provoque au mieux un renchérissement des conditions de financement, au pire l'impossibilité de lever des fonds. Le financement d'un projet à Manille (350 millions de dollars) a ainsi été affecté par la crise asiatique et a rendu nécessaire le recours aux organismes multilatéraux (Banque Asiatique de Développement, Banque Européenne d'Investissement) et à la Coface.

Les mêmes difficultés ont été rencontrées à Jakarta et ont même conduit Suez Lyonnaise des Eaux à renoncer à certains projets importants.

M. Jérôme Monod a souligné combien les groupes industriels ont besoin de stabilité, dans les parités de change comme dans leurs sources de financement.

Il a formulé plusieurs recommandations afin d'éviter d'autres crises.

- Premièrement, il convient de développer des institutions et des systèmes financiers forts et organisés.

En effet, la sous-estimation des risques par les banques locales a joué un rôle important dans le déclenchement de la crise asiatique : l'instauration de structures de réglementation et de contrôle s'avère nécessaire, afin notamment de pouvoir fermer les établissements bancaires en faillite (ils ont souvent continué leur activité au cours de la crise).

De plus, le financement de besoins à long terme par des ressources à court terme a transformé des risques micro-économiques en un risque systémique : dans les pays en voie de développement, il convient de développer les marchés obligataires locaux pour assurer des ressources à long terme.

- Deuxièmement, il faut faire respecter la règle de transparence : des informations précises, rapidement diffusées aux gouvernements, aux marchés et à l'ensemble des acteurs, sur les objectifs et les résultats des politiques

économiques, permettront d'identifier les facteurs potentiels de crises et de les traiter avant qu'il ne soit trop tard. Il convient donc dans ce but de renforcer le rôle du FMI et de la BRI.

- Troisièmement, il faut lutter contre la corruption et renforcer la moralité des intervenants afin d'éviter la mauvaise gestion du secteur privé (banques, institutions financières, entreprises et intermédiaires) dans les pays émergents, enserrés dans des réseaux politiques opaques (si ce n'est parfois corrompus) et considérant qu'ils bénéficient d'une garantie explicite ou implicite de l'Etat. Il faut donc aussi lutter contre la corruption du secteur public (directions financières des banques centrales et entours gouvernementaux). Cela permettra d'éviter aussi les mauvaises allocations des ressources financières avec le développement des investissements spéculatifs ou à mauvaise rentabilité.

- Quatrièmement, il est nécessaire de responsabiliser les banques privées internationales en les associant aux pertes éventuelles : les banques internationales ont prêté de gros montants à l'Asie avant la crise, mais en finançant des banques locales, ce qui leur a évité le souci de la gestion de leurs risques en raison de la pratique du FMI de négocier des accords avec les gouvernements qui nationalisent de fait les dettes privées en devises et évitent aux banques de partager les pertes. La crise asiatique illustre bien la faillite des mécanismes privés de discipline financière. Au-delà des contrôles déjà institués, il faut inciter les banques à se discipliner elles-mêmes. Par ailleurs, la Banque mondiale joue un rôle important dans l'introduction de mécanismes de marché et dans l'amélioration des structures juridiques et financières des pays.

Et, enfin, le recours aux projets financés par le secteur privé permet dans les pays émergents comme dans les pays développés de répondre aux besoins de développement des infrastructures. Dans les pays émergents, le montage de ces projets nécessite une forte implication des organismes multilatéraux et des banques régionales de développement ; en effet, leur participation sous la forme de garanties, de prêts ou en capital, permet de limiter le risque politique et de mobiliser les financements bancaires qui sinon n'auraient pas pu l'être.

C'est ainsi que SLE a pu monter le financement de ses projets à l'international pour ses grandes concessions d'eau et notamment Buenos Aires avec la SFI et la BEI (500 millions de dollars), Manille (350 millions de dollars).

Du point de vue de l'organisation des institutions internationales **M. Jérôme Monod** a récusé trois idées :

- celle d'un partage des marchés entre la banque mondiale et les banques régionales, chacune devant intervenir à son niveau de compétence ;
- celle d'une fusion du FMI et de la Banque Mondiale, du FMI et de l'OMC, ou du FMI et de la BRI, chaque institution ayant son rôle spécifique ;
- celle de l'institution d'une taxe sur les mouvement de capitaux type « taxe Tobin ».

Il a ajouté qu'un groupe d'entreprises de l'Union européenne et des Etats-Unis réuni dans le « Transatlantic Business Dialogue » réfléchissait à des propositions en matière de gestion des parités euro/yen/dollar.

Il s'est en revanche prononcé pour l'institution de « règles communes » permettant aux institutions d'agir harmonieusement.

M. Jérôme Monod a ensuite abordé la question de la gestion des produits dérivés, qu'il a souhaité distinguer de celles des « hedge funds », qui en sont utilisateurs, mais ne se confondent pas avec eux.

En dépit de leur mauvaise réputation et de la responsabilité qu'on leur prête dans le déclenchement de crises telles que celle du fonds LTCM, il a estimé que les produits dérivés restent de puissants instruments de gestion financière qui, utilisés à bon escient, permettent de réduire les risques liés aux opérations d'exploitation courante des entreprises (risque de change, maîtrise des coûts d'endettement).

Une éventuelle réglementation doit en tenir compte et s'attacher, non pas à freiner leur utilisation ou leur développement, mais plutôt à prévenir les excès qui pourraient résulter de leur utilisation abusive.

Ces excès peuvent être liés à deux caractéristiques des produits dérivés.

En permettant d'intervenir sur des montants qui sont des multiples de la mise de fonds de l'investisseur, ils ont un effet de levier important.

D'autre part, ils sont peu « transparents » (souvent comptabilisés en hors bilan) ; ils sont complexes car résultant souvent de « l'empilement » de plusieurs produits et, enfin, difficiles à valoriser car généralement échangés de gré à gré, en dehors des marchés organisés.

M. Jérôme Monod a donc plaidé pour que soit mise en place une réglementation axée sur la transparence et l'information de la part des intervenants.

Pour ce faire chacun devrait publier ses comptes et ses rapports annuels, valoriser ses positions en risque : à ce sujet, il convient de rappeler les directives de la BRI sur la notion de « value at risk » (montant de gain ou de perte en fonction de la variation la plus probable du marché) qui pourrait aboutir à une limite quantitative comparable au ratio Cooke.

Enfin, la notation par les agences indépendantes devrait être généralisée et obligatoire.

Abordant la question de l'euro, **M. Jérôme Monod** a indiqué que la monnaie unique constitue d'ores et déjà un atout pour les groupes internationaux.

Elle supprime le risque de change au sein de la zone euro, ce qui est un facteur de stabilité et de simplicité pour les groupes qui y sont présents. C'est aussi un facteur d'allégement des coûts en raison de la suppression des commissions bancaires liées aux opérations de change.

Par ailleurs, l'euro a pleinement joué son rôle de protection des pays membres perçus comme étant les plus faibles.

Par exemple : l'Italie avait vu sa devise s'affaiblir par contagion, lors de la crise du Mexique, car sa participation à l'euro était incertaine. Lors de la crise Thaïlandaise, ce phénomène de contagion ne s'est pas produit, la participation de l'Italie à l'euro étant alors quasi-certaine.

Durant la guerre du Kosovo, la Grèce a bénéficié de son lien à l'euro : la drachme ne s'est que peu affaiblie et les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur convergence vers ceux de la zone Euro.

L'euro est depuis le début de l'année la première devise d'émission sur le marché des capitaux. Les groupes européens disposent donc d'une source de financement importante dans leur propre devise.

Enfin, l'euro a fait preuve de flexibilité : sa dévaluation lente et ordonnée contre le dollar a permis d'accroître la compétitivité des entreprises européennes et compenser ainsi le manque de dynamisme des économies européennes.

Il a estimé que deux objectifs restent encore à atteindre :

Il est nécessaire de faire de l'euro une devise de transaction (et non plus seulement une devise de financement) dans le cadre du commerce

international : les entreprises européennes pourraient ainsi négocier dans leur propre devise, éliminant un autre risque de change.

L'Europe doit s'attacher à uniformiser ses réglementations juridiques et fiscales pour créer un véritable marché unique. En conclusion il a indiqué que l'euro doit devenir une monnaie de réserve et concurrencer le dollar.

En réponse à M. Philippe Marini, président du groupe de travail, qui l'interrogeait au sujet de la situation japonaise, **M. Jérôme Monod**, en sa qualité de co-chairman du TABD, a expliqué que les banques se rapprochent des standards internationaux (faillites, fusions, fin de l'emploi à vie).

Mais les mentalités n'évoluent que très lentement. La situation reste délicate et la reprise actuelle risque de freiner les réformes structurelles nécessaires dans le milieu bancaire.

Abordant le sujet du cofinancement évoqué par M. Philippe Marini, **M. Jérôme Monod** a expliqué que les investissements à 25 ou 30 ans font l'objet de plus en plus fréquemment de cofinancements privés et publics, ces derniers restant un appui indispensable à la levée de capitaux privés.

A ce sujet, **M. Didier Réтали, directeur financier de Suez Lyonnaise des Eaux**, a souligné l'intérêt des cofinancements apportés par la SFI et par les autres banques de développement dans les pays émergents. En effet, ces institutions apportent des financements (appelés prêt A) et font bénéficier les banques commerciales qui participent au financement sous la forme de prêts « B », de leur statut de créancier privilégié. Dans les pays émergents, la SFI ou la Banque mondiale financent certains projets partiellement (prêts « A »), leur caution suffit aux banques commerciales qui, de ce fait, acceptent volontiers d'apporter leur concours (prêt « B ») en s'appuyant sur ces prêts garantis. L'effet de levier est donc important.

Il s'est ému d'un risque récent de remise en cause, par le FMI, de ces prêts (notamment au Pakistan) qui, si elle se concrétisait, rendrait impossible les financements privés avec recours limités dans les pays émergents.

En réponse à M. Jacques Pelletier qui l'interrogeait au sujet de la transparence des organismes financiers, **M. Jérôme Monod** a observé que la Banque mondiale avait récemment reconnu qu'elle n'avait pas assez incité les pays émergents à s'engager dans cette voie.

Elle agit aujourd'hui au niveau des banques centrales et a indiqué qu'elle suspendrait son aide aux pays où règne la corruption. Les pays touchés par les crises récentes prennent conscience de la nécessité de la transparence. Bien souvent, les problèmes financiers ont été accompagnés de crises politiques et intellectuelles, qui ont fait naître une nouvelle forme de

corruption violente, de type mafieuse, et contre laquelle l'action au plan des règles financières ne suffit pas.

M. Denis Badré s'est ensuite inquiété de savoir s'il existait des moyens efficaces pour faire régner les bonnes pratiques.

M. Jérôme Monod a fait valoir que l'opinion publique y était très sensibilisée. La transparence devient une nécessité pour l'accès au commerce mondial et donc à la croissance. L'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) travaille dans ce sens. Il a plaidé pour un accroissement des pouvoirs et des moyens de cet organisme, soulignant qu'il est le seul actuellement à être doté d'une section juridictionnelle permettant de régler les conflits commerciaux entre plusieurs Etats-membres.

Enfin, abordant les problèmes africains à l'invitation de M. Jacques Pelletier, **M. Jérôme Monod** a expliqué que l'Afrique du Sud était le meilleur moteur du développement de la zone.

M. Jérôme Monod a aussi évoqué le problème palestinien pour lequel il a fondé des espoirs de développement lorsque le processus de paix aboutira.

Il a conclu sur la nécessité d'accepter la globalisation qui est un fait sur lequel il est impossible de revenir, et qui a de gros avantages en termes de développement économique. Il faut donc en pallier les difficultés par l'instauration de règles communes issues d'une concertation régionale et internationale.

Audition de M. Gérard Pfauwadel

Ancien président directeur général de Matif SA,

président directeur général de Sagitrans

(Mercredi 23 juin 1999)

M. Gérard Pfauwadel a exposé son point de vue au sujet des hedge funds à fort effet de levier (High leverage institutions HLI). Les difficultés du fonds Long Term Capital Management (LTCM) qui ont eu lieu aux Etats-Unis ont révélé aux marchés leur capacité à générer un risque systémique. Les HLI posent des problèmes de deux natures : ils sont opaques et ont une taille très importante, susceptible d'entraîner de forts mouvements sur les marchés. Leur défaillance engendre également des risques de place de deux natures : l'effet domino susceptible d'être provoqué par la défaillance d'un intervenant et le risque d'effondrement du marché qu'entraîne le retrait rapide d'une position importante d'un intervenant (risque de contrepartie).

Un consensus existe sur deux remèdes : il s'avère nécessaire de limiter l'effet de levier de ces fonds et d'y instaurer une plus grande transparence.

Il y a en revanche désaccord sur la méthode à utiliser pour y parvenir. Les Etats-Unis sont favorables à un système libéral car les hedge funds ont une place économique très importante, les européens semblent préférer une plus forte intervention, du fait que ces fonds y génèrent un plus faible courant d'affaires. Tous craignent une délocalisation (syndrome des Iles Caïmans) de ces instruments vers des places offshore en cas de nouvelle réglementation.

Trois débats cristallisent ces désaccords :

- les définitions. Il est difficile de différencier les opérations selon qu'elles relèvent de la couverture ou de la spéculation ;
- la transparence. Il y a accord sur sa nécessité, désaccord sur ses destinataires : le autorités ou l'ensemble du marché ;
- la réglementation et la régulation. Doivent-elles être directes ou indirectes ?

Aucun de ces débats n'est irréductible.

Il a malheureusement observé, en citant Michel Camdessus qui parlait d'un « lâche soulagement » après la résolution de la crise de LTCM, que la pression internationale en la matière, est aujourd'hui retombée. M. Gérard Pfauwadel a estimé que le problème fondamental était celui de l'effet de levier : avec 1 milliard de fonds propres, LTCM a pu engager 300 fois sa mise. Par exemple, intervenant sur le MATIF, LTCM n'y effectuerait qu'un dépôt de 3 % et cette somme serait presque en totalité (environ 2,5 %) empruntée ! Il a jugé impératif de plafonner l'effet levier, car aucun marché n'a la profondeur nécessaire pour supporter des mouvements de 300 milliards de dollars. Il a suggéré de le faire de façon indirecte : accroître les ratios des établissements prêteurs et les dépôts dans les chambres de compensation. Cela suppose un accord international au niveau des institutions de surveillance et des organisations internationales compétentes.

Il a par ailleurs estimé que la transparence devait s'adresser surtout aux autorités, pour éviter qu'un excès de transparence n'entraîne des surs réactions de la part des marchés. Mais même avec davantage de transparence, il n'est pas certain que l'on parvienne à l'information nécessaire, à savoir la connaissance des positions agrégées de chaque acteur et de chaque marché.

M. Philippe Marini a observé qu'aux Etats-Unis, si la transparence des fonds à effet de levier n'était pas organisée, elle était néanmoins bien présente et très accessible aux investisseurs avertis. Il a par ailleurs remarqué que les professionnels considèrent que pour rentabiliser les investissements dans les fonds à effet de levier il est nécessaire de les établir off shore, essentiellement pour des raisons fiscales.

M. Gérard Pfauwadel a expliqué qu'il ne s'agissait pas tant, dans cette affaire, de protéger les investisseurs privés, mais de prévenir le risque systémique sur les places boursières. Les fonds à effet de levier informent leur clientèle mais pas les autorités monétaires qui sont incapables d'agréger leurs positions. Dans le cas de LTCM, les clients devaient déposer au moins 5 millions de dollars, bloqués sur 3 ans. Cette clientèle n'est donc pas commune, et le fonds a fait d'énormes profits, lui permettant de reverser au terme de trois ans, 2 milliards de dollars aux investisseurs, et de ne conserver qu'1 milliard de dollars afin de poursuivre ses activités. Interrogé sur la façon dont les places avaient résisté à cette crise. **M. Gérard Pfauwadel** a jugé positive la rapide intervention de la Federal reserve bank américaine, grâce à laquelle les marchés n'ont pas eu trop à souffrir ; LTCM avait bien avant la crise représenté à certaines périodes 10 à 20% des engagements sur le Matif ; les professionnels savent gérer ce genre de problème, mais au delà il est difficile de rétablir la situation. Il a rappelé la faillite de la banque Barings qui avait mis en danger les marchés asiatiques, ses engagements s'élevant à 40% de la

place ; il a estimé que, si le sauvetage par une banque néerlandaise n'avait pas eu lieu, deux marchés asiatiques auraient pu être en difficulté.

Il a toutefois considéré que l'existence d'un prêteur international en dernier ressort, doté d'une grande capacité financière et très bien informé (pour intervenir de façon toujours adéquate) serait de nature à contribuer à la prévention des crises systémiques. Le FMI ne peut toutefois pas jouer en l'état ce rôle.

**Audition de M. Jean-François Stoll,
Directeur des relations économiques extérieures (DREE)
au ministère de l'économie, des finances et de l'industrie**

(Mercredi 30 juin 1999)

Rappelant que les pays émergents bénéficient de trois types de financement, les flux bancaires privés, les investisseurs directs étrangers, et les flux officiels, **M. Jean-François Stoll** a constaté une forte surréaction des financiers aux situations économiques. On est ainsi passé de 320 milliards de dollars d'investissements étrangers en 1996 à 150 milliards de dollars en 1998. La crise d'août 1998 a substantiellement tari les sources de financement privé. Il a observé qu'en Asie et en Amérique latine les liquidités arrivaient à nouveau en masse sur les marchés financiers, bien que ces régions n'aient pas encore redécollé. Un décalage inquiétant entre les marchés financiers et l'économie réelle s'opère à nouveau, reflet d'une classique « myopie » des investisseurs.

Il a constaté que les flux d'investissement directs privés dans les pays émergents manquaient encore de stabilité du fait du manque d'ouverture de ces pays. En revanche, les financements privés garantis par les gouvernements, du type Coface, reprennent de l'intérêt à l'exemple du récent contrat signé par ALSTHOM en Malaisie pour un montant d'un milliards de francs alors que ces financements garantis avaient disparu de ce pays depuis 10 ans. Il a remarqué que les gouvernements de pays développés menaient, par ce biais, une politique volontariste d'aide aux pays en crise.

Il a ensuite décrit la situation des paiements courants et a observé deux phénomènes : la baisse du commerce mondial et celle des prix des demi produits industriels (acier, composants) dues au fait des surcapacités de production des matières premières. Cette situation engendre une concurrence massive et de ce fait, les prix des exportations régressent.

Abordant la question des taux de change **M. Jean-François Stoll** a émis des inquiétude sur l'évolution des principales devises des pays émergents. Il a expliqué que la Corée, à l'exemple de nombreux pays asiatiques avait dévalué sa monnaie de 20 % afin de rétablir l'excédent de sa balance des paiements, dans le but de se désendetter. Si cette technique a porté ses fruits en Asie, elle a, pour le moment, échoué au Brésil où les exportations n'ont pas progressé dans les proportions attendues.

M. Jean-François Stoll a ensuite analysé les répercussions économiques des crises récentes sur les pays développés. En 1998 ces chocs ont engendré un recul de la demande des pays émergents vis à vis des pays développés d'environ 150 milliards de dollars US pour l'Asie hors Japon, (80 milliards pour ce pays), 30 à 40 milliards pour le Brésil, 20 milliards pour les pays producteurs de pétrole, et 10 milliards pour l'Afrique. L'ensemble représente une régression de 2 % en valeur environ du commerce mondial (pour la première fois depuis les années soixante) et une baisse de l'ordre de 0,5 % à 0,4 % du produit intérieur brut pour la part française.

Il s'est dit préoccupé par les récentes évolution de la conjoncture mondiale. La hausse du prix du pétrole (10 % environ au cours des douze derniers mois) n'est pas significative, d'autant que le surplus de recettes ne suffira pas à sortir les pays producteurs de pétrole de l'ornière. Il a déploré qu'aucune réforme structurelle dans les pays en crises n'ait été menée à son terme, et que notamment plus de 120 milliards de dollars de créances douteuses existent encore dans les anciens « dragons ». Par comparaison, les créances douteuses du Mexique, suite à la crise de 1998, s'élevaient à 45 milliards de dollars, soit un coût à financer de 1 % du PIB du pays pendant 30 ans. Par ailleurs, en Asie la surcapacité industrielle reste élevée, elle est de 40% dans l'industrie du ciment et de la sidérurgie, dans l'automobile elle est estimée à 10 millions de véhicules. En Corée, les chaebols n'ont pas été réformés. Le retour de liquidité ne suffit pas à recréer un sentier de croissance vertueux, qui ne sera retrouvé qu'au prix de la résorption des créances douteuses et des surcapacités.

M. Jean-François Stoll a fait observer que le protectionnisme n'avait pas resurgi à la suite des crise surtout dans le domaine financier, alors qu'on aurait pu le craindre. En Asie quelques mesures d'isolement ont été prises pour les mouvements de capitaux à court terme afin de préserver les pays de la spéculation, mais les investissements stables à long terme sont restés libres dans la plupart des pays grâce au travail pédagogique du FMI. Dans le domaine strictement commercial, des mesures plus significatives de protection ont été prises : la Thaïlande et la Corée encouragent leurs consommateurs à acheter « national ». Au Brésil des mesures plus fortes ont vu le jour (taxations très importante de 70 biens importés), le processus d'intégration du Mercosur s'est globalement ralenti.

M Jean-François Stoll a observé d'une façon générale que la crise avait été gérée par le FMI, et non par l'OMC, qui n'a pu jouer son rôle dans l'analyse de l'accompagnement des chocs économiques et commerciaux. Il a souhaité voir s'installer une coopération entre l'OMC et le FMI. En effet, si l'OMC et le FMI ont des cultures initialement différentes (l'une gère le long terme, l'autre l'urgence) et des moyens sans commune mesure (ceux de l'OMC sont très réduits), leurs pratiques tendent à se rapprocher : au-delà des

tarifs douaniers, l'OMC gère des normes (environnement, investissement) ; et le FMI intervient de plus en plus dans le domaine des structures économiques, au-delà des balances de paiement. **M. Jean-François Stoll** en a conclu que les deux organes pouvaient agir en commun au sujet de la concurrence, des subventions, de l'investissement.

M. Jean-François Stoll a ensuite analysé les conséquences bilatérales de la crise sur l'économie française. Les parts de marché ont été , dans l'ensemble, conservées même si quelques tensions sont apparues sur nos marchés traditionnels (luxe, infrastructure, aviation). D'un point de vue financier les marchés ont bien réagi, grâce notamment à l'attitude accommodante des pouvoirs publics (crédits Coface) il n'y a pas eu de sinistre massif, ni public, ni privé , quant aux banques européennes, elles n'ont pas connu plus de défauts de paiements que les établissements américains. Pour conclure, il a déploré, à cette heure, le manque de dynamisme de nos entreprises, par rapport à d'autres, dans le rachat d'actifs asiatiques au moment de la crise .

Répondant à M. Jacques Chaumont qui l'interrogeait sur la situation de l'Inde et de la Chine **M. Jean-François Stoll** a confirmé que ces deux pays avaient peu souffert des crises du fait de leur faible ouverture économique et que la Chine avait joué un rôle stabilisateur dans la région. Il a toutefois constaté que cette fermeture leur faisait courir le risque de ne pas mener les réformes de structure qui leur seront nécessaires à long terme.

M. Jacques Pelletier s'étant ému du sort de l'Afrique, **M. Jean François Stoll** a expliqué que le continent était désormais exclu du phénomène de la mondialisation : les investissements ont chuté de plus de moitié dans cette zone en dix ans, la part que le continent représente dans le commerce mondial est passée de 1,5 % en 1990 à 0,6 % en 1998. Il ne représente plus que 20 % des investissements directs étrangers (hors Afrique du Sud) tandis que la zone Franc ne représente plus que 5 % de l'ensemble des IDE effectués en Afrique. Les industries sont concentrées dans un très petit nombre de pays et dans des secteurs restreints. Quelques solutions d'urgence s'imposent : effacement des dettes, maintien de l'aide publique au développement (en maintenant en France un lien entre les flux d'APD et les commandes à l'économie française), développement du rôle d'arbitrage de l'OMC (le conflit de la banane a mis en évidence le lien entre commerce et développement) et la plus grande implication des pays développés dans les accords inter-régionaux.

M. Jean-François Stoll a constaté que la moitié des pays d'Afrique étaient membres de l'OMC, mais que cela ne les servait pas, et il a annoncé que la France demanderait des réductions des tarifs douaniers à leur profit.

Répondant à **M. Paul Loridant** au sujet du risque systémique et du rôle de l'euro, **M. Jean-François Stoll** s'est montré inquiet quant à la sortie de la crise, considérant que les reprises boursières remarquées en Asie notamment, ne sont que techniques et masquent mal l'absence de réformes structurelles pourtant nécessaire à l'assainissement des économies de ces pays. Il a déclaré que le risque économique systémique avait été écarté par l'action des institutions multilatérales, qui sont parvenues à cantonner localement les effets des crises (Asie, Russie, Brésil) limitant fortement leurs effets sur les pays industriels. Il s'est toutefois déclaré préoccupé par le maintien d'une fragilité importante au niveau bancaire.

Il a par ailleurs déclaré que l'euro devenait une monnaie de référence dans les investissements de capitaux à long terme, mais qu'il faudrait davantage de temps pour qu'il prenne une place importante dans le commerce mondial.

A **M. Roland du Luart** qui s'interrogeait au sujet du Mercosur, et en particulier à l'ancrage du real au dollar, **M. Jean-François Stoll** a exprimé son pessimisme sur l'avenir à moyen terme de ce type de gestion (ancrage ou « currency board »), considéré à l'intérieur d'une zone économique en formation (Mercosur), du fait de la divergence entre les parités de change (Argentine/Brésil notamment). Il a par ailleurs exposé les problèmes rencontrés par la France avec le Brésil sur les prix agricoles soulignant que la Communauté européenne serait sans doute contrainte de faire quelques concessions, faute de quoi les marchés industriels en souffriraient.

Audition de M. Hervé Hannoun, Sous-Gouverneur de la Banque de France

(Mercredi 7 juillet 1999)

En préambule, **M. Hervé Hannoun** a indiqué que depuis la mise en place de la monnaie unique, la Banque de France portait une attention particulière à l'analyse de la stabilité financière et aux questions systémiques à l'exemple de toutes les banques centrales des pays de l'Union européenne qui conservent une fonction de supervision bancaire.

Abordant, en premier lieu, la question de la réforme des institutions financières internationales, **M. Hervé Hannoun** a présenté trois raisons de réformer le fonds monétaire international, dans ses missions comme dans son organisation.

Il a expliqué que le FMI est, depuis quelques années, chargé de diffuser les 25 principes de base pour une supervision bancaire efficace élaborés par le Comité de Bâle. Fin 1997, un consensus s'est dégagé pour que ses missions soient élargies au compte financier de la Balance des Paiements (qui retrace les mouvements de capitaux), et non plus au seul compte courant. Le FMI doit mener les Etats qui ne l'auraient pas encore déjà fait sur le chemin d'une libéralisation ordonnée des mouvements de capitaux. Sur ces questions, la méthode à utiliser, incitative ou contraignante et la modification des statuts du FMI n'ont pas encore fait l'objet d'une décision consensuelle.

En outre, une réflexion sur les modalités d'assistance financière du FMI s'avère nécessaire. Il doit jouer un rôle de catalyseur des financements aux pays en crise et favoriser une plus large implication du secteur privé dans la prévention et la résolution des crises financières. **M. Hervé Hannoun** s'est déclaré défavorable à l'idée selon laquelle le FMI, pourrait devenir prêteur international aux Etats en dernier ressort, car cela renforcerait l'aléa moral.

Enfin il s'est prononcé en faveur d'un renforcement de la légitimité du FMI, grâce au renforcement du rôle du Comité intérimaire devenu le Comité international monétaire et financier (proposition française dont l'idée progresse lentement). La mise en place du forum de stabilité financière créé le 20 février 1999, et présidé par Andrew Crockett, Directeur Général de la BRI, va également dans la bonne direction.

Ce forum est composé de trois représentants de chaque pays du G7, et de représentants de diverses instances internationales : FMI, OCDE, OICV, IAIS, CSFM, CPSS et Comité de Bâle. Il n'a pas vocation à se substituer au

comité de Bâle, mais à effectuer un travail complémentaire. Il travaille ainsi actuellement sur les fonds à fort effet de levier, sur les centres financiers off-shore, et sur les mouvements de capitaux à court terme. **M. Hervé Hannoun** a ajouté que la Banque de France était non seulement présente au sein du forum et de ses principaux groupes, mais aussi de son secrétariat.

En second lieu, le sous-gouverneur de la Banque de France a abordé la question de la régulation du système financier international qui réside selon lui, dans deux facteurs : la discipline de marché et le développement des règles prudentielles.

La discipline de marchés doit être encouragée, notamment en matière de publication de données économiques par les pays émergents. Pour autant il a fait observer que la transparence des informations économiques n'était pas en soi une garantie suffisante, comme on l'a vu peu de temps avant la crise asiatique : il existait une très forte compression des « spreads » (écarts de rendement) sur les obligations des pays émergents par rapport à celles des pays industrialisés, à tel point que le rendement escompté ne pouvait pas raisonnablement rémunérer le risque pris. C'est pourquoi **M. Hervé Hannoun** a plaidé, au-delà des informations relatives aux Etats et aux banques centrales, pour une amélioration symétrique de la transparence de la part du secteur officiel et du secteur privé dans le but de donner une information complète aux acteurs du marché des risques pris par les uns et les autres. La connaissance, sur une base agrégée, des positions prises sur chaque marché permettrait de mieux anticiper les mouvements de prix et les éventuels problèmes de liquidités. La transparence des « hedge funds » devrait aussi être améliorée. Une ambitieuse proposition allemande vise à créer une centrale des risques internationaux qui ferait la sommation des concours faits à un même débiteur, mais un consensus international ne s'est pas encore dégagé autour de cette idée.

Au sujet de la réglementation prudentielle, **M. Hervé Hannoun** a considéré qu'elle devrait être améliorée sous quatre angles : les exigences en fonds propres, le contrôle des dispositifs de contrôle interne, l'information interne et l'information vis-à-vis des tiers.

Sur le premier sujet, **M. Hervé Hannoun** a expliqué que le Comité de Bâle est en train de définir une approche plus réaliste et moins institutionnelle du risque de crédit. Il a notamment mis deux aspects en évidence :

- les superviseurs bancaires pourront exiger des fonds propres plus importants lorsque le risque de solvabilité effectif du prêteur le justifie.

- la pondération des risques pays se fait désormais sur la base d'une analyse et non plus en fonction d'un critère institutionnel (appartenance ou non à l'OCDE).

Sur le second sujet, **M. Hervé Hannoun** a estimé qu'il y avait désormais consensus des superviseurs bancaires autour de la nécessité pour eux d'effectuer « l'audit de l'audit », c'est à dire la surveillance des dispositifs de contrôle interne.

Sur le troisième sujet, d'importants progrès restent à faire en matière de centralisation de l'information et de « reporting ». Il a relié ce sujet à la proposition allemande d'une centrale des risques internationaux (« international credit register »).

A propos du dernier sujet d'information vis-à-vis des tiers, **M. Hervé Hannoun** a rappelé que le comité de la réglementation comptable avait d'ores et déjà posé certaines exigences.

M. Hervé Hannoun a considéré la question des fonds à fort effet de levier comme importante, et a estimé qu'elle pouvait faire l'objet de deux approches : une approche directe, ou une approche indirecte.

L'approche directe consisterait à soumettre à un contrôle direct les fonds à fort effet de levier. Cette option n'est pas abandonnée, **M. Hervé Hannoun** rappelant qu'aux USA les « hedge funds » relèvent partiellement de la Commodity Future Trading Commission (CFTC). Dans l'optique d'un contrôle indirect, les établissements qui prêtent à ces fonds font l'objet d'une supervision permettant de vérifier que le risque de contrepartie est bien maîtrisé. Diffuser cette « culture de risque » est l'objet du rapport Brockmeijer.

Répondant à **M. Jacques Pelletier** qui s'interrogeait sur la discipline de marché dans la catégorie des marchés non réglementés, **M. Hervé Hannoun** a indiqué que les acteurs qui y interviennent peuvent faire l'objet d'un contrôle prudentiel.

Répondant à plusieurs questions de **M. Philippe Marini** au sujet du FMI, **M. Hervé Hannoun** a rappelé qu'actuellement la compétence du FMI ne s'étend pas au compte de capital, une réforme de ses statuts s'avérant nécessaire. En matière de libéralisation des flux financiers il a cité l'expérience du Chili où les investissements directs et les mouvements de capitaux à long terme sont désormais libres, mais les flux à court terme sont restés longtemps contrôlés à l'entrée, grâce à diverses mesures indirectes.

Au sujet de la transparence **M. Hervé Hannoun** a fait remarquer que la Banque de France donnait l'exemple en publiant ses réserves de change, y compris en termes nets, depuis peu. S'agissant du secteur privé, la BRI estime que plutôt que d'instituer des règles strictes, l'émulation entre acteurs privés peut être efficace grâce à la diffusion des meilleures pratiques.

Evoquant enfin le problème de l'argent criminel et des réseaux mafieux, **M. Hervé Hannoun** s'est dit très préoccupé par ces sujets mais il n'existe pas de chiffres permettant de mesurer ces flux. Il a indiqué qu'un spécialiste de cette question, le juge Jean-Pierre Michau, avait rejoint la Banque de France depuis peu. Par ailleurs, de nombreuses procédures disciplinaires ont été ouvertes à l'encontre de bureaux de change par la Commission Bancaire pour des manquements aux prescriptions de la loi de 1990 sur la lutte contre le blanchiment.

**Audition de M. Edouard Braine, ministre plénipotentiaire,
ancien ambassadeur de France en Malaisie**

(Jeudi 7 octobre 1999)

M. Philippe Marini a invité M. Edouard Braine à expliquer la spécificité de la réaction de la Malaisie à la crise économique asiatique à la lumière de son expérience en tant qu'ambassadeur de France à Kuala Lumpur.

Dans un premier temps, **M. Edouard Braine** a mis en lumière les trois types de facteurs dont la conjonction a suscité la crise en Asie du Sud-Est. Le facteur déclenchant a d'abord été la crise de change qui s'est produite lors du décrochage désordonné des monnaies asiatiques par rapport au dollar américain. Ensuite, le second facteur a été lié à l'existence de deux bulles spéculatives, l'une, financière, l'autre économique, des taux de croissance supérieurs à 10 % étant difficiles à piloter sur la durée. Enfin, des facteurs nationaux spécifiques ont révélé le caractère illusoire de la solidarité asiatique affichée au sein de l'ASEAN ainsi que l'incapacité du Japon à s'imposer comme promoteur d'une coordination des stratégies asiatiques face à la crise et face au FMI.

M. Edouard Braine s'est gardé de considérer la crise asiatique comme définitivement classée. Selon lui, trois facteurs aggravants sont encore susceptibles de se déclencher : les incertitudes sur le devenir de l'Indonésie, la grande fragilité du système financier du Japon et la vulnérabilité de la monnaie chinoise.

M. Edouard Braine a ensuite évoqué le cas particulier de la Malaisie au coeur de l'ASEAN : petit pays bien pourvu en ressources naturelles intelligemment exploitées, elle a su, avant l'heure, conduire une politique de privatisation et de réduction du poids des dépenses publiques qui était très originale par rapport aux dogmes en cours à l'époque qui privilégiaient le rôle de l'Etat. Dans le même esprit, elle a développé une politique, originale par rapport à l'idéologie alors dominante au sein des non alignés, d'ouverture de son économie aux délocalisations japonaises puis américaines qui lui a permis de devenir le premier producteur mondial de composants électroniques. Pour autant, il ne faudrait pas confondre la vision Mahathirienne de l'économie avec de « l'ultra-libéralisme ». Ce choix économique, qualifié par le premier ministre lui-même de « Malaysia incorporated » a été mis au service d'un

dirigisme étatique très fort. Il s'agissait avant tout de créer les conditions d'une politique dite de « discrimination positive » au profit des Malais musulmans. Ceux-ci, détenteurs du pouvoir politique et représentant la moitié de la population, devaient rattraper leur retard sur la communauté malaisienne chinoise, grâce à une forte croissance dont les fruits pouvaient sans trop de dommage être inégalement répartis. Ainsi l'objectif affiché de cette politique était-il de faire passer en 20 ans la part de richesse nationale détenue par ces Malais de 2 % du PNB à 30 % du PNB. La croissance économique étant une condition sine qua non de la réussite de cette politique, la Malaisie était condamnée à trouver une solution originale pour lui permettre de financer cette discrimination positive, à la base de l'équilibre national.

La Malaisie, a ensuite expliqué **M. Edouard Braine**, a été touchée par la crise avec un décalage de près d'un an et demi par rapport à la Thaïlande (mai-juin 1996 en Thaïlande, fin 1997 en Malaisie). Les Malais n'en ont pris conscience tout d'abord qu'au travers des imprécations de leur premier ministre, le docteur Mahathir, assimilant la crise économique à un complot orchestré par les Etats-Unis. L'économie malaisienne était en situation de surchauffe et de suremploi lorsqu'elle a été touchée par la crise, la main-d'œuvre malaisienne formée et bien payée par rapport aux standards des autres pays nouvellement industrialisés étant incapable de faire face aux besoins de l'industrie et de la construction. La crise a eu pour premier effet de frapper les secteurs les plus exposés (construction, travaux publics, automobile) et les plus spéculatifs (correction boursière sévère et remise en cause de l'équilibre du financement d'opérations de privatisation en cours), et d'entraîner une dévaluation du Ringit (RM) non coordonnée avec les autres pays asiatiques. Mais ses entreprises n'ayant pas d'endettement libellé en devises, la Malaisie n'a pas eu besoin de dévaluer autant que ses voisins ; quant aux mesures structurelles habituellement associées à une mise en tutelle des politiques économiques par les institutions financières internationales, la Malaisie avait anticipé sur les politiques recommandées par le FMI. Elle a pu ainsi échapper au sort réservé à ses principaux voisins, Indonésie et Thaïlande et développer une voie plus douce et plus prudente de gestion de la crise.

M. Edouard Braine a poursuivi son exposé en indiquant que la crise économique avait débouché en septembre 1998 sur une crise politique à l'occasion de l'affrontement entre le ministre des finances, finalement arrêté et condamné à six ans de prison, et le premier ministre. Cet affrontement portait sur les deux options de réponse à la crise. Le premier voulait en effet saisir l'occasion pour opérer une réforme en profondeur et mettre fin à l'opacité de certains circuits financiers tandis que la stratégie du docteur Mahathir était fondée sur la nécessité de sauvegarder son système de pouvoir en faisant l'économie d'une remise en cause des recettes qui avaient fait le succès de la « Malaisia Incorporated ». La politique mise en œuvre avec succès par le docteur Mahathir comprenait essentiellement les mesures suivantes : refus de

la dévaluation du RM au-delà d'un certain seuil (cours forcé), restrictions relatives à la liberté des capitaux opérées en concertation avec les investisseurs étrangers, rationalisation du secteur bancaire limitée au minimum.

En réponse à **M. Philippe Marini**, **M. Edouard Braine** a indiqué que la Malaisie n'était pas expressément visée par le FMI car sa balance commerciale était excédentaire et sa balance des paiements équilibrée. Et la sortie de crise s'annonçait puisqu'aux 2^e et 3^e trimestres 1999, l'économie a connu une progression de 5 %. Pour l'essentiel, ce sont les 2 millions d'immigrés qui auront payé le prix de la crise malaisienne et joué le rôle de « variable d'ajustement », tandis que pour l'essentiel, les recettes qui avaient fait le succès du « système Mahathir » étaient préservées.

M. Edouard Braine a ensuite fait part au groupe de travail de l'analyse faite par l'ancien vice premier ministre avant sa rupture avec le Dr Mahathir, quant à la vision de l'euro que l'on pouvait avoir depuis l'Asie du Sud-Est. La fin de l'exclusivité du dollar comme monnaie de réserve était une bonne chose et montrait la voie d'un régionalisme intelligent fondé sur la convergence des politiques économiques. Néanmoins Anwar Ibrahim craignait que ce progrès de la solidarité européenne et occidentale n'ait un effet pervers pour les zones n'ayant pas été capables de s'organiser et de se doter d'instruments collectifs de solidarité monétaire.

Pour conclure, **M. Edouard Braine** a rappelé que les Etats-Unis, et notamment les multinationales, étaient les très grands vainqueurs de la crise. Celle-ci avait finalement démontré leur rôle incontesté de leader dans la région de l'Asie du Sud-Est ainsi que l'inefficacité de l'ASEAN et l'absence d'une véritable capacité du Japon à jouer un rôle à la mesure de sa véritable puissance économique.

Audition de M. Michel Debacq,
conseiller technique de Madame Elisabeth Guigou, Garde des sceaux

(Jeudi 7 octobre 1999)

M. Philippe Marini, président du groupe, a interrogé **M. Michel Debacq** sur les rumeurs de détournement des fonds du Fonds Monétaire International (FMI), versé en Russie au profit de personnes physiques. Il a indiqué avoir lu dans la presse que des éléments laissent à penser qu'une partie de cet argent aurait transité par la place financière de Paris.

M. Michel Debacq a informé le groupe de travail qu'une enquête préliminaire avait été ouverte par le Parquet de Paris à ce sujet. Il a rappelé qu'au-delà de ces mouvements sur lesquels il n'avait pas d'informations plus précises que celles indiquées dans la presse, le blanchiment des profits illégaux a toujours existé en Russie et dans le monde entier.

Il a expliqué que les profits illégaux n'étaient pas tous issus des mêmes activités et que, selon leur provenance, le blanchiment pouvait évoluer du « blanc sale » au « noir corbeau ».

Revenant à la situation russe, **M. Michel Debacq** a fait observer que les organisations criminelles et le banditisme organisé avaient souvent atteint l'appareil d'Etat. Ces organisations, après s'être développées au niveau régional, parviennent à exercer une influence sur le pouvoir politique national. Ensuite, ils s'attachent à se développer à travers le monde -ce phénomène russe se répand depuis 10 ans environ aux Etats-Unis, dans l'Union européenne et autour du Bassin méditerranéen.

Citant l'exemple du Mexique, **M. Michel Debacq**, a remarqué que les groupes criminels s'adossent aux cartels de la drogue qui exercent leur influence en Colombie. Les cartels mexicains renforcent ainsi leur pouvoir. Ce phénomène d'alliance est également **présent en Asie**.

A la demande de M. Philippe Marini, il a estimé à 500, voire 600 milliards de dollars, les revenus annuels des activités criminelles -prostitution, pédophilie, esclavagisme, trafics de stupéfiant et d'armes- dans le monde. Il a modéré son propos en indiquant que, par nature, ces activités n'étant pas déclarées, elles étaient difficiles à chiffrer. Il a indiqué que certains pays ne communiquaient aucune estimation, tel est le cas de la Chine.

Répondant à M. Philippe Marini, **M. Michel Debacq** a abordé les différentes études des Nations Unies et de l'OCDE, au sujet des centres financiers « offshore ». Il a estimé à 8 000 - 9 000 milliards de dollars le montant des dépôts, soit l'équivalent du produit intérieur brut annuel des Etats-Unis.

Il a indiqué que ces fonds n'étaient pas tous issus d'activités criminelles (le « noir corbeau »), mais provenaient aussi des fraudes fiscales et abus de biens sociaux. Ces centres offshore n'ont bien entendu pas l'exclusivité de l'argent sale. Il illustre son propos en évoquant l'exemple de la drogue. Les trafiquants vendent leurs productions aux grossistes, le produit de ces transactions peut être déposé dans les centres offshore. Mais les détaillants et revendeurs dépensent leurs revenus sur le marché des biens de consommation, cette part non négligeable d'argent sale ne peut qu'être difficilement chiffrée. Dans ce cas, le blanchiment est le plus souvent concentré géographiquement, ce fut le cas de la French connection sur la Côte d'azur.

En réponse à **M. Philippe Marini**, qui s'interrogeait sur les moyens de lutte mis en œuvre par les Etats, **M. Michel Debacq** a cité les progrès intervenus depuis dix ans en matière de procédure de détection, grâce à la création du système d'information baptisé « Tracfin ».

Il a également évoqué les efforts de la communauté internationale, notamment l'enceinte GAFI et de l'OCDE et a cité la coopération entre les Etats de l'Union européenne.

M. Philippe Marini a fait remarquer qu'aux franges de l'Union Européenne, certains pays n'étaient pas regardants.

M. Michel Debacq a regretté que l'entraide entre les Etats membres ne soit pas toujours excellente, mais a constaté des progrès avec la Suisse. Il a indiqué que 18 critères qui définissent les offshore avaient été établis. Dressant le portrait type d'une place offshore, il a expliqué que, le plus souvent, il ressemblait à un territoire lointain d'accès difficile, notamment aux magistrats, dans une région où l'entraide internationale et le pouvoir politique sont plus ou moins corrompus. Il a cité des dispositifs dévoyés, tel que le compte d'épargne anonyme autrichien qui a été utilisé par Pablo Escobar, alors qu'il avait été créé autrefois afin de procurer aux femmes autrichiennes un instrument de liberté.

Il a jugé que la communauté internationale faisait preuve de négligence vis-à-vis des places offshore.

En réponse à M. Philippe Marini, qui s'interrogeait sur les pouvoirs de la Commission Bancaire dans le cadre d'affaires telles que les transferts des

fonds russes versés par le FMI, **M. Michel Debacq** a expliqué que, généralement, les organisations criminelles sont situées à la frange de la société, ce qui n'est pas le cas en Russie où elles sont greffées au pouvoir. Il a indiqué que la France connaissait en matière de lutte contre le blanchiment, dans ses relations avec le Royaume Uni et d'autres pays, des problèmes dans le retour des commissions rogatoires. La rapidité des connaissances, la capacité de saisie, de gel et de confiscation des fonds est le garant de l'efficacité. Il s'est félicité de la rapidité avec laquelle l'Italie réagit aux commissions rogatoires.

Il a souligné la volonté de Mme Elisabeth GUIGOU, garde des Sceaux, de renforcer les institutions de prévention -créées pour lutter contre les trafiquants de drogue, puis contre les organisations criminelles- en coopération avec le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie et le ministre des affaires étrangères. L'objet de la réflexion porte sur une fusion d'analyse et d'action entre les différents ministères. Il a indiqué que le garde des Sceaux et ses collègues avaient écrit au G7 afin de relancer la coopération internationale dans ce domaine.

MISSIONS EFFECTUÉES

Mission Washington/New-York, du 16 au 20 mai 1999

Participants :

M. Philippe Marini, sénateur de l'Oise, rapporteur général de la commission des finances, président du groupe de travail

M. Paul Loridant, sénateur de l'Essonne, vice-président du groupe de travail

M. Jacques Pelletier, sénateur de l'Aisne, vice-président du groupe de travail

M. Roland du Luart, sénateur de la Sarthe, vice-président de la commission des finances du Sénat

M. Jacques Chaumont, sénateur de la Sarthe

Dimanche 16 mai 1999

19 h 00 Dîner de travail avec MM. Joly et Pesme, Administrateur suppléant de la Banque mondiale

Lundi 17 mai 1999

11 h 00 Entretien avec Mme Caroline Atkinson, Senior Deputy Assistant Secretary, au Département du Trésor

14 h 00 Entretien avec M. James Leach, Président de la commission bancaire, Congrès, Chambre des représentants

15 h 30 Entretien avec Mme Barbara Matthews, Banking Advisory and Regulatory Counsel - Institute of International Finance

20 h 00 Dîner à la Résidence de M. François Barry-Delongchamps, ministre conseiller de l'Ambassade de France

Mardi 18 mai 1999

- 8 h 30** Petit déjeuner au FMI avec M. Stanley Fischer, Premier directeur général adjoint au FMI et M. Jean-Claude Milleron, Conseiller financier et Administrateur pour la France du FMI et de la Banque Mondiale, Fonds Monétaire International
- 9 h 45** Entretien avec M. Masood Ahmed, Vice-président de Poverty reduction and economic management network , Banque Mondiale
- 11 h 00** Entretien avec M. Manuel Conthe, Vice-président de Financial Operations, Banque mondiale
- 12 h 00** Entretien avec M. John T. Boorman, directeur, policy development and review departement (PDR) FMI
- 15 h 00** Entretien avec M. Michael Deppler, Directeur du Département Europe, Fonds Monétaire International
- 19 h 00** Dîner avec M. Jean-Michel Severino, Vice-Président East Asia and Pacific, Banque Mondiale

Mercredi 19 mai 1999

- 8 h 30** Départ vers New-York
- 12 h 30** Déjeuner de travail avec M. Peter Fischer, Executive vice-président de la Federal Reserve Bank et M. Robert Elsasser, Markets Officer, Government Securities staff, Federal Reserve Bank
- 14 h 00** Réunion de travail avec M. E. Gerald Corrigan, Managing Director, Goldman Sachs
- 15 h 30** Réunion de travail avec un groupe de responsables de la gestion des risques, sous l'égide de M. Alain Lebec, Merrill Lynch
- 17 h 00** Réunion de travail avec M. José Luis Daza, Managing Director, JP Morgan

Jeudi 20 mai 1999

- 9 h 00** Réunion de travail M. Marc Uzan, économiste, membre du comité « Reinventing Bretton Woods »
- 10 h 15** Réunion de travail avec M. Antoine Bernheim, Président, Dome Capital Management
- 11 h 30** Réunion de travail avec M. Timothy Wilson, Morgan Stanley and Co
- 13 h 00** Déjeuner de travail avec M. Richard Duque, Consul général et MM. Jérôme Brunel, Chief Executif Officer - Crédit Lyonnais, Laurent Hervé, Chief Excutive Officer - Société Générale, Jean Richard, General Manager - Natexis BFCE, Jean-Paul Foity, General Manager - Crédit Commercial de France, Serge Bellanger, Excecutive Vice-president- CIC et Alain Louvel, General Manager - Paribas
- 15 h 00** Réunion de travail avec M. John Lipsky directeur du service économique, Chase Manhattan Bank
- 16 h 15** Réunion de travail avec M. Ernest T. Patrikis, General Counselor and Senior Vice President, American International Group

Tous les entretiens n'ont pas donné lieu à un compte rendu.

Entretien avec Mme Caroline Atkinson, Senior Deputy

Assistant secretary - Département du Trésor

(17 mai 1999)

Mme Caroline ATKINSON a exposé en 6 points la doctrine du secrétariat au Trésor sur l'architecture financière internationale, en considérant celle-ci au sens large (le système financier dans son ensemble) et non au sens des seules institutions financières multilatérales.

1) Le Trésor ne croit pas en la nécessité d'une grande réforme, en une seule fois, mais plutôt en une succession de petits pas.

Plusieurs progrès ont ainsi été déjà accomplis. Le forum de stabilité financière (« financial stability forum ») en est un exemple.

Il a permis de combler les vides existants entre des institutions financières fonctionnant jusqu'alors sans lien : le G7, les institutions financières multilatérales (fonds monétaire international, Banque mondiale), les commissions de valeurs mobilières (organisation internationale des commissions de valeurs), le comité de Bâle (groupe des 10 banques centrales des plus grands pays industriels).

Le forum travaille sur trois sujets : les établissements à haut effet de levier (« high leveraged institutions » ou HLI), les flux de capitaux à court terme, les centres financiers « off-shore ».

En revanche, le Trésor n'est pas convaincu par la nécessité de modifier la nature du comité intérimaire du FMI. Le président de la Banque mondiale est déjà admis devant le comité.

Il insiste sur la nécessaire transparence des institutions multilatérales, vis-à-vis des pays secourus, et dans leur mode d'analyse des économies.

2) Au sujet de la prévention des crises financières (réduire les risques de surgissement et de contagion), il est nécessaire de promouvoir quelques principes, mais il est inutile de créer de nouvelles institutions globales ou d'accroître les pouvoirs des autorités existantes.

Les principes à développer :

- **la transparence** des entreprises du secteur financier ;

- réduire la vulnérabilité des pays émergents emprunteurs par un renforcement du secteur financier et du contrôle bancaire, et une meilleure gestion de la dette (dont le développement est souvent incontrôlé) ;

- promouvoir des régimes de change avec monnaie-ancre (« pegs »), mais ajustables.

En revanche, les Etats-Unis ne pensent pas qu'il y ait nécessité d'un contrôleur bancaire multinational. Chaque pays doit promouvoir chez lui un code de bonne conduite que les institutions internationales peuvent aider à élaborer. Il vaut mieux faire coopérer les autorités existantes plutôt que d'en créer de nouvelles.

Au sujet d'un **éventuel prêteur international en dernier ressort**, on doit constater qu'il n'existe pas de gouvernement international, et que le FMI joue en quelque sorte ce rôle pour les pays en voie de développement.

Dans le domaine bancaire, il est toujours difficile de dire si la difficulté tient à une insolvabilité radicale ou à un manque passager de liquidités. Il existe une « zone grise », qui incombe à la politique macro-économique. L'existence d'un prêteur en dernier ressort ne peut suffire : il est toujours nécessaire qu'intervienne une politique macro-économique structurelle et efficace.

3) La question des institutions à haut effet de levier rejoint celle de la qualité de l'analyse du risque.

Ainsi le Trésor américain a été surpris par la très faible connaissance que les investisseurs avaient de la réalité de la situation coréenne avant la crise. Il faut donc améliorer les méthodes employées par les banques dans l'analyse du risque.

Les fonds à effet de levier n'ont apparemment pas joué de rôle important dans la crise asiatique, ni dans la crise financière des pays émergents en général. Les principaux responsables étaient des investisseurs internes (domestiques).

Par les masses qu'ils mettent en jeu, ces fonds créaient toutefois un risque systémique. C'est pourquoi il faut développer l'information relative aux

opérations de ces acteurs. L'information à leur sujet est déjà meilleure aux Etats-Unis que dans les autres pays.

En revanche, il n'y a aucun moyen de les réglementer directement. On se heurte d'emblée à des difficultés majeures : définir les « hedge funds », les localiser. Par exemple, certains Etats nient qu'il en existe sur leur territoire, faute de reconnaître les critères habituellement admis.

Il vaut donc mieux améliorer les informations délivrées par les banques prêteuses à ce type de fonds.

4) La question des centres offshore est très importante et très délicate.

Il est évidemment très difficile de s'y attaquer frontalement. Mais des progrès sont observés. Personne n'aurait pensé il y a 15 ans qu'un mouvement international contre le blanchiment d'argent verrait le jour. L'OICV refuse l'adhésion des autorités des centres offshore. Il y a maintenant davantage de pressions sur eux.

La principale difficulté réside dans la fiscalité : c'est elle qui conduit au développement des centres offshore.

Le forum de stabilité financière travaille actuellement sur cette question.

5) Les Etats-Unis souhaitent le succès de l'euro en tant qu'élément de renforcement des économies européennes. Ils sont en effet inquiets de rester la seule grande économie en croissance. Il est nécessaire que la croissance européenne accélère, et l'euro peut y contribuer.

En revanche, il ne faut pas stabiliser les changes par des moyens artificiels : la « stabilité suit les fondamentaux », l'euro a baissé contre le dollar du fait de l'atonie européenne.

A propos **des taux de change** en général, il faut promouvoir la coopération, mais les taux de change ne peuvent qu'être déterminés par les données fondamentales de l'économie. Beaucoup de pays de l'Est de l'Europe seront intéressés par la monnaie européenne. La question de l'ancrage au dollar ne se pose pas dans les mêmes termes. L'ancrage ne peut être une solution à lui seul, comme l'a montré l'expérience européenne, l'union monétaire ou l'ancre monétaire ne peuvent résulter que d'une convergence économique fondamentale.

6) Le contrôle de la destination de l'aide internationale est également un vrai problème. Il faut améliorer les mesures contre la corruption. Des progrès se font jour dans ce domaine aussi : le FMI a refusé une aide au Kenya à cause de craintes relatives à la corruption du gouvernement. En accordant son aide, le FMI fixe plusieurs cibles rigoureuses qui sont contrôlées.

Il est très important de lutter contre la corruption. Mais les Etats-Unis se préoccupent aussi des conséquences des politiques d'ajustement préconisées par le FMI et la Banque mondiale sur les pays les plus pauvres : il faut des politiques fortes d'accompagnement économique et social.

**Entretien avec M. James Leach, président de la commission bancaire de la
Chambre des représentants**

(17 mai 1999)

M. James Leach a tout d'abord fait part de sa conviction de l'utilité du Fonds monétaire international et de la Banque mondiale, et considéré que les gouvernements des pays industriels devaient les soutenir. Les institutions de Bretton-Woods agissent avec professionnalisme, ce qui ne les empêche pas de se tromper parfois.

Au sujet de la crise asiatique, M. Leach a fait deux remarques :

- la corruption a joué un rôle ;

- mais également des réglementations financières et prudentielles inadéquates, ne limitant pas assez les possibilités des établissements de crédit. Dans ce domaine, il est nécessaire de développer des standards internationaux.

Il a estimé que la situation russe était sans espoir si la corruption n'y était pas éradiquée et si le système financier n'était pas renforcé.

Pour résoudre les crises financières, M. Leach a estimé qu'il ne convenait pas de remettre en cause l'économie de marché par une plus grande intervention des Etats, par exemple en nationalisant une partie du système financier. Il faut davantage de transparence, des normes prudentielles adaptées et un contrôle adapté. Le choix n'est pas entre l'économie de marché et l'économie administrée, mais entre une économie de marché sans règles et une économie de marché régulée (« the market under the law »). La question principale est donc de réguler la liberté des marchés, étant entendu qu'on ne pourrait rétablir un contrôle des mouvements internationaux de capitaux.

Or l'application de lois aux marchés est un problème difficile. La corruption est une tentation. Mais même en-deçà de la corruption, les gestionnaires sont attirés par les centres off-shore qui permettent d'échapper aux contraintes de la fiscalité et de la réglementation. La question est donc d'éviter que les circuits financiers n'alimentent les places off-shore ou la corruption, particulièrement pour la Russie. Comment y faire face ? Le problème n'a pas de solution à ce jour.

Le FMI prête ses fonds aux banques centrales des Etats. A qui prête-t-on réellement quand le pays est corrompu ?

M. Leach a donc considéré que les pays en crise financière avaient désormais moins besoin d'aide financière que de règles financières : des règles prudentielles, un système de surveillance et de contrôle des établissements financiers. Cette régulation peut s'élaborer au niveau de régulateurs nationaux, mais aussi à celui de la communauté financière internationale (groupes de régulateurs internationaux). Il est également important que les législateurs nationaux échangent à ce sujet.

Abordant la question des phénomènes de contagion des crises, M. Leach a fait observer que le cas le plus fréquent était le retrait des investisseurs nationaux plutôt que des investisseurs étrangers, comme au Brésil.

Les taux de change flexibles restent la meilleure solution. A défaut, le système de la monnaie-ancree (« peg ») peut également fonctionner, mais il faut éviter les solutions mitigées, telles que les « bandes flottantes » ou les « zones cibles ». Il est toujours très coûteux de défendre une devise, et c'est pourquoi la flexibilité des changes est la meilleure solution. Il s'est prononcé pour la flexibilité de la parité euro/dollar.

M. Leach s'est déclaré pessimiste au sujet du Japon, qui souffre d'un problème psychologique de perte de confiance généralisée. Beaucoup d'actifs restent encore largement surévalués (en particulier l'immobilier).

Interrogé sur le sauvetage des « savings and loans », M. Leach a rappelé qu'il avait coûté 130 milliards de dollars aux contribuables américains. Dans les années 70, ces organismes prêtaient à long terme des ressources empruntées à court terme, et sont devenus insolubles quand la courbe des taux d'intérêt s'est inversée. Au Japon, les maisons de crédit hypothécaire ont une difficulté différente : la valeur des biens est devenue inférieure au coût des prêts.

**Entretien avec Mme Barbara Matthews, Banking Advisory and
Regulatory Counsel - Institute of International Finance**

(17 mai 1999)

Mme Barbara Matthews a tout d'abord expliqué que l'Institut de finance internationale, composé de 300 membres, représentait et assistait les investisseurs et prêteurs du secteur privé, et avait été créé en 1986 à la suite de la crise de la dette de l'Amérique latine.

L'institut travaille dans trois secteurs :

- l'analyse et la surveillance de l'économie de 50 pays émergents ;
- la réglementation bancaire ;
- les institutions financières internationales.

En avril 1998 a été mis sur pieds un groupe de travail sur les questions soulevées par la crise asiatique et ses conséquences. Trois thèmes ont été mis en avant :

- les moyens de prévenir les crises, la transparence, la gestion de la dette, le dialogue étroit entre le secteur privé et les autorités publiques des pays concernés ;
- une approche volontariste de traitement des crises ;
- l'implication du secteur privé.

Le secteur privé éprouve désormais davantage de compréhension pour la nécessité d'une plus grande transparence et d'une meilleure qualité de l'information dispensée aux autorités publiques. La gestion du risque s'est améliorée par de meilleures pratiques.

En revanche l'Institut insiste sur la nécessité d'éviter l'augmentation des contraintes et des contrôles imposés au secteur privé. Il y a des formes positives et négatives d'implication du secteur privé dans la résolution des crises, et il faut éviter les formes négatives, car les économies émergentes ont besoin des investisseurs privés pour financer leur croissance.

Il est vrai que les investisseurs privés sont soumis à l'aléa de moralité. Ainsi, il est vrai que certains investisseurs ont continué d'acquérir des GKO alors qu'il était clair que la Russie était insolvable. En effet, nul ne pouvait penser qu'un pays de cette importance pourrait être abandonné par la communauté internationale. Cette situation peut-elle se reproduire ? La tendance naturelle des marchés est de faire mouvement d'un extrême vers l'autre.

Le monde financier change très vite. En revanche les institutions publiques et gouvernementales ne s'adaptent pas aussi vite. Le secteur public n'a pas encore trouvé le bon moyen de dialoguer avec le secteur privé. L'Institut de finance internationale représente un effort sans précédent de contribution à la stabilité, à la croissance et à la prévention des crises de la part du secteur privé ; mais il se fait encore peu entendre des institutions publiques, et notamment du G7.

Le Club de Paris est une des institutions les moins transparentes de ce point de vue. Le traitement de la dette pakistanaise (qui a conduit notamment à un allongement de la durée et un abaissement du taux d'intérêt des obligations détenues par les financeurs privés), montré en exemple par le G7, a été réalisé sans concertation ni dialogue, ce qui pourrait se révéler dommageable au Pakistan, à ses prêteurs et à la croissance économique en général. Le Club de Paris a tendance à venir en aide aux Etats mal gérés et délaisse ceux qui font des efforts. Le gouvernement français doit être sensibilisé à tout cela.

Enfin, l'IIF est d'accord sur le principe d'une réforme du ratio « Cooke » tendant à le rendre plus sensible aux risques réels, plutôt que de conserver une conception institutionnelle (exemple : les Etats membres de l'OCDE bénéficient d'une pondération uniforme, qu'il s'agisse d'un grand pays industriel ou d'un petit pays émergent). Mais au-delà de ce principe, il sera nécessaire de regarder avec grande attention les modalités d'une telle réforme.

**Entretien avec MM. Stanley Fischer, premier directeur général adjoint
et Jean-Claude Milleron, administrateur pour la France du FMI et
de la Banque mondiale - Fonds monétaire international -**

(18 mai 1999)

M. Stanley FISCHER a d'abord rappelé qu'on avait qualifié la crise financière mexicaine de 1982 de « première crise du vingt et unième siècle », et qu'au total 5 crises du même type s'étaient produites avant la fin du siècle.

Pour prévenir les crises, il est nécessaire d'accentuer la surveillance de l'économie mondiale, ce que le FMI s'efforce de faire. Son objectif est d'atténuer la probabilité et l'intensité des crises. Celles-ci resteront inévitables, du fait de la surréaction des marchés à la survenue de difficultés. Pour favoriser la prévention des crises, le FMI doit être capable de les prévoir, mais cet exercice a quatre limites :

- lorsqu'il prévoit une crise, le FMI n'est pas toujours écouté du gouvernement qu'il avertit
- il peut ne pas voir venir une crise, en particulier lorsque son origine est politique.
- Il peut considérer qu'une crise va survenir, mais elle ne se produit pas.
- Il doit veiller, en émettant ses avertissements, à ne pas aggraver les situations (anticipations « autoréalisatrices »).

Il pourrait être utile de publier les monographies que le FMI réalise sur chaque pays membre. Mais il faut simultanément éviter que les Etats craignant la publication ne deviennent moins transparents à l'égard du FMI.

Pour faire face à des difficultés financières passagères, le FMI a mis au point des lignes de crédit d'urgence (« contingent crédit lines ») auxquelles peuvent avoir accès les Etats dont la politique économique est par ailleurs saine et qui essaient d'atteindre les standards internationaux de gestion.

Une des clés de la prévention et de la résolution des crises financières est l'implication du secteur privé. On peut prendre trois exemples.

L'Ukraine avait à faire face à deux lourdes échéances obligataires et était titulaire d'un crédit du FMI. Ce dernier a conditionné une nouvelle aide au non-retrait des capitaux du secteur privé (parmi les bailleurs figuraient la Chase Manhattan Bank). Ce type de méthode est efficace, mais difficile à mettre en œuvre car le FMI n'a aucun pouvoir de contrainte à l'égard du secteur privé, et que la condition est asymétrique : l'aide va à l'Etat mais elle est conditionnée à un effort du secteur privé, qui a le droit d'être remboursé en temps et heure.

La Roumanie avait à rembourser des euro-obligations, ce qu'elle ne pouvait pas faire. Le FMI a refusé de financer cette opération : il a donc fallu rééchelonner la dette euro-obligataire. La négociation est actuellement en cours.

Le Pakistan a posé le problème le plus difficile. Il a fallu de même réduire les taux et rééchelonner les obligations détenues par le secteur privé.

Les programmes du FMI sont souvent accusés de poser de trop nombreuses conditions, comme en Indonésie, d'imposer une austérité budgétaire trop grande et des taux d'intérêt trop élevés. Mais la principale difficulté dans la réussite de ces programmes est la corruption. Celle-ci pose des problèmes aigus au Kenya, en Côte d'Ivoire, en Ukraine ou en Russie. Une des solutions pour en éviter les conséquences est d'ouvrir un compte bloqué au nom du pays au FMI plutôt que de transférer les fonds. Cette solution est désormais retenue pour la Russie. Le FMI est par ailleurs accusé d'inéquité entre les pays (le Japon l'a accusé de mieux traiter le Brésil que l'Indonésie). Le FMI s'efforce de tous les traiter également.

Les relations entre le FMI et la Banque mondiale ont été mauvaises par le passé, mais elles s'améliorent. La principale difficulté provient du recoupement des compétences. Un comité de liaison a été créé, il se réunit 3 à 4 fois par mois. Mais la coordination ne pallie pas tous les inconvénients de ces problèmes de frontière.

Les deux organismes développent également des missions conjointes.

Pour asseoir la légitimité du FMI, il est nécessaire d'en réformer le comité intérimaire en le transformant en Conseil politique.

Les décisions prises par le comité ont pour effet de limiter la marge de manoeuvre d'Etats souverains sur leur politique économique. Henry Kissinger a interpellé le FMI : « *de quel droit décidez-vous de la politique indonésienne ?* » C'est une vraie question.

L'émergence de l'Euro est un facteur de stabilité. Il fera sens pour les devises méditerranéennes ou de l'Europe de l'Est de s'ancrer à l'Euro. En revanche il pose des problèmes de répartition des pouvoirs dans les instances internationales. L'Europe a en effet déjà beaucoup de sièges au FMI, où figure déjà la Banque centrale européenne. Celle-ci devrait représenter les banquiers centraux européens au G7, qui sont actuellement 5.

**Entretien avec M. Masood Ahmed,
Vice-Président, Poverty reduction and economic
management network Banque mondiale**

(18 mai 1999)

Revenant sur la crise financière de 1998, M. Masood AHMED a constaté qu'il fallait faire face à deux difficultés :

- prendre conscience de son ampleur
- prendre conscience de sa nature.

Cette crise est différente de celles qui l'ont précédée car le secteur privé en était davantage à l'origine, les gouvernements étant moins en cause. Ce type de crise était donc nouveau, résultat du processus d'intégration financière et de l'imbrication des entreprises et d'un secteur bancaire et financier très fragile.

Pour assister les pays émergents, la banque mondiale tient depuis trois ans davantage compte des risques de corruption, de fuite vers les circuits d'argent criminel :

- elle tente depuis longtemps déjà de protéger les projets qu'elle finance
- elle tient désormais compte des effets de la corruption sur l'efficacité globale de la dépense publique et des projets financés par elle.

Un programme précis de renforcement de l'efficacité des administrations publiques et de lutte contre la corruption a été mis en place dans 24 pays. Dans un contexte de crise, ce problème est beaucoup plus difficile à gérer (en Russie et en Indonésie notamment). Les équipes de la Banque mondiale travaillent en considérant que 30 % de la dépense publique environ peuvent être détournés. La Banque peut aider à lutter contre la corruption, mais elle ne peut l'empêcher. Elle s'assure que ses projets en sont

exempts, et aide davantage les gouvernements manifestant une volonté réelle de lutter contre elle.

La Banque mondiale a également mis en place une procédure de prévention des crises et d'atténuation de leurs conséquences.

Chaque mois, un groupe de travail analyse la vulnérabilité à court terme de chaque pays, de façon à informer les autorités de la Banque des risques présentés par ce pays. En cas de crise, il s'agit d'analyser les moyens de prévenir les effets sociaux à court terme, et ceux de renforcer le secteur financier pour faire face, gérer la crise et en sortir.

Le traitement du problème de la dette des pays les plus pauvres est également difficile.

La Banque mondiale a mis en place un programme, déjà ancien de trois ans, au profit des pays les plus lourdement endettés. Ce programme poursuit deux objectifs pour chaque pays :

- réduire la charge de la dette à un niveau soutenable
- servir réellement le développement économique des pays les plus pauvres. Pour cela, cette aide doit obéir à deux types de condition :
 - les pays doivent remplir des conditions de performance économique et sociale
 - il doit y avoir « partage du fardeau » (« burden sharing »), c'est-à-dire que la dette ne doit pas être complètement annulée, pour maintenir une incitation à réaliser des efforts en faveur d'un service de la dette gérable.

L'accélération de la réduction de la dette se heurte à un problème de coût. La première initiative dans ce domaine a coûté 12,3 milliards de dollars. Les propositions aujourd'hui en cours sont d'un montant de 30 milliards de dollars. Cette dette a été contractée pour moitié en bilatéral, et pour moitié auprès des institutions financières internationales. L'impact peut être important : par exemple, la Banque africaine de développement n'a pas la possibilité de financer sa part.

Parmi ces pays, une quarantaine sont considérés comme « les plus pauvres » (PIB \leq 600 \$/hab. et dette extérieure élevée). Avant d'annuler la dette, plusieurs questions se posent :

- quelle est l'origine de cette grande pauvreté ?
- les conditions sont-elles réunies pour qu'une annulation de la dette soit réellement profitable ?

- est-il plus opportun d'annuler la dette de pays corrompus et mal gérés que d'aider des pays pauvres, gérés de façon saine, et qui font face à leurs échéances ?

C'est pourquoi la Banque mondiale n'est en général pas favorable aux appels à une annulation sans condition. Celle-ci ne permettrait pas de résoudre durablement la question de la pauvreté : il faut d'abord s'assurer que les pays sont convenablement gérés.

Sur le front de la pauvreté, la situation est contrastée, et ne s'est pas globalement améliorée depuis quelques années. La Chine a connu une amélioration importante, et qui continue encore malgré la crise asiatique, ce qui place à l'abri un quart des habitants de la planète. L'amélioration a également été vive en Asie du Sud-Est, comme en Indonésie, où 60 % des habitants vivaient avec moins d'un dollar par jour il y a 10 ans, contre 15 % seulement il y a deux ans. La crise de 1997/1998 a ensuite détérioré cette situation.

Mais globalement, le front de la pauvreté ne s'améliore guère : en 1987, il y avait 1,2 milliard de personnes sous 1 dollar par jour ; 1,3 en 1993 ; 1,5 en 1999. Ce chiffre augmente, et reste stable en proportion de la population mondiale. Des contrastes se sont fait jour : la pauvreté progresse en Afrique en valeur absolue. En Asie, elle régressait en valeur absolue comme en proportion, jusqu'à ce que la dernière crise survienne.

Entretien avec M. Manuel Conthe,
Vice-président « Financial Operations »
Banque mondiale
(18 mai 1999)

M. Manuel CONTHE a d'abord expliqué que la vice-présidence « Financial Operations » (secteur financier) était nouvelle, et correspondait aux besoins des Etats membres en matière de solidité du système financier.

La division comprend 4 unités :

- développement des marchés de capitaux ;
- supervision bancaire/assurances/institutions financières. Cette unité s'occupe de prévention en accordant son appui aux pays qui la sollicitent ;
- unité financière. Cette unité prodigue des soins intensifs aux pays en difficulté, actuellement la Corée du Sud, l'Indonésie, la Thaïlande ;
- unité d'état major stratégique. Celle-ci sert à déterminer les priorités de la Banque mondiale dans ce domaine. Ces priorités sont définies par les administrateurs de la Banque.

La division financière a mis en place un programme « Financial sector assessment », destiné à évaluer la fermeté du secteur financier des pays examinés, en vue de prévenir les crises. Trois Etats sont actuellement sous revue : le Liban, le Venezuela et la Colombie. L'Inde en fera peut-être l'objet. Pour éviter que la mise sous revue d'un Etat soit perçue comme un signal négatif, le programme examinera aussi des pays dont la solidité du système financier est déjà avérée. L'évaluation porte notamment sur le respect des règles établies par le comité de Bâle.

La Banque mondiale tire plusieurs enseignements de ce programme :

- des recommandations précises sur le secteur financier ;
- des éléments pour ses programmes de développement applicables à ces pays ;

- en revanche, elle n'en tire pas de conditions pour les prêts qu'elle accorde. De ce point de vue, la conditionnalité de la Banque est plus souple que celle du FMI. La Banque mondiale considère d'ailleurs les Etats davantage comme des « clients » que comme des « emprunteurs ». On dit qu'elle est guidée par la demande (« demand-driven ») alors que le FMI est guidé par l'offre (« supply-driven »).

La Banque mondiale a toutefois appris à se méfier elle-même de ce type d'approche, car les Etats demandeurs sont rarement conscients de la faiblesse de leur système financier. **La Banque considère désormais que la solidité du secteur financier fait partie des objectifs de la lutte contre la pauvreté.**

A ce sujet, la Banque a prôné quelques solutions qui ont trouvé l'accord du FMI et des pays du G7 :

- rétablir un certain contrôle (sorties et entrées) des mouvements de capitaux pour un pays donné ;
- impliquer le secteur privé dans la solution des crises bancaires.

Elle continue néanmoins de connaître une divergence d'approche avec le Fonds dans la gestion des crises bancaires. Le FMI considère qu'il faut éliminer les banques non viables pour rétablir la confiance à l'égard des banques saines. La Banque mondiale considère que la priorité est de maintenir un système bancaire suffisant à financer la totalité de l'économie. Cette différence d'approche s'est observée dans le traitement de la crise coréenne.

Entretien avec M. John Boorman,
directeur, policy development and review departement
(PDR)
FMI
(18 mai 1999)

M. John BOORMAN a d'abord expliqué que les erreurs commises à l'origine des crises financières avaient des répercussions de plus en plus puissantes du fait de la rapidité accrue des mouvements de capitaux.

Ainsi, la crise mexicaine de 1994/1995 ne s'était pas étendue à l'ensemble des pays émergents. Le peso avait été attaqué, et s'était effondré car le gouvernement n'avait pas annoncé de mesures d'accompagnement de son flottement. La crise avait failli s'étendre à l'Asie, mais la menace n'avait pas duré plus de deux jours car la situation de l'Asie était fondamentalement bonne.

En 1998, la contagion est venue de la présence massive de capitaux investis à court terme. Mais cette exposition à court terme était méconnue par les autorités financières des États concernés. Une des tâches principales du FMI est de contribuer à construire des systèmes financiers appropriés de ce point de vue.

En Corée, beaucoup de prêts pouvaient être convertis en prêts à court terme au gré du prêteur, car les contrats comportaient des clauses de remboursement anticipé. Les autorités financières n'en avaient aucune idée.

La qualité de l'information est donc une clé du problème : prêteurs et investisseurs doivent savoir ce qu'ils font, et les autorités doivent avoir une idée des positions agrégées.

A l'origine de la crise financière s'était constituée une bulle de crédit alimentée par un fort « aléa de moralité » (« moral hazard »). Le circuit était le suivant : les grandes banques des pays industriels prêtaient à des banques

locales, lesquelles reprêtaient aux entreprises, fréquemment en situation de surendettement (en Corée, c'était le cas des grands conglomérats, les « chaebols »). Les banques étrangères pouvaient considérer que les banques locales faisaient courir un risque systémique au système de paiement, et que dans ces conditions, les autorités publiques les renfloueraient (« bail out ») si elles étaient en difficulté. C'est ce qui se produisit en Corée et en Indonésie. Par ailleurs, les banques étaient incitées à prêter à court terme du fait d'une moindre pondération Cooke.

La clé de la solution désormais est donc de parvenir à faire rester les capitaux où ils sont investis. Toutefois, le FMI n'a pas les outils pour obliger les banques et établissements de crédit à maintenir leurs fonds, et ce n'est d'ailleurs pas souhaitable. Si elles sont tenues de rester au Brésil, les banques se retireront d'Argentine, de Colombie ou d'ailleurs, et sous la menace de cette contrainte, elles ne prendront plus le risque de prêter à nouveau.

La difficulté a désormais dérivé vers les porteurs d'obligations. En effet, dans les années 70 et 80, les obligataires étaient considérés comme « sacro-saints » et toujours préservés des restructurations de dettes. Il en est résulté qu'une grande partie du crédit aux pays émergents s'est transformée en dette obligataire au cours des années 90, et qu'elle a remplacé le crédit bancaire classique. C'est pourquoi le FMI tente aujourd'hui d'impliquer les obligations dans la solution des crises (en Ukraine, en Roumanie, au Pakistan). Mais cette implication est difficile à obtenir dans la mesure où les droits locaux protègent généralement le droit des obligataires à être remboursés. La mise en place de la solution résulte donc d'un rapport de force : aide internationale contre effort des obligataires. L'aide du FMI et du Club de Paris au Pakistan a été conditionnée à l'obligation faite aux autorités locales d'obtenir la contribution de leurs obligataires. La contribution des porteurs d'obligations reste toutefois toujours difficile à obtenir, leur situation étant ambiguë : ils peuvent juger de leur intérêt de participer à la restructuration, car la défaillance du pays peut entraîner pour eux une perte plus grande ; à l'opposé, ils peuvent entamer des poursuites pour obtenir leur remboursement. Cette seconde option reste toujours ouverte, car le FMI n'a pas, et n'aura pas, le pouvoir de déclarer un pays en banqueroute.

Entretien avec M. Michel Deppler

Chef du département

Europe I - FMI

(18 mai 1999)

Abordant la question du régime de change entre l'euro et le dollar, M. Michael DEPPLER a déclaré que le FMI était favorable au flottement pur, et qu'il ne serait pas bon d'intervenir pour réguler les taux de change, notamment en se fixant des zones-cibles. Le FMI est favorable à l'usage des taux d'intérêt en politique monétaire, non en politique de change. Ce sont les caractéristiques fondamentales des économies ainsi que la conjoncture qui déterminent les taux de change. Aujourd'hui, le taux de change relativement faible de l'euro contre le dollar est approprié à la situation relative des deux économies.

Que le flottement soit le meilleur système n'empêche pas que les fluctuations puissent être très exagérées par rapport à leurs déterminants. Cela fut le cas pour le yen ou le deutschemark par rapport au dollar, et ce pourrait être le cas pour la parité euro/dollar.

La politique monétaire des banques centrales doit rester à l'écart de cette question et se concentrer sur l'inflation et la croissance.

Par « effet de voisinage », les Etats de l'Europe de l'Est sont naturellement attirés par l'appartenance à l'euro. Pour y parvenir, ils doivent pratiquer une politique économique et de change adaptée.

Les voies empruntées sont diverses. La Bulgarie pratique le « currency board » et bénéficie des taux d'intérêt les plus bas d'Europe orientale. A l'autre extrême, la Pologne pratique une libre fluctuation à la britannique. Au milieu, la République Tchèque et la Hongrie mènent une politique de fluctuations étroites autour de l'euro. L'objectif de tous ces pays est de participer à l'euro à terme.

Le FMI n'est, en général, pas favorable au « currency board », car il induit une confiance exagérée dans une devise par rapport à la situation

fondamentale de l'économie qui la soutient, et entraîne des afflux massifs de capitaux mal contrôlables. Il n'y a pas d'exemple de « currency board » qui ne se soit mal terminé (i.e par une dévaluation et une récession).

Les pays de l'Europe orientale doivent tous faire des progrès en matière de secteur bancaire et financier. Les perspectives d'entrer un jour dans l'Union européenne est pour eux un stimulant puissant en ce sens.

Entretien avec M. Peter Fischer
Executive vice-president de la Réserve fédérale
de New York
(19 mai 1999)

Les différents types de crise

M. Peter Fischer a tout d'abord fait valoir qu'il est nécessaire de bien distinguer une crise telle que celle du fonds à effet de levier « long term credit management » (LTCM) de celle des pays émergents. Les causes de ces crises financières sont liées, mais les manifestations doivent être distinguées.

La crise asiatique a été provoquée par la volatilité excessive des capitaux à court terme investis dans les Etats émergents d'Asie, qui pratiquaient une totale liberté des mouvements de capitaux sur le début de la courbe des rendements, mais pas sur les capitaux à long terme et les fonds propres. Cela ne signifie pas qu'un système de change, flottant comme en Nouvelle-Zélande, ou fixe comme à Hong Kong (« peg » avec le dollar) soit préférable. Cela signifie qu'on ne sait pas passer d'un régime à un autre sans crise.

La crise de LTCM pose initialement deux problèmes :

- celui du rôle du capital et des fonds propres dans le système bancaire ;
- celui de la régulation des emprunteurs.

L'adéquation des fonds propres

La question du montant approprié de capital n'est pas résolue, particulièrement s'agissant des activités spéculatives. LTCM a utilisé un levier énorme, ne s'acquittant que de marges minimales. Mais il est difficile de définir un niveau de levier au-delà duquel il ne faut pas aller.

L'univers des emprunteurs est très hétérogène, à la différence de celui des prêteurs. Il est très difficile de réguler les emprunteurs, a fortiori de

définir une ou des catégories d'emprunteurs, tels que les « hedge funds » auxquels il faudrait appliquer des règles particulières.

L'information financière est importante. Toutes les institutions financières devraient publier les niveaux moyens, hauts et bas de chaque poste de leur bilan, de façon à ce que le niveau de leur levier soit connu à tout moment.

Il est très facile de mettre un groupe de décideurs mondiaux d'accord sur quelques principes de conduite de ce type. En revanche, il est difficile de les faire traduire concrètement par les dirigeants financiers et les comptables.

Ainsi, on ne peut considérer que l'affectation de davantage de capital aux engagements soit une manière d'atténuer le risque, car le niveau de capital n'est pas proportionnel au risque. Des exigences supplémentaires en capital peuvent même conduire à davantage de risque.

On peut ainsi considérer que le ratio Cooke à 8 % est trop élevé pour les banques occidentales, qui peuvent être tentées de prendre davantage de risques pour rentabiliser cette immobilisation de capital. Inversement, ce niveau est trop faible pour les banques des marchés émergents (comme l'Indonésie).

Comment garantir la sécurité du marché

La sécurité financière repose sur trois conditions :

- un niveau adapté de capitaux propres,
- une supervision bancaire effective,
- une discipline de marché.

Le capital n'est pas suffisant à lui seul.

Pour garantir cette sécurité, une coopération entre les superviseurs internationaux est nécessaire. Mais celle-ci progresse lentement car les régulateurs n'ont souvent ni les mêmes compétences ni la même approche des réalités. Malgré vingt ans de coopération entre banques centrales par exemple, le processus aboutissant à une communauté des régulateurs est très lent.

En outre, ceux-ci doivent faire des progrès dans la connaissance des phénomènes financiers, notamment les marchés dérivés. Les crises

permettent d'apprendre plus vite. Ce fut le cas du FMI en 1997 et 1998. Mais le FMI doit encore progresser dans sa gestion des crises.

Les crises ont démontré que les principales difficultés résidaient dans les changements de régime de change (de fixes à flottants) et les dévaluations. On a appris qu'il ne fallait pas mener les deux opérations en même temps.

Comment amener les prêteurs privés à participer au sauvetage

Lorsque la crise est survenue, il est impératif de rétablir la confiance dans le pays qui en est victime. Mais ce n'est pas possible en forçant les investisseurs et prêteurs à y rester. C'est le reproche qu'on peut faire au FMI : il n'est pas possible de restaurer la confiance de personnes auxquelles on force la main.

La réserve fédérale n'a pas agi de cette manière dans le cas du sauvetage de LTCM. Elle n'a pas contraint les partenaires du fonds à y participer, mais a essayé de leur démontrer que c'était leur intérêt. Sur 17 firmes partenaires de LTCM, 11 ont accepté de participer au sauvetage, convaincues que les dommages qu'elles subiraient seraient plus grands si LTCM n'était pas renfloué.

L'effondrement de LTCM occasionnait en effet un risque systémique pouvant provoquer la chute des principaux marchés financiers.

La leçon pour l'avenir est toutefois difficile à tirer car aucune réglementation ne prévient contre un appât excessif du gain et contre la folie. Seule la sagesse est une prévention suffisante.

Quand les exigences de fonds propres sont élevées (par exemple des appels de marge plus importants), il y a un risque de confiance excessive dans la sécurité de ces exigences. Une amélioration de la transparence des établissements financiers peut également induire cet excès de confiance.

L'Europe aura besoin d'un système de surveillance fédéral

Le niveau de la supervision bancaire est une question importante, particulièrement en Europe.

L'euro a entraîné le développement très rapide d'un marché monétaire européen, mettant les établissements financiers sous pression.

L'intégration des marchés d'action et monétaire sera plus rapide que la mise en place d'un consensus des régulateurs bancaires européens.

Le système de régulation américain est compliqué, mais il fonctionne bien. Il est fondé sur la suprématie des régulateurs fédéraux. Dans les années vingt, le contrôle bancaire était décentralisé aux Etats-Unis : la grande dépression a provoqué sa fédéralisation.

Un système de contrôle fédéral est également nécessaire dans l'Europe de l'euro. Ce besoin apparaîtra sous peu d'années.

**Entretien avec M. Gerald Corrigan,
Directeur général, Goldman Sachs**

(19 mai 1999)

M. Gerald CORRIGAN a tout d'abord expliqué qu'il animait un groupe de réflexion composé d'établissements de la place américaine pour contribuer à la prévention et à la résolution des crises financières.

Les crises financières d'Etats souverains ne doivent pas conduire à penser qu'il est nécessaire de créer une nouvelle grande institution multilatérale. Cela prendrait cinq ans, ce qui est trop long : il vaut mieux faire mieux fonctionner les institutions existantes ensemble, et de manière plus efficace.

Le rapport du groupe de travail présidentiel, et celui du groupe Brockmejer sont complémentaires.⁵⁶

Sur trois aspects, les travaux du groupe présidentiel peuvent susciter quelques réserves :

➤ ils simplifient trop le concept de « levier », qui ne peut se réduire à la fraction engagements/fonds propres, et à une analyse seulement quantitative (un seuil arithmétique au-delà duquel le levier serait trop élevé) ;

➤ au sujet des fonds à effet de levier, le groupe présidentiel ne choisit pas entre le contrôle et le non contrôle. Il recommande un canevas de statistiques que les hedge funds devraient procurer à la Commodities Future Trade Commission (CFTC) ainsi qu'au public. Il ne tire toutefois pas les conséquences de cette obligation, mais la tendance naturelle sera à créer une réglementation directe des hedge funds. Il faut être prudent à ce sujet ;

➤ le contrôle et la réglementation des établissements financiers (banques, entreprises d'investissement...) sont normaux. Mais il faut veiller à l'adéquation de ce qui leur est demandé.

⁵⁶ Voir chapitre III-I

M. Gerald CORRIGAN a ensuite expliqué que son propre groupe de réflexion, composé d'une douzaine d'établissements privés américains et européens, entendait faire quatre catégories de recommandations concrètes :

➤ dans le domaine des **relations entre les prêteurs et les fonds à effet de levier**. Il s'agit de mieux connaître le risque et de mieux le maîtriser, en définissant les informations que les deux parties doivent partager, la confidentialité requise pour les informations données par le prêteur à sa contrepartie, les méthodes d'évaluation appropriées des liens entre le levier, la liquidité et le risque, les méthodes d'évaluation du risque de crédit, les responsabilités propres de chacune des parties dans les opérations ;

➤ dans le domaine de la **connaissance de ses risques individuels par chaque établissement**. Il est nécessaire de définir concrètement : comment évaluer une exposition du risque de crédits, la nature des informations que doivent détenir et maîtriser les cadres dirigeants. Chaque établissement doit pouvoir se doter d'une grille d'évaluation pratique de ses risques ;

➤ dans le domaine des **pratiques de l'industrie financière dans son ensemble**. Il faut établir des règles claires et sécurisées de règlement, de solde des positions, de compensation (netting) à l'intérieur et au-delà des frontières, ainsi que des règles en cas de défaillance des contreparties pour éviter la propagation des défaillances ;

➤ dans le domaine de **l'information** que les opérateurs doivent fournir aux autorités publiques de contrôle.

M. Gerald CORRIGAN a ensuite expliqué que les travaux du groupe avaient vocation à rencontrer un large consensus des opérateurs privés afin de pouvoir fournir un guide qui puisse être appliqué dans le monde entier.

Il a considéré que ces travaux ne devaient pas avoir de prolongement législatif, à l'exception de deux domaines :

➤ le droit des faillites,

➤ la légalité des accords de règlement et des modalités d'interruption des règlements et de solde des opérations en cas de défaillance d'une contrepartie.

Enfin, **M. Gerald CORRIGAN** a considéré que quels que soient les efforts accomplis, la pertinence des propositions et l'efficacité de leur application, il ne serait pas possible d'éviter toute crise, ni probablement de les prévoir toutes. Il sera, en revanche, possible d'en réduire les risques, d'en atténuer l'impact immédiat ainsi que de mieux les gérer en cas de survenue.

Synthèse de l'entretien avec M. Alain Lebec

Responsable de la Gestion des risques

MERRIL LYNCH

19 mai 1999

M. Alain Lebec a d'abord expliqué que l'affaire LTCM avait révélé les limites des modèles mathématiques sophistiqués dans les arbitrages de marchés, ainsi que la nécessité de la transparence des prêteurs à ce type de fonds.

L'affaire a également révélé que le système de régulation américain était trop fragmenté (surveillances boursière et bancaire séparées) et qu'il fallait que les régulateurs communiquent davantage.

Elle a surtout révélé les failles du système de régulation, certaines entités, comme les hedge funds, en particulier établis off shore, n'étant pas du tout réglementées. Or, tout établissement susceptible d'engager un risque systémique devrait être régulé.

Progresser dans la connaissance du risque

La place financière a pris conscience qu'il était indispensable d'améliorer la gestion du risque, l'appréciation du risque de liquidité, la connaissance des liens entre l'effet de levier et le risque de liquidité. Les modèles de « value-at-risk » ne sont d'aucun secours dans les situations extrêmes de marché, en particulier en cas d'assèchement de la liquidité.

Peu d'adaptation normative sont en cause, à l'exception des règles de compensation (« netting ») transfrontalières, et entre produits différents. Dans leurs activités, les établissements doivent tenir compte des différences de droit des contrats, et des différences de fiabilité contractuelle.

Créer un cadre de relations avec les places off-shore

Une des difficultés des banques d'affaires réside dans l'établissement « off shore » des fonds à effet de levier, dans les Caraïbes en particulier

(LTCM siège aux îles Caïmans). L'attrait du moins disant réglementaire place les banques en situation inconfortable : elles préféreraient un cadre universellement appliqué régulant les relations avec les places off shore. Mais si ce cadre n'est pas appliqué de façon universelle, les places off shore seront encore davantage favorisées.

Entretien avec M. José-Luis Daza
Directeur général Amérique Latine
J.P. MORGAN
(19 mai 1999)

M. José-Luis DAZA a expliqué au groupe de travail les phénomènes de contagion à l'œuvre dans les crises financières mondiales, en prenant l'exemple de la Russie et du Brésil.

La contagion dans les crises financières : un effet de panique et non un effet de dominos.

Selon lui, la contagion n'opère pas à travers les flux financiers entre pays émergents, qui sont faibles, mais à cause des similarités de situation observées par les marchés. Ainsi, la crise brésilienne a débuté peu après la crise russe parce que les opérateurs avaient observé que le Brésil était dans une situation financière proche de celle de la Russie : taux d'intérêt élevés, endettement extérieur important à court terme, devise fragile. Observant la crise russe, les opérateurs se sont brutalement retirés du Brésil.

M. Daza a fait également état de la situation particulière de l'Argentine, qui a choisi, pour se prémunir des crises, de « dollariser » son économie.

Entretien avec M. Marc Uzan

Economiste

The Reinventing Bretton Woods Committee

(20 mai 1999)

Renforcer la légitimité des institutions multilatérales en y associant davantage le monde en développement

Les crises de paiement des années 1997 et 1998 ont fait apparaître la nécessité de renforcer la légitimité des institutions multilatérales :

- la banque des règlements internationaux a été critiquée pour être trop eurocentrique. Elle a été rejointe en 1996 par 9 banques centrales de pays émergents, mais celles-ci ne figurent pas au conseil d'administration. Peut-être faut-il mettre en place des banques de règlement régionales.

- le Fonds monétaire international (FMI) a compris qu'il était nécessaire que les pays émergents renforcent la fiabilité de leur système bancaire et financier (l'article 4 de ses statuts prévoit qu'il peut s'en occuper). Mais il ne dispose pas de l'expertise nécessaire et fait appel aux équipes des banques centrales des pays industriels. La « forum de stabilité », qui travaille sur ces questions est plus représentatif du G7 ou du G10 que des pays émergents. Il serait sensé que le FMI, la BRI et la Banque mondiale travaillent ensemble auprès des systèmes financiers des pays émergents. Mais là encore, ces derniers sont peu représentés : les propositions pour améliorer la stabilité financière viennent des pays industriels, et les pays concernés se sentent exclus.

La proposition française de « politisation » du comité intérimaire du FMI devrait d'abord poser la question de l'amélioration de la représentation des pays émergents.

Le renforcement de la légitimité du FMI passe aussi par une meilleure acceptation des programmes qu'il impose aux pays secourus, par un dialogue avec les parlements locaux et les sociétés civiles.

Prévenir les crises

Quelles méthodes peuvent être utilisées pour prévenir les crises financières ? Certaines pistes sont intéressantes :

- l'adoption d'une monnaie supranationale qui se substitue à une monnaie non crédible (exemple : dollarisation). Cela permet de maintenir un flux de capitaux positif ;

- une politique de convergence d'économies régionales selon le modèle utilisé en Europe, pour résoudre la question de l'instabilité des changes ;

- résoudre le problème de « l'aléa moral », en responsabilisant les opérateurs aux risques qu'ils font courir au système ;

- contrôler les entrées de capitaux à court terme. Cette démarche a été adoptée par le Chili, la Malaisie, l'Inde, la Chine ou Taïwan. Mais elle nécessite au préalable un faible degré de dépendance vis-à-vis de l'extérieur, soit du fait d'une faible ouverture, soit du fait de la détention d'importantes réserves de change.

S'agissant des fonds à effet de levier, il y a une contradiction entre l'absence de réglementation et de contrôle *ex ante*, et l'intervention des autorités publiques lorsqu'une difficulté intervient. Il n'est pas incohérent de demander une réglementation directe des « hedge funds ». Le gouvernement australien y est favorable depuis que certains hedge funds ont mis la devise australienne en difficulté à l'été 1998. Les institutions multinationales (FMI ou BRI) pourraient être destinataires de leur situation. Les fonds pourraient être obligés de déclarer les seuils de détention de produits futurs sur dette publique.

Il y a aujourd'hui consensus sur la nécessité d'une plus grande transparence des opérateurs financiers, mais elle ne suffit pas : il faut également être capable de traiter l'information de façon pertinente.

Il n'y aura pas de « big bang » de l'architecture financière internationale, mais il est nécessaire de progresser pas à pas.

Entretien avec M. Antoine Bernheim

Président

Dome Capital Management

(20 mai 1999)

M. Bernheim s'est exprimé devant le groupe de travail comme représentant de l'association américaine des fonds de futures off-shore. Il a expliqué qu'à ses yeux **une réglementation des « hedge funds » n'était pas souhaitable**, pour trois raisons essentiellement :

- ils s'adressent à une minorité d'investisseurs avertis ;
- une réglementation les pousserait off-shore encore davantage qu'actuellement ;
- le rôle des hedge funds dans les crises financières est très limité. Ils n'ont pas de rôle dans les crises des pays émergents. Le cas de LTCM est exceptionnel : il ne faut pas régler pour un seul cas.

Qu'est-ce qu'un fonds à effet de levier (« hedge fund ») ?

Un hedge fund est un contrat entre un gestionnaire et des investisseurs. On peut donner plusieurs définitions, mais celle retenue par l'association américaine tient en **deux critères** :

- une **gestion complètement libre et flexible**, avec utilisation du levier, de la vente à découvert, des marchés dérivés ;
- une **rémunération des gestionnaires constituée exclusivement d'une participation aux profits du fonds**. Le fait que les gestionnaires aient une participation dans le fonds lui-même est fréquent, mais ce n'est pas un critère.

Aux Etats-Unis, les hedge funds ne sont pas soumis à la réglementation relative à l'appel public à l'épargne. Pour cela, il ne s'adressent qu'à des **investisseurs avertis** selon deux critères alternatifs :

- les investisseurs ne doivent pas être plus de 100. Leur fortune doit être d'au moins 1 million de dollars, ou leur revenu doit être supérieur à 200.000 dollars (300.000 pour un couple) (« accredited investors ») ;

- si les investisseurs sont des « qualified purchasers », détenteurs d'actifs financiers supérieurs à 5 millions de dollars pour les particuliers et 25 millions de dollars pour les entreprises, alors le hedge fund peut compter plus de 500 clients. Dans ce cas, le fonds reste réputé ne pas faire appel public à l'épargne.

Les performances des hedge funds peuvent être très élevées, mais elles peuvent être moins fortes que le marché dans certaines circonstances.

Le plus performant est le « quantum fund » de George Soros, qui date de 1969. Sur 30 ans, il a dépassé tous les autres fonds d'investissement. Ses performances ont été moins bonnes sur les 5 dernières années, car l'indice boursier « Standard and Poors 500 » a connu une croissance très forte : + 23,8 % en moyenne par an. L'indice des actions a donc dépassé les hedge funds en performance.

Le plus gros fonds est celui de Julian Robertson, créé en 1981 et qui s'est établi off-shore en 1986.

L'épisode de la crise LTCM a beaucoup pénalisé le marché : les investisseurs ont massivement retiré leurs positions. Or, la grande majorité des « hedge funds » a un levier limité. Seuls 20 % d'entre eux effectuent de l'arbitrage avec un levier important.

Pourquoi les « hedge funds » s'établissent-ils off-shore ?

Il y a quatre raisons pour lesquelles les fonds à effet de levier s'établissent off-shore :

- *la pénalisation fiscale des investisseurs étrangers aux Etats-Unis.* Cet obstacle a été levé dans l'année fiscale 1997-1998 pour les partnerships ;

- *un avantage fiscal pour le gérant.* 90 % des gérants sont établis aux Etats-Unis. Les gains réalisés off-shore leur permettant de lisser leur

imposition. La situation fiscale est également plus favorable pour les investisseurs ;

- *la situation offshore permet d'échapper à la réglementation et à la surveillance de la Commodities Future Trading Commission (CFTC). La CFTC est compétente pour les marchés dérivés et les opérateurs exerçant aux Etats-Unis,*

- *certains fonds, comme LTCM, sont des fonds « maîtres-nourriciers » (« master-feeder structure »). Le fonds maître-nourricier est alimenté par d'autres fonds dont il détermine la gestion. Souvent, le fonds maître (« master-account ») est établi *offshore* tandis que les fonds nourriciers siègent aux Etats-Unis.*

Entretien avec M. Timothy Wilson

Directeur général

Market Risk Department

Morgan Stanley

(20 mai 1999)

M. Timothy Wilson a estimé que les banques d'affaires accomplissaient des progrès très rapides dans la gestion de leurs risques, plus rapides que les compagnies d'assurance.

Les difficultés du contrôle des risques

Le contrôle public du risque se heurte à plusieurs difficultés :

- *la définition de l'effet de levier et des risques qu'il engendre.*
M. Wilson a considéré que celle donnée par le groupe de travail présidentiel sur les fonds à effet de levier après l'affaire LTCM n'était pas correcte ;

- *la validité des modèles de « value at risk ».* Ils ne prennent en général pas suffisamment en compte le risque de liquidité ;

- *la non-pertinence des ratios prudentiels,* si on ne les affine pas d'appréciations qualitatives. Certaines gestions traditionnelles peuvent avoir de gros leviers (le « venture capital » par exemple). Cette caractéristique n'est pas réservée aux hedge funds ;

- *la connaissance des risques de marché,* c'est-à-dire ceux de l'environnement des crédits consentis.

Depuis l'affaire LTCM, certaines banques d'affaires, comme Morgan Stanley, ont renforcé leur gestion du risque de marché. Ainsi, avant de prêter à un fonds, Morgan Stanley recourt à deux expertises de deux de ses services ayant un point de vue différent : un service de crédit et un service de marché.

La difficulté est qu'en cas de prêt à un fonds à effet de levier, on ne recueille pas toujours toute l'information souhaitable.

Le niveau de fonds propres à consentir pour un crédit donné dépend essentiellement du risque de signature. Or, celui d'un hedge fund peut évoluer beaucoup.

Les effets pervers d'un renforcement de la réglementation

Les transactions off-shore, les opérations avec les fonds établis off-shore exposent les établissements de crédit à la préoccupation du blanchiment d'argent. Les banques s'en soucient, mais ne savent pas très bien y faire face.

Or, une augmentation des réglementations prudentielles, comme un renforcement des contraintes imposées aux banques peuvent avoir pour effet de favoriser l'établissement des fonds en zone off-shore. C'est pourquoi il faut faire preuve d'humilité en ce domaine.

L'origine principale des risques systémiques : la compensation

En revanche, il est nécessaire de bien identifier les sources du risque systémique. **Celles-ci résident pour l'essentiel dans les systèmes de paiement, de règlement, de livraison et de compensation.** Les autres activités génèrent moins de risques globalement. Les fonds à effet de levier génèrent probablement peu de risques systémiques. Ceux-ci peuvent résider aussi dans les phénomènes de « bulles » financières.

Entretien avec M. John Lipsky

Chief Economist

Chase Manhattan Bank

20 mai 1999

Les crises des pays émergents ont permis de tirer deux leçons :

- le système de supervision financière mondiale n'est plus adapté ;
- les marchés fonctionnent sur la fiction d'une liquidité suffisante et continue en permanence, ce qui n'est pas le cas.

L'architecture financière mondiale est fondée sur une conception obsolète : la domination des fonds publics

Le gouvernement financier mondial est fondé sur la domination des capitaux publics. Le FMI est issu de cette conception, qui s'appuie sur la force de frappe financière des Etats. Mais, ceux-ci ont perdu leur domination au cours des années 80 et 90, qui ont connu quatre évolutions :

- *de fortes intégrations régionales* (Europe, Asie du Sud-Est, Amérique du Nord, Amérique du Sud). Ce mouvement est plus réel que ce qu'on appelle la « mondialisation » ;

- *le dépassement des capitaux publics*, en flux et en stocks, par les capitaux privés ;

- *le remplacement des flux d'investissements et de crédits bancaires* par des mouvements de titres, beaucoup plus mobiles et dispersés, notamment dans les pays émergents, ce qui facilite les crises ;

- *l'apparition de phénomènes de panique sur les marchés*, davantage que de contagion. La propagation des crises se fait davantage par imitation que par contagion (c'est l'aspect « mondialisation »).

Les facteurs des crises

L'apparition des crises financières internationales a été liée à quatre facteurs principaux :

- la mauvaise situation de l'économie japonaise,
- l'instabilité du change Yen/Dollar,
- l'apparition en Asie d'une concurrence chinoise de plus en plus forte, fondée sur des coûts de main d'œuvre très bas,
- la recherche effrénée de débouchés de crédit à court terme pour les banques occidentales, en particulier pour les européennes.

Pour remédier aux difficultés, il ne sera probablement pas nécessaire de réformer les institutions internationales, mais plutôt d'améliorer leurs méthodes, et de proposer à tous les pays des standards économiques et financiers à atteindre.

Entretien avec M. Ernest T. Patrikis
General Counselor and Senior Vice President
American International Group
(20 mai 1999)

M. Ernest T. Patrikis a d'abord expliqué qu'à son avis, les superviseurs publics seraient toujours en retard sur les opérateurs privés et les organes publics de contrôle ne seraient jamais en mesure de prévenir les crises financières.

Il est donc nécessaire que les établissements financiers s'imposent une saine gestion des risques avec des services de crédit des services de marchés bien séparés, et rendant compte séparément et directement à la direction financière.

La connaissance du risque global peut également être améliorée. Mais, cela suppose de lever plusieurs obstacles :

- *l'opacité des fonds off-shore*. On ne connaît pas les montants, ni les flux d'investissement concernant les paradis bancaires et fiscaux. Or, pour connaître le risque, il est nécessaire que les contrôleurs bancaires publics sachent à qui les banques prêtent, en quelle quantité, et avec quel risque ;

- *la non sincérité des bilans, ou plutôt leur absence de réalisme*. C'est particulièrement le cas de ceux des banques et compagnies d'assurance au Japon, où beaucoup d'actifs restent largement surévalués.

Vis-à-vis des pays émergents, les pays occidentaux et le FMI ne doivent pas avoir une attitude tutélaire, mais aider ces pays à ce sortir par eux-mêmes des crises qu'ils traversent.

Mission à Bâle, le 10 juin 1999

Participants :

M. Philippe Marini, sénateur de l'Oise, rapporteur général de la commission des finances, président du groupe de travail

M. Paul Loridant, sénateur de l'Essonne, vice-président du groupe de travail

Jeudi 10 juin 1999

- 9 h 15** Accueil par M. Andrew Crockett, directeur général de la Banque des règlements internationaux, Banque des Règlements internationaux (BRI)
- 9 h 30** Entretien avec M. Renato Filosa, service de recherche
- 10 h 15** Entretien avec M. Charles Freeland, secrétaire général adjoint du secrétariat du Comité de Bâle sur la supervision bancaire
- 11 h 00** Entretien avec M. Philip Turner, chef du secrétariat pour les marchés émergents
- 11 h 45** Entretien avec MM. Benjamin Cohen et Sean Craig du secrétariat du Comité sur le système financier international
- 12 h 30** Déjeuner offert par M. Andrew Crockett, avec MM. Mario Giovanoli, Günter Pleines, Mme Danièle Nouy et M. Jean-Marie Kertudo
- 14 h 30** Entretien avec M. Jean-Marie Kertudo, directeur des rapports et de l'analyse financière internationale et M. Serge Jeanneau, économiste
- 15 h 00** Entretien avec M. Gregor Heinrich, chef du secrétariat du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement
- 15 h 30** Entretien avec M. Svein Andresen, membre du forum sur la stabilité financière

Tous les entretiens n'ont pas donné lieu à un compte rendu.

Entretien avec M. Andrew Crockett

Directeur général de la BRI

(Jeudi 10 juin 1999)

Autour de la BRI gravitent plusieurs groupes de travail : le Comité de Bâle en matière de réglementation bancaire ; un groupe sur les assurances ; IOSCO sur les marchés financiers.

En outre, la création récente du Forum de stabilité financière s'est accompagnée de l'instauration de trois nouveaux groupes de travail, sur les institutions à haut effet de levier (« hedge-funds »), sur les centres « off-shore » et sur les flux de capitaux à court terme.

S'agissant des « hedge-funds », deux questions se posent : celle de savoir comment, lors d'une faillite, appréhender ses conséquences et sauvegarder le système ; celle de préserver les petits marchés financiers de leurs interventions. Une orientation consisterait à resserrer le contrôle sur les risques bancaires associés aux activités des « hedge funds ». Mais, il existe des difficultés pour contrôler les fonds situés dans les centres « off-shore » à propos desquels l'on pourrait élaborer un code de conduite comprenant en particulier des exigences de capital minimal.

En matière de contrôle interne, si les grandes banques disposent de modèles détaillés d'évaluation des risques, ces modèles n'ont pas été systématiquement estimés par les superviseurs extérieurs. En outre, leur existence n'est pas une garantie contre l'existence de pratiques comptables dangereuses comme celles suivies dans les banques ou les compagnies d'assurances japonaises à travers la valorisation des actifs au prix du marché.

Des progrès ont toutefois été accomplis au Japon. Les prêts non - performants - ceux qui sont assortis de taux d'intérêt anormalement bas - sont mieux identifiés qu'auparavant dans les banques. Dans le secteur des assurances, c'est encore le « trou noir » mais l'ampleur des risques y est moindre. Cependant, de sérieux risques de faillite des compagnies d'assurance existent du fait des garanties qu'elles ont offertes aux fonds de retraite en matière de rendements, rendements aujourd'hui difficiles à atteindre compte tenu des évolutions financières au Japon. Le gouvernement japonais devra intervenir compte tenu des enjeux politiques.

**Entretien avec M. Renato Filosa, service de la recherche
économique de la BRI**

(Jeudi 10 juin 1999)

En matière de prévention des crises aucun système, même le meilleur, n'est infaillible.

Il existe deux problèmes différents :

- La façon dont les régulations sont mises en œuvre dans les pays émergents. Elles manquent d'effectivité et les principes de supervision définis par le G10 doivent être exportés dans les pays émergents.
- L'insuffisante évaluation des risques par les institutions financières des pays créditeurs.

Il appartient au FMI et à la Banque Mondiale de s'assurer au titre de la conditionnalité de leurs interventions de la mise en œuvre effective des principes de surveillance. Mais des interférences politiques peuvent empêcher le FMI d'aller au bout de cette logique.

L'encadrement du crédit bancaire ne peut offrir de solution au problème des risques qui doit être résolu par une amélioration de la supervision des crédits.

Il faut en outre régler le problème de savoir qui doit supporter les risques. La question du « hasard moral » est centrale.

Les régimes de changes fixes ne peuvent être soutenables que si les conditions de fond en sont réunies. Les « pegs » sont progressivement remplacés par des systèmes de taux de change « gérés ». De façon générale, les pays gros destinataires de capitaux ont des difficultés à supporter des taux de change trop rigides en raison des risques d'inflation associés à ces entrées de capitaux.

Entretien avec M. Charles Freeland

Comité de Bâle

(Jeudi 10 juin 1999)

Le comité poursuit plusieurs types de travaux.

L'un porte sur l'adaptation des normes de capitalisation imposées aux établissements bancaires.

L'autre porte sur l'amélioration de la supervision bancaire dans la perspective d'une extension des recommandations à l'ensemble du monde et non plus seulement aux pays occidentaux. En ce sens, une série d'évaluations des systèmes de contrôle nationaux est en cours dont l'une porte sur le cas français.

L'un des principaux objectifs est de mettre en place des systèmes évitant d'éventuelles accointances en développant le recours à des experts extérieurs.

En matière de supervision, il existe une course permanente des contrôleurs après le progrès des techniques financières (nouveaux instruments à hauts rendements, titrisations, instruments dérivés...) L'une des solutions consiste à mettre en œuvre des modèles globaux d'évaluation des risques de crédits et à améliorer les modèles d'estimation des risques de marché, ceux actuellement utilisés dans les banques n'étant pas adéquats. Cependant, les modèles sont fondés sur des estimations économétriques liées à des données passées qui peuvent être non pertinentes.

Il est bien vrai que l'exposition des banques occidentales sur le marché des GKO n'aurait pas pu être évaluée par les modèles actuels puisque les références manquaient en ce domaine. Il faut donc passer de modèles de « trading » à des modèles d'évaluation complète des risques de marché.

Les nouveaux accords prudentiels en cours d'élaboration traitent quatre sujets importants :

- **la titrisation** puisqu'à son terme les bons actifs sont sortis des banques ce qui suppose des retraitements comptables.

- **les systèmes internes de notation.** Les banques suivant de bonnes pratiques seraient autorisées à choisir leur système prudentiel plutôt que les normes établies par la BRI. L'universalité du ratio Cooke est en effet inadaptée à la diversité des situations.

- **Les risques souverains.** Il faut diversifier les exigences de couverture en fonction des notations des emprunteurs et de certaines situations particulières telles que celles des « hedge funds ». Le problème vient de ce que tous les pays ne pratiquent pas de la même manière la notation des crédits.

- **Les centres « off-shore ».** Ceux-ci ne peuvent être traités tous à l'identique mais il faut progresser vers l'établissement d'une liste noire des centres qui se verraient affecter une pondération des risques plus importante.

Enfin, il faut traiter le problème de la régulation sur internet.

Entretien avec M. Philip Turner

Chef du secrétariat pour les marchés internationaux à BRI

(jeudi 10 juin 1999)

Les crises ont révélé les faiblesses des systèmes financiers nationaux mais aussi du système financier international.

L'amélioration du système financier international suppose plusieurs mesures.

- L'introduction de clauses de rééchelonnement dans les émissions afin que, contrairement à la situation actuelle où les créiteurs sont intégralement payés grâce aux interventions, du FMI en particulier, les porteurs d'obligations soient conduits à supporter une partie des difficultés qui peuvent survenir.

Un tel système existe à Londres où des agents fiduciaires sont chargés de renégocier les échéances. Il a un effet certain sur les prix des émissions sauf pour les pays dotés d'une bonne notation.

Mais, cet effet est plutôt souhaitable étant donné les risques qu'il permet d'illustrer.

Aux Etats-Unis, un tel mécanisme ne peut être introduit sans l'accord du Congrès. Des négociations existent sur ce point au sein du G10.

- Les contrôleurs des banques des pays créanciers devraient accroître leurs exigences de provisoirement et pouvoir moduler les provisions avant la survenance d'une crise-pays. Mais, cette solution se heurte au problème suivant : tant que le débiteur paye, les banquiers refusent de provisionner le risque.

L'on peut attendre de la notation des crédits l'introduction d'une liaison nouvelle plus systématique entre l'appréciation des risques, la situation macroéconomique et les provisions.

Il serait également souhaitable d'introduire un mécanisme au terme duquel les banques devraient faire la démonstration de la qualité de leur gestion des risques faute de quoi des pénalités leur seraient imposées.

Le développement de la notation doit se faire dans le cadre du FMI et de la Banque Mondiale qui pourraient s'appuyer sur les travaux des Banques régionales.

- Il faut améliorer la connaissance des situations d'endettement extérieur et, en particulier, des échéanciers. En la matière, l'obscurité est totale du fait des opérations de swaps.

Mission à Francfort, le 5 juillet 1999

Participant :

M. Philippe Marini, sénateur de l'Oise, rapporteur général de la commission des finances, président du groupe de travail

Lundi	5	juillet	1999
10 h 00 - 11 h 00	Banque centrale européenne		
	Entretien avec M. Pierre Achard, Ministre plénipotentiaire, Conseiller financier auprès de l'ambassade de France en Allemagne		
	Entretien avec M. Tommaso Padoa-Schioppa, membre du Directoire de la Banque Centrale Européenne, M. Pineau, Directeur général adjoint des relations internationales et européennes		
11 h 00 - 12 h 00	Réunion de travail avec M. Pierre Achard		
12 h 00 - 13 h 20	Déjeuner avec M. Achard et Melle Karine Blouët, attaché financier		
14 h 00	Rendez-vous avec M. Hans Tietmeyer, Président de la Bundesbank		

Tous les entretiens n'ont pas donné lieu à un compte rendu.

Entretien avec M. Tommaso Padoa-Schioppa,
Membre du directoire de la Banque centrale européenne (BCE)
(5 juillet 1999)

- C'est l'euro-système composé de la BCE et des banques centrales nationales (BCN) qui est la banque centrale de la zone Euro.

S'il existe dans différents domaines des problèmes juridiques de définition des compétences des composantes de l'euro-système, la résolution des conflits de compétence est assurée par le consensus.

- Les récentes crises ont trouvé sinon leur origine, du moins une source d'amplification, dans les dysfonctionnements du système financier.

- La réunion du G7 d'Halifax en a tenu compte et a opéré une rupture avec la tradition du G7 puisque ses conclusions ont appelé à définir des éléments de **réglementation** des mouvements de capitaux à partir des travaux du Comité de Bâle.

- La coopération internationale en matière de réglementation est très **informelle** -elle ne repose pas sur des bases juridiques, même si la traduction nationale des règles peut emprunter des canaux légaux-, **consensuelle** et **flexible**, -elle se réfère à des normes minimales, à des concepts du type « meilleures pratiques »-.

Les enceintes financières internationales sont très spécialisées et il n'existe pas d'institution internationale de référence.

Les statuts du FMI ne sont pas tels que le fonds puisse jouer ce rôle mais le FMI use de ses prérogatives pour élargir son domaine de compétence.

L'OMC pourrait avoir au niveau mondial une compétence analogue à celle de la Commission européenne en matière de règles bancaires et financières mais ce n'est pas encore le cas.

- Le traité de Maastricht ne confère à la BCE qu'un rôle très limité dans le domaine de la supervision bancaire qui reste pour l'essentiel du ressort des Etats et d'ailleurs, soit des BCN, directement ou indirectement, soit

d'organismes créés à cet effet et plus ou moins indépendants. Il existe cependant une procédure légère de modification du traité qui permettrait de compléter les compétences de la BCE. Pour autant, il n'est pas souhaitable de la mettre en œuvre. L'encadrement législatif et réglementaire de la supervision bancaire est satisfaisant en Europe. Mais la coopération effective entre les organes de surveillance doit être renforcée sur une base informelle.

Quant à elle, la BCE doit avoir une connaissance approfondie du système bancaire de la zone Euro à partir des enjeux naturels que recèle l'état de l'industrie bancaire pour une banque centrale qui suit et contrôle l'évolution des contreparties de la masse monétaire : l'Euro supprime en effet les cloisonnements et transforme les banques de chaque pays en « banques régionales de la zone Euro ».

- Selon les termes du traité de Maastricht, le rôle de prêteur en dernier ressort reste confié aux BCN. Il faut en la matière éviter toute confusion en rappelant que le prêteur en dernier ressort n'est pas appelé à surmonter des crises de solvabilité mais des difficultés de liquidité. Dans ces conditions, le problème du prêteur en dernier ressort qui est d'ailleurs largement théorique peut être résolu par les BCN.

**Entretien entre M. Hans Tietmeyer, président de la
Bundesbank, et M. Philippe Marini, président du groupe de travail**

(5 juillet 1999)

• Trois catégories de crise se sont succédées depuis une vingtaine d'années :

- Les crises d'Amérique latine des années 80 qui résultaient d'un endettement public insoutenable ;

- La crise mexicaine, à la fois crise de change, due à un taux de change irréaliste, et crise de financement du secteur privé, qui a été résolue à court terme par le flottement de la devise et les interventions des institutions financières internationales dans des conditions peu satisfaisantes puisque ces interventions ont sans doute retardé les ajustements structurels nécessaires ;

- La crise asiatique, produit, selon des modalités différentes dans les différents pays concernés, d'investissements mal orientés suscités à la fois par des mécanismes de changes fixes insoutenables et par un système bancaire d'autant moins efficace qu'il se reposait sur des garanties publiques trop généreusement octroyées.

Deux types de facteurs déclenchants peuvent donc être identifiés : les conditions macro-économiques ; la vulnérabilité du système financier et bancaire.

• Les organisations financières internationales sont apparues excessivement spécialisées avec le FMI centré sur les questions macro-économiques, la Banque Mondiale axée sur le développement mais dénuée d'une culture de surveillance suffisante et les organismes de Bâle, ainsi que l'IOSCO (OICV). Il a semblé nécessaire d'établir des liens entre ces différentes instances, l'idée d'une table-ronde non formelle s'imposant et donnant naissance à la proposition d'établir un Forum international. A ce propos, le président exprime le regret d'avoir dû s'en tenir à une proposition retenant une participation au Forum par référence au G7 alors qu'il aurait été

souhaitable de la calquer sur le système de circonscriptions du FMI. Il exprime en outre le souhait que des contacts soient noués avec le secteur privé sur des bases informelles.

- Il faut améliorer les standards de surveillance et le FMI doit superviser les organismes de supervision, ce qu'il commence d'ailleurs à entreprendre.

Les flux de capitaux à court terme doivent être mieux observés puisqu'ils peuvent représenter un indicateur avancé des crises.

Il faut instaurer des règles minimales de transparence mais pas de contrôles.

- S'agissant des « hedge funds », deux améliorations allant dans le sens d'une meilleure transparence peuvent intervenir. L'une concernerait le suivi de l'activité des prêteurs dont l'utilité a été démontrée par l'affaire LTCM, l'autre les fonds eux-mêmes. S'il est difficile d'imposer des règles à ces derniers, l'on peut tout au moins définir une série de bonnes pratiques, ceux des fonds s'y soustrayant démontrant « ipso facto » leur dangerosité. Cette solution permettrait de combler les insuffisances d'information sur les « hedge funds » en instituant un élément de concurrence entre eux .

- S'agissant des places « off shore », on pourrait imaginer une procédure d'enregistrement mais les Etats-Unis s'y opposent.

- Il serait dangereux et inutile que l'Europe fasse cavalier seul en imaginant imposer des mesures qui n'affecteraient pas l'ensemble du monde.

- La question de l'aléa de moralité est une question cruciale : les interventions publiques systématiques fragilisent le marché.

- Dans l'ensemble, les règles de supervision sont satisfaisantes en Europe et suffisamment harmonisées. Il pourrait cependant être utile d'étendre la pratique allemande d'un enregistrement de tous les prêts supérieurs à 2 millions de DM.

- Il est très important d'améliorer les règles de comptabilité. La comptabilité des banques et compagnies d'assurances japonaises axée sur la valeur de marché est une mauvaise pratique, qui fait courir de grands dangers à la communauté financière internationale.

- Les réformes des ratios prudentiels proposées par le Comité de Bâle ne sont pas entièrement satisfaisantes.

L'actuel accord doit être révisé dans le sens d'une modulation plus fine, en particulier au sein des pays de l'OCDE. Mais la place réservée aux agences de « rating » dans les propositions du Comité pose un problème du fait de l'inexistence d'une agence de notation européenne. Cela revient à s'en remettre à la culture financière américaine. Il faut susciter l'émergence d'une agence européenne indépendante des banques : un projet existe en ce sens en Allemagne autour du groupe Bertelsmann qu'il serait utile de conduire en commun avec la France.

Il faut aussi promouvoir l'utilisation des modèles de risques internes aux banques mais en spécifiant mieux ces modèles.

- Il est essentiel, si l'on veut être efficace, d'éviter de politiser la régulation car l'on risquerait en le faisant de créer des institutions rigides orientées vers des enjeux de pouvoir et peu aptes à s'adapter à un monde financier en constant mouvement.

Mission à Abidjan, du 11 au 13 juillet 1999

Participants :

Monsieur Philippe Marini, sénateur de l'Oise, rapporteur général de la commission des finances, président du groupe de travail

Monsieur Michel Charasse, sénateur du Puy-de-Dôme, rapporteur spécial des crédits de la coopération et de la francophonie

Dimanche 11 juillet

Entretien avec M. Francis Lott, ambassadeur de France en Côte d'Ivoire

Lundi 12 juillet

8 h 30 Entretien avec M. Niamien N'Goran, ministre de l'économie et des finances

9 h 15 Entretien avec M. Youssouf Bamba, ministre délégué auprès du ministre d'Etat, ministre des affaires étrangères, chargé de la coopération internationale

- 10 h** Entretien avec M. Seydou Ba, président de la Cour commune de justice et d'arbitrage de l'Organisation pour l'harmonisation en Afrique du droit des affaires (OHADA)
- 11 h** Réunion de travail à la Banque africaine de développement avec M. Enweze, vice-président chargé des opérations, M. N'Kodo, directeur du département des opérations centrales auprès de cette vice-présidence, M. Fall, secrétaire général de la BAD, et M. Perrin, administrateur
- 13 h** Déjeuner à la résidence de M. Christian Bouquet, conseiller culturel, adjoint au chef du service de la coopération
- 15 h 30** Réunion de courtoisie et de travail à l'Assemblée nationale avec huit députés dont M. Léon Amon, président de la commission des relations extérieures et de la coopération internationale
- 17 h** Entretien à la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM), avec M. Kakou Gozan, coordinateur et directeur national de la BCEAO
- 18 h** Entretien avec Monsieur Emmanuel Nana, secrétaire général de la commission bancaire de l'UEMOA (Union économique et monétaire ouest-africaine)

Tous les entretiens n'ont pas donné lieu à un compte rendu.

**Entretien avec M. Francis Lott,
Ambassadeur de France à Abidjan**

(11 juillet 1999)

L'ambassadeur a tracé les grandes lignes de l'économie ivoirienne : 40 ans de capitalisme d'Etat ouvert sur l'extérieur, avec un fort recours à la main d'œuvre des pays voisins. Le point culminant du développement ivoirien fut atteint dans les années 1980 où le pays était devenu le premier producteur mondial de cacao, le premier producteur africain de café et avait un PIB/hab de plus de 2000 \$. Aujourd'hui, il se situe à 800 \$.

Il a souligné le fort endettement du pays dont 47 % des recettes fiscales vont au service de la dette. L'éducation constitue la priorité budgétaire (40 % du budget de l'Etat) et permet d'obtenir un taux de scolarisation de 70 % (proche de 100 % à Abidjan).

Le FMI a mis en place des procédures d'ajustement structurel. Parallèlement, le pays a profité des initiatives d'allègement de la dette.

L'ambassadeur a estimé que la Banque mondiale et le FMI n'agissaient pas main dans la main mais se succédaient l'un à l'autre. La Banque mondiale possède une représentation permanente à Abidjan, tandis que le FMI fait venir des équipes ponctuellement depuis Washington. En revanche, les deux institutions développent une approche commune s'agissant du souhait d'une meilleure gouvernance, passant notamment par une progression des recettes fiscales et douanières.

Le pays a subi des sanctions. La Banque mondiale mène des consultations avant d'attribuer une aide budgétaire de 351 millions de dollars en octobre prochain.

L'Union européenne a cessé ses décaissements (il reste 40 millions d'euros pour cette année) suite à la publication d'un audit mettant en évidence une très forte corruption dans le secteur de la santé et de la décentralisation (200 millions de francs auraient disparu). La communauté des bailleurs de fonds réclame des sanctions pénales et la restitution des sommes détournées.

Enfin, le FMI a gelé ses prêts depuis le mois de février pour mauvaise gouvernance et exige des réformes fiscales et douanières encore mal avancées. En revanche, la presque totalité des privatisations ont été faites.

**Entretien avec M. Niamen N’Goran,
ministre de l’économie et des finances**

(12 juillet 1999)

M. Philippe Marini, rapporteur général, a interrogé le ministre sur l’opinion des autorités ivoiriennes au sujet des crises financières et sur ses relations avec les institutions de Bretton-Woods.

Après la dévaluation, la Côte d’Ivoire a reçu 585 millions de dollars des institutions de Bretton-Woods et bénéficié d’un rééchelonnement de la dette selon les conditions de Naples puis de Lyon. Les premières difficultés sont intervenues en 1998 avec l’apparition de la notion de gouvernance. La gouvernance apparaît au ministre comme une notion « *très élastique* ». Il s’est montré très attentif aux traductions concrètes des décisions de Cologne (s’agissant de la dette des pays les plus endettés).

L’effet de la suspension des décaissements a été accentué par la forte détérioration des termes de l’échange à partir de la même année. Les prix ont chuté très fortement, entraînant avec eux l’activité, les recettes fiscales (80 milliards de CFA de moins-values pour 1998) et la consommation des ménages. Par exemple, les institutions de Bretton-Woods demandent le versement de retard de trésorerie de 35 milliards de CFA à l’égard des fonctionnaires, alors qu’un remboursement ferait sortir la Côte d’Ivoire des critères nécessaires à son maintien dans l’UEMOA. La Côte d’Ivoire a traversé deux grèves des fonctionnaires, ce qui a alimenté les difficultés. Au total, les recettes fiscales ont chuté et se sont révélées inférieures aux prévisions pour le cacao et le café, tandis que les dépenses ne freinaient pas suffisamment.

S’agissant de la gouvernance, le ministre a rappelé que la Côte d’Ivoire avait une justice indépendante, et qu’il ne pouvait ni accélérer ni maîtriser son cours.

Le rapporteur général a alors demandé quels furent les effets de l’euro pour la Côte d’Ivoire.

Le ministre a indiqué qu’il y avait des anticipations fortes sur l’euro, avec des sorties de capitaux à court terme suite aux insinuations sur une

possible nouvelle dévaluation. Il a noté que le mouvement s'était inversé en 1999 et que tout était en ordre aujourd'hui.

Interrogé sur les relations entre la Banque mondiale et le FMI, le ministre a estimé qu'au niveau de chaque programme, les cadres généraux étaient élaborés conjointement, avec toutefois des nuances.

Lors des négociations avec la Banque mondiale sur une ligne de 321 millions de dollars, la Côte d'Ivoire a respecté ses engagements s'agissant des privatisations ; dans le même temps, la Banque mondiale a rajouté des conditions, comme l'obligation pour l'Etat de vendre les 20 % qu'il détient dans chaque banque. Or, si la BIAO, troisième banque de l'UEMOA, est équilibrée, elle ne trouve pas preneur : d'après la Banque mondiale, si elle n'est pas vendue d'ici un an, il faudra la dissoudre. Le ministre a déploré que la Banque mondiale intervienne dans le secteur bancaire alors que cela relève du FMI. Il a souligné le flou des compétences pour le secteur financier.

Le rapporteur général a fait remarquer que si théoriquement le FMI avait en charge les balances des paiements et la Banque mondiale les budgets nationaux, en réalité les institutions de Bretton-Woods essayaient de faire de plus en plus de missions conjointes.

Le ministre a indiqué que pour les privatisations, les deux institutions ne s'entendaient pas sur le rythme nécessaire : par exemple, la société ivoirienne de raffinage devrait être cédée avant la fin de l'année pour le FMI, quand la Banque mondiale préfère attendre la mise en place d'un cadre macro-économique. De même, l'organisation diffère : le bureau régional de la Banque mondiale ne prend pas de décision (tout va à Washington). La Côte d'Ivoire a demandé une délocalisation des juristes mais ils refusent de se déplacer, engendrant frais et retards. Le fait de relever du droit français ne simplifie pas les choses et le besoin de coordination se fait nettement sentir.

Le rapporteur général a interrogé le ministre sur les contrôles du secteur bancaire et sur les règles prudentielles.

Il a répondu qu'il était très satisfait de la commission bancaire de l'UEMOA qui fonctionne très bien dans huit pays. Il a salué cette réussite régionale et affirmé que cette commission faisait autorité et avait un programme de travail très précis et sérieux. Elle siège à Abidjan à cause du nombre très important d'établissements situés en Côte d'Ivoire. Il a précisé qu'aucun ministre des finances ne pouvait agréer une banque sans l'accord de la commission bancaire. Il a indiqué qu'il y aurait un renforcement des ratios prudentiels à partir de 2000 et 2002 selon le type de ratio, suite à la conférence tenue à Dakar en juin 1999.

La Côte d'Ivoire propose un toilettage des textes, d'augmenter la règle de la majorité sauf ce qui concerne à proprement parler la souveraineté des Etats (par exemple avec une *golden share* en cas d'intérêt particulier d'un Etat ; l'immigration s'agissant de la Côte d'Ivoire). La Côte d'Ivoire estime aussi qu'il faudrait prendre en compte davantage le poids économique des Etats pour les votes, à l'image de l'Union européenne.

Le rapporteur général lui a demandé son opinion sur la proposition française de réforme des institutions de Bretton-Woods.

Le ministre a répondu que la Côte d'Ivoire préférerait que le comité intérimaire et le comité de développement soient impliqués l'un et l'autre d'un point de vue politique. Elle estime possible que les deux structures se rejoignent. La Côte d'Ivoire est d'accord pour constater que le système monétaire international va mal et qu'il faudra faire davantage appel au secteur privé dans l'avenir. Il a constaté que les pays développés avaient le plus profité de la crise, puisque 300 milliards de dollars avaient été transférés vers eux (via les termes de l'échange). Il a estimé que les changements futurs devraient prendre en compte cette situation : « *la crise passée, il faut constater les transferts et les corriger* ».

M. Philippe Marini a terminé par une question sur la BRVM.

Le ministre a indiqué que le volume des transactions et celui des sociétés cotées étaient encore trop faibles. Il a dit réfléchir sur des incitations fiscales pour favoriser l'introduction d'entreprises en bourse. Il a expliqué que la BRVM avait besoin de se développer et que cela concernait la gouvernance et le gouvernement d'entreprise.

**Réunion de travail à la Banque africaine de développement avec
M. Cyril Enweze, vice-président chargé des opérations,
entouré de nombreux directeurs et responsables de la banque dont le
secrétaire général, Monsieur Fall, et
Monsieur Perrin, administrateur français.**

(12 juillet 1999)

Le vice-président a indiqué que la BAD coopérait depuis longtemps avec la Banque mondiale s'agissant des projets de développement et avec le FMI pour les plans d'ajustement structurel. Cette coopération porte principalement sur la politique régionale et l'assistance technique. Elle prend la forme de partage d'informations, surtout avec la Banque mondiale. Avec le FMI, elle se limite à des conseils politiques et quelques informations avant la mise en œuvre de PAS. En revanche, les rapports institutionnels sont « intenses », très fréquents, quotidiens par exemple au niveau des chefs de division. Il s'agit de vérifier si les institutions sont sur la même longueur d'onde.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a demandé si, avant un investissement important dans un pays, la BAD se mettait en rapport avec la Banque mondiale et le FMI de façon systématique pour étudier le projet.

Le vice-président a insisté sur la répartition des tâches.

Un directeur a détaillé cette réponse. Pour un projet classique d'investissement, la BAD commence par la programmation dans le cadre d'un document stratégique entre la BAD et le pays (pour vérifier que le projet est bien conforme aux orientations du pays et de l'institution). Puis, la BAD examine le taux d'endettement du pays et le respect des critères du FMI et de la Banque mondiale, qu'il s'agisse du cadre macro-économique, des coûts induits, des conséquences budgétaires. Ce cadre est donc fourni par Bretton-Woods : la BAD agit en son sein pour définir le projet et le programmer. Cela se fait donc à l'étape initiale de l'évaluation.

Pour un PAS, la BAD n'intervient jamais seule, conformément aux statuts du FAD, mais toujours avec la Banque mondiale et le FMI.

Le rapporteur général a demandé à la BAD ce qu'elle entendait par l'expression bonne gouvernance utilisée par le FMI.

Le vice-président a remarqué que dans les rapports BAD / institutions de Bretton-Woods, il y avait convergence sur le refus de travailler, en aucune manière que ce soit, avec un pays qui aurait des problèmes de gouvernance : ceci constitue un motif de rupture. Il a souligné que le conseil d'administration de la BAD faisait preuve d'une grande vigilance sur ce point, notamment suite aux remous traversés par la banque il y a trois ans : « *maintenant c'est fini, nous ne prendrons aucun risque si le FMI et la Banque mondiale identifient un problème de gouvernance* ». Cela justifie une fois de plus des échanges d'informations entre les institutions.

La vigilance se porte essentiellement sur l'évaluation de la performance globale du pays. C'est elle qui détermine la gouvernance. On peut donc la définir par la responsabilité, la transparence, la participation de la société civile aux projets, le lutte contre la corruption (dont la prise de conscience a été trop tardive). M. Enweze a constaté que 90% des échecs s'expliquaient par des problèmes de gouvernance.

La BAD a lancé une étude sur son partenariat avec la Banque mondiale en vue d'un protocole d'accord permettant de formaliser leurs relations de façon complète. La Banque mondiale propose d'élargir la coopération existante en la portant sur de nouveaux domaines (recenser les besoins des pays, identifier les problèmes institutionnels, rechercher les ressources extérieures, etc.) pour avoir une vue d'ensemble. Chacune aurait alternativement un rôle de chef de file. Elles souhaitent essayer ce nouveau système dans six pays. Ce protocole d'accord devrait déterminer les secteurs concernés, la répartition des rôles et les besoins d'approfondissement des capacités d'expertise.

M. Charasse a demandé une définition brève de la bonne gouvernance pour la BAD et si la démocratie, c'est-à-dire la liberté de vote et le multipartisme, était un élément prioritaire et indispensable pour la bonne gouvernance.

La démocratie est-elle un élément de la bonne gouvernance ? Est-il possible d'avoir une bonne gouvernance sans démocratie ? Le vice-président a estimé que non car les institutions démocratiques devaient nécessairement mener à la bonne gouvernance. La démocratie en constitue donc à ses yeux un élément essentiel et indispensable. En revanche, à la BAD, le souci est d'élargir la notion de bonne gouvernance à tous ses aspects économiques et sociaux. Il s'agit donc de traiter non seulement avec la société politique mais aussi avec l'ensemble de la société civile. Pour cela, il faut un cadre institutionnel juridique permettant le débat public et l'accès à l'information. Il y a un lien étroit entre un système légal efficace, un libre débat public et une bonne gouvernance.

M. Charasse s'est alors demandé ce qui se passerait si un gouvernement était renversé au profit d'une dictature pour avoir trop strictement recherché cette bonne gouvernance.

M. Enweze a répondu que la BAD ne définissait pas la bonne gouvernance mais en donnait des éléments adaptés à chaque pays. Sa stratégie est donc de développer le cadre du débat public. Il a reconnu qu'un nouveau gouvernement reculant après le renversement de son prédécesseur sur la bonne gouvernance poserait un problème. Il a estimé que la BAD ne pourrait alors plus traiter avec lui.

Le rapporteur général a fait remarquer que la gouvernance était un partage de pouvoirs pour une meilleure répartition des risques mais que la BAD ne devait pas, à son avis, interférer dans l'action des Etats.

M. Philippe Marini a ensuite demandé à la BAD quelles leçons elle avait tiré des crises de 1997/1998 et quelles étaient ses appréciations sur leurs conséquences pour l'Afrique.

Le vice-président a indiqué que les leçons étaient claires mais les solutions compliquées. Il a énuméré ainsi quelques enseignements :

- nécessité de disposer de davantage d'éléments d'information ;
- nécessité d'augmenter la qualité de l'information et notamment de disposer de normes acceptables minimum ;
- importance des réformes du secteur financier ;
- amélioration de la supervision du secteur financier international.

Il est plus difficile de définir les solutions. La BAD a besoin de nombreuses informations fiables qui lui font aujourd'hui défaut, par exemple sur les agrégats macro-économiques, l'activité du secteur privé, etc... Elle partage cette analyse avec le FMI. Par exemple, ils s'accordent sur la nécessité d'amener davantage le secteur privé à intervenir dans le financement d'investissements en Afrique.

La crise asiatique a suscité de vives craintes dans les pays africains. Craintes au niveau commercial d'abord : l'Afrique dépend de l'Asie, non seulement parce qu'elle y exporte beaucoup de pétrole, mais aussi parce que les produits africains et asiatiques se trouvent en concurrence directe sur certains marchés. La crise a ainsi fragilisé la situation des pays africains producteurs de pétrole et détérioré les termes de l'échange en faveur de l'Asie.

Craintes au niveau des investissements ensuite : le réalignement des taux de change s'est fait en faveur de l'Asie qui peut désormais obtenir

davantage d'investissements directs étrangers. La crise doit néanmoins inciter les pays africains à éviter les erreurs asiatiques et à mieux identifier les faiblesses dont souffrent les politiques économiques.

Le rapporteur général a demandé quelques chiffres pour mesurer l'impact de la crise sur l'Afrique et si la BAD avait mis en place des programmes spécifiques pour améliorer la supervision bancaire.

M. Enweze a indiqué que la crise avait permis de rééquilibrer l'intérêt pour l'Afrique et de constater que celle-ci n'était finalement pas si mauvaise et permettait de réaliser de bonnes affaires.

Des estimations ont été faites en collaboration avec le FMI et les autres organisations internationales. Elles ont été réalisées pays par pays, puis de façon plus globale, mais seulement à court terme. La BAD a ainsi constaté que l'impact global sur le PIB africain était de l'ordre de 0,5 % et qu'il avait été plus fort pour les pays producteurs de pétrole (analyse plus approfondie dans la *World Economic Review* du FMI et dans un document joint).

Le rapporteur général a demandé quel avait été le coût de la crise pour la BAD.

La BAD a eu tout d'abord des pertes de change qui ont paralysé le programme de prêts pour l'année 1998-1999. A cela se sont ajoutés des délais de paiement allongés, notamment pour le Gabon. Ces pertes de recettes ont fortement pesé sur les nouveaux engagements. La BAD en a néanmoins tiré des éléments positifs, à commencer par l'ouverture plus grande des places financières internationales à l'Afrique. En 1998, les trois guichets de la BAD ont pu générer des bénéfices mais l'avenir des deux prochaines années reste sombre.

S'agissant de la supervision bancaire, la BAD veut jouer un rôle plus actif dans ce secteur, en collaboration avec la banque mondiale et le FMI. Elle a fait un bilan de ses compétences et de ses capacités d'expertise et a décidé de les renforcer.

M. Charasse a souhaité développer des aspects européens. Il a rappelé l'effort de l'Union européenne en matière d'aide au développement et la contribution de la France à hauteur du quart de ces sommes. Il a donc demandé quelle était la coopération entre l'Union européenne et la BAD et quelle était l'opinion de la BAD sur les politiques de change ; en d'autres termes, l'appartenance à la zone franc est-elle un élément positif ?

La collaboration entre la BAD et les pays donateurs la conduit à consulter régulièrement l'Union européenne, notamment sur les questions d'intégration régionale. De même, pays par pays, la collaboration est très

bonne. Il y a par exemple eu un projet pilote en Côte d'Ivoire entre la BAD, la Banque mondiale et l'Europe. Partout ailleurs, existent de nombreux projets communs et une coordination quotidienne entre les fonctionnaires de la BAD et de l'Union européenne.

A propos de la zone franc, la BAD a reconnu que les pays y appartenant bénéficiaient avec l'euro d'un avantage certain. Cet ancrage permet davantage de discipline et de crédibilité. De plus, l'euro apporte une baisse des coûts de transaction, une meilleure transparence des prix, une maîtrise de l'inflation. La zone franc a cependant pour inconvénient de priver les autorités monétaires africaines d'autonomie et d'indépendance. La zone franc lui apparaît de plus en plus comme un bloc en mesure de concurrencer les autres zones d'intégration en voie de constitution ailleurs dans le monde.

Le rapporteur général s'est demandé si le lien fixe avec l'euro garanti par le Trésor français constituait une incitation à la bonne gouvernance, et si on allait vers une zone monétaire africaine au coût mutualisé entre l'ensemble de ses membres.

M. Enweze a indiqué qu'en réalité il fallait se résoudre à céder les autonomies nationales à des groupes supra-nationaux en matière de réforme économique et financière. Il ne voit aucune contradiction entre la bonne gouvernance et une zone monétaire, chacune ayant une même exigence de saine politique. Cependant, le jour où l'euro apparaîtra comme une monnaie très forte, se posera un problème de compétitivité pour les pays de la zone franc qu'il faudra bien corriger.

Il estime que vont se développer des regroupements régionaux à l'image de l'UEMOA et que tout élargissement de cette dernière, notamment au Ghana, devrait probablement se faire à une échelle importante.

Le rapporteur général a demandé si la BAD tenait compte de l'appartenance à la zone franc et des efforts français en matière monétaire.

Le vice-président a répondu que les critères exigés ne changeaient pas mais que la BAD récompensait les pays les plus performants. Actuellement, ceux de la zone franc profitant de l'euro et menant des réformes très positives, jouissent d'une favorable appréciation.

Le rapporteur général s'est enfin demandé s'il n'y avait pas un risque d'aléa moral avec la zone franc et s'il ne faudrait pas, dans l'avenir, partager la charge entre les pays.

M. Enweze s'est déclaré d'accord, mais seulement en cas d'extension de la zone, celle-ci signifiant autant une augmentation de la discipline qu'une réduction des risques.

**Entretien avec M. Kakou Gozan,
coordinateur de la bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM)**

(12 juillet 1999)

M. Gozan a présenté la BRVM, née le 16 septembre 1998. Auparavant, chaque pays de l'UEMOA avait une mini-bourse (la bourse des valeurs d'Abidjan par exemple). Depuis le 24 mars 1999, un réseau satellite achemine les ordres de bourse à partir d'antennes nationales jusque vers la BRVM. Celle-ci fonctionne comme un marché au comptant, au fixing avec trois cotations par semaine. Aux 34 premières sociétés cotées, toutes héritées de la bourse des valeurs d'Abidjan, s'en sont ajoutées deux, dont la société des télécommunications du Sénégal qui représente 25 % de l'ensemble de la capitalisation boursière de la place. Par ailleurs, la BRVM gère 4 lignes obligataires. Chaque séance de transaction porte en moyenne sur un montant de 400 millions de CFA, sur 8.000 titres et la moitié des sociétés cotées. L'indice de référence BRVM 10 a gagné 4 % depuis janvier 1999. 14 sociétés de gestion et d'intermédiation possèdent un monopole sur les transactions. Il y en a 7 à Abidjan et 7 dans les autres pays de l'UEMOA. La capitalisation totale approche les 1.000 milliards de CFA.

Il a ensuite exposé les conditions d'introduction en bourse. Pour les grandes entreprises, il faut : une capitalisation supérieure à 500 millions de CFA, 5 comptes certifiés, un résultat net supérieur à 3 % du chiffre d'affaires et la mise sur le marché de 20 % du capital social. Pour les petites entreprises, 200 millions de CFA et deux comptes certifiés suffisent. Pour les obligations, elles doivent dépasser les 500 millions de CFA et les 25.000 titres.

La procédure est relativement longue : l'offre publique de vente est visée par le conseil régional de l'épargne publique et des marchés financiers ; puis, elle est adressée à la BRVM, instruite par une société de gestion, soumise à l'accord du conseil d'administration et à l'avis final du conseil régional ; enfin, elle est introduite sur le marché.

Un développement plus rapide de la bourse n'est pas vraiment envisageable dans le contexte actuel : le marché boursier constitue une notion nouvelle et souffre d'une ignorance manifeste de la part des africains. Il s'agit donc d'abord de promouvoir le système boursier dans l'esprit des investisseurs ouest-africains qui peuvent y trouver une solution à leur manque de capitaux.

Le choix d'un droit boursier national ou supranational fut le premier problème résolu. La BRVM se veut une bourse régionale régie par des textes régionaux et dictée par un conseil régional supranational. Cela s'inscrit bien dans le système bancaire de l'UEMOA qui relève depuis 1990 d'une réglementation unique : une seule commission bancaire, une seule banque centrale et donc une seule bourse.

M. Gozan a expliqué que la BRVM avait choisi, après un appel d'offres international, de confier à une société canadienne la mise au point de son logiciel de cotations et à une société anglaise celui de règlement livraison. Les rares investisseurs étrangers interviennent ainsi principalement depuis Londres.

A propos des OPCVM, il a indiqué que la directive les régissant n'avait été adoptée par le conseil régional que le 2 juillet dernier et qu'il attendait donc des instructions. Il s'y est montré extrêmement favorable car elles permettront au marché boursier de prendre un certain envol. Les banques et les sociétés de bourse devraient être en mesure de proposer les premières OPCVM à l'automne. La BRVM travaille également avec des comités de privatisation de l'UEMOA et à un objectif de 100 sociétés cotées dans les cinq ans à venir.

La BRVM applique les textes de l'OHADA en les adaptant au droit boursier, par exemple en assouplissant la règle du minimum de 10.000 CFA.

La BRVM ne prévoit pas de plafonnement des droits de vote mais rend obligatoire la déclaration de franchissement de certains seuils, sans que celui-ci n'entraîne le lancement d'une OPA.

Entretien avec M. Emmanuel Nana,
secrétaire général de la commission bancaire de l'UEMOA
(12 juillet 1999)

M. Nana a indiqué que la commission bancaire surveillait 69 banques et 23 établissements financiers depuis le 1^{er} octobre 1990.

La commission agit dans le cadre du traité de l'UEMOA et s'appuie sur les lois bancaires nationales. Les décisions se prennent par la voie de directives communes.

Interrogé sur les effets de la crise asiatique et les leçons qu'il en a tirées, M. Nana a indiqué que l'UEMOA avait été préservée des conséquences directes des crises de 1997/1998 : elle n'a en son sein aucun investisseur local lié à une banque asiatique ; le marché régional en reste au stade des balbutiements ; les sorties de capitaux hors de la zone franc sont contrôlées. Il faut, d'après lui, davantage libéraliser le mouvement des capitaux tout en contrôlant les sorties à court terme, à commencer par l'endettement à court terme des entreprises. Il a expliqué que les banques du Mali et du Burkina Faso avaient néanmoins souffert de la crise. De plus, le poids des groupes bancaires français avait indirectement pesé sur la place financière africaine : ils sont devenus plus sélectifs dans leurs décisions d'investissement.

M. Nana a décrit les activités de la commission bancaire, créée après la crise bancaire de 1989-1990 qui s'était traduite par la fermeture du tiers des établissements de crédit. La commission a commencé par moderniser la loi bancaire en s'inspirant de la loi française de 1984. Parallèlement, elle a renforcé le dispositif prudentiel des établissements africains.

En 1997-1998, suite aux crises de la BCCI et de la BIAO, elle a dû fermer 4 banques. Depuis, la commission se réunit chaque trimestre et mène un contrôle approfondi de chaque établissement tous les deux ans au moins. En cas de placement d'une banque sous « surveillance rapprochée », la commission produit un rapport tous les trimestres. Elle pratique également des contrôles inopinés. En revanche, elle ne surveille pas les comptes chèques postaux qui relèvent des directions du Trésor de chaque Etat.

Le rapporteur général l'ayant interrogé sur la publicité des travaux, M. Nana a indiqué qu'ils étaient transmis aux ministres des finances et au conseil d'administration de la BCEAO. Libres à eux de leur en donner une publicité ultérieurement. Néanmoins, la commission bancaire peut prendre des sanctions administratives et rendre publiques ses propositions. Elle agit avec prudence à cause de la faible culture financière des pays africains et par crainte d'une réaction en chaîne. Il existe une voie de recours devant le conseil des ministres de la BCEAO.

Il a expliqué que le tiers des banques était sous contrôle de groupes occidentaux, le deuxième tiers était constitué de *joint-ventures* et le dernier tiers d'établissements locaux isolés. La loi bancaire a prévu l'obligation d'un actionnaire de référence, a instauré une solidarité de place et un pouvoir d'appel du président de la commission bancaire aux actionnaires des établissements de crédits. Si la solidarité n'a pas encore joué, il y a déjà eu des cas d'appel aux actionnaires.

M. Nana a ensuite exposé les conséquences de l'introduction de l'euro sur le système bancaire ouest-africain. Dans l'UEMOA, l'euro constitue une chance pour le système bancaire car il permet : de rationaliser le réseau des correspondants et la gestion des relations commerciales (70 % d'entre elles ont vu leur risque de change disparaître). L'euro favorise également la collecte d'épargne en provenance des immigrants installés en Europe. Il ne contribuera pas directement à améliorer la stabilité du système bancaire qui repose d'abord sur la qualité des politiques budgétaires menées dans l'UEMOA puis sur celle de la politique monétaire ouest-africaine et enfin seulement, sur celle de la supervision bancaire.

L'euro en tant que tel n'offrira rien de mieux par rapport à la situation précédente, et par rapport à tout ce qui reste à faire au sein du système bancaire africain. C'est la place de l'euro dans le système bancaire international qui pourra favoriser la stabilité, le contrôle et la prévisibilité des relations de change vis-à-vis du dollar et du yen. L'UEMOA ne bénéficiera de cet effet que si elle met en place des réformes structurelles dans son système bancaire.

S'agissant de l'extension de la zone CFA, M. Nana a rappelé qu'elle avait une responsabilité monétaire historique. Cette relation fonctionnant bien, elle devra naturellement s'étendre à d'autres pays ACP. Le rythme de cette extension dépendra du lien qu'auront ces pays avec l'euro. Il a estimé qu'il s'agissait néanmoins d'une chance unique de réaliser une monnaie commune, à même de favoriser le développement de toute la région ouest-africaine.

Mission à Tokyo, du 3 au 6 octobre 1999

Participant :

Monsieur Philippe Marini, sénateur de l'Oise, rapporteur général de la commission des finances, président du groupe de travail

Lundi 4 octobre 1999

- 9 h 45 - 10 h 30** Entretien avec M. Shimpo, Vice-ministre pour les affaires internationales, Agence de planification économique
- 10 h 45 - 11 h 30** Entretien avec M. Masunaga, Vice-président du *Japan Center for International Finance*
- 12 h 00 - 14 h 30** Déjeuner avec M. Fukui, Président du *Fujitsu Research Institute* et ancien sous-gouverneur de la banque du Japon
- 15 h 00 - 15 h 30** Entretien avec M. Kuroda, Vice-ministre des finances pour les affaires internationales
- 16 h 00 - 17 h 00** Entretien avec M. Yoshitomi, Président de l'Institut de la Banque asiatique de développement
- 18 h 00 - 19 h 00** Entretien avec M. Yukio Ono, associé du cabinet Deloitte-Touche Tohmatsu
- 19 h 30 - 22 h 00** Dîner avec des banquiers : Société Générale, Paribas, Crédit Lyonnais, Kommerzbank

Mardi 5 octobre 1999

- 8 h 15 - 9 h 30** Petit déjeuner de travail avec l'Ambassadeur
- 10 h 00 - 10 h 40** Entretien avec M. Matsushima, Sous-Gouverneur de la Banque du Japon

- 11 h 15 - 12 h 00** Entretien avec M. Wakatsuki, Président du *Japan Research Institute*
- 12 h 00 - 13 h 30** Déjeuner avec M. Sakakibara à l'invitation de M. Guillouët, Ministre Conseiller Financier
- 15 h 00 - 16 h 00** Entretien avec M. Shiga, Agence de supervision financière
- 16 h 30 - 17 h 00** Entretien avec M. Nogami, Sherpa, Ministère des affaires étrangères

Tous les entretiens n'ont pas donné lieu à un compte rendu.

Entretien avec M. Seiji Shimo,
vice ministre pour les affaires internationales
Agence de planification économique
(Lundi 4 octobre 1999)

M. Shimo a dressé un tableau de l'économie japonaise en septembre 1999, constatant que si l'activité reprenait, l'investissement demeurerait à un niveau faible. Le taux de croissance annuelle continue ainsi à augmenter, même si le deuxième trimestre a pu montrer une décélération par rapport au premier trimestre (0,2 % contre 2 %) qui s'explique par des facteurs conjoncturels. Cependant, les investissements poursuivent leur chute (- 14,9 % de taux annuel de baisse pour les investissements en provenance de l'étranger, - 15,1 % pour l'ensemble des investissements). Il a aussi montré comment les stocks étaient peu à peu absorbés depuis le début de l'année 1998, ouvrant la voie à une reprise de la production industrielle.

Puis, M. Shimo a expliqué les différents facteurs de la reprise économique en distinguant cinq :

* La recapitalisation des banques japonaises a permis de rétablir la confiance du public et donc de faire disparaître la « *Japan premium* » depuis la fin de 1998, passée en dessous de 0,05 % en juin 1999 ;

* La politique monétaire agressive se lit dans les taux à court terme quasi nuls : 0,03 % pour le taux d'appel depuis le mois de mai, 0,1 % pour le taux à trois mois ; cependant les taux à long terme depuis février connaissent une certaine reprise qui nourrit des inquiétudes sur le coût de la dette publique ; parallèlement, l'indice Nikkei croît de façon continue depuis un an, ainsi que le taux de change du yen ;

* Les bilans des entreprises s'améliorent : le rendement des actifs bruts reste cependant largement inférieur à celui que connaissent les Etats-Unis ou l'Allemagne ; la répartition de la valeur ajoutée se fait davantage qu'auparavant au profit de la rémunération du capital ;

* Les mesures du gouvernement : grands travaux, réduction d'impôts sur les ménages et les entreprises, réduction d'impôts sur les revenus financiers et garanties de prêts en faveur des petites et moyennes entreprises (ce qui a permis de limiter le *credit crunch*) ;

* Enfin, la reprise économique en Asie a favorisé les exportations : celles-ci ont augmenté plus vite que prévu grâce à une amélioration de la compétitivité prix et une hausse de la demande.

Cependant, cette amélioration est à nuancer : la demande intérieure demeure trop faible. La chute des profits et le climat de défiance ont découragé les investissements privés, tandis que la contraction des revenus des ménages ne permettait une reprise assez forte de la consommation. D'après M. Shimpou, il faudra beaucoup de temps avant que les entreprises prennent part elles-mêmes à la reprise économique, d'autant plus que les chefs d'entreprise anticipent toujours une croissance économique atone. Ceci provoque des comportements déflationnistes, et explique qu'il faudra du temps pour réduire les sur-capacités tandis que l'état des finances publiques ne laisse pas de place à de nouvelles marges de manoeuvre. Les ménages maintiennent élevées leurs dépenses d'éducation mais reprennent à peine le chemin des loisirs.

Il a conclu sur la nécessité de poursuivre les efforts pour restaurer l'économie domestique. Cela passe d'abord par un redressement des indicateurs de création d'entreprise et d'investissements notamment ceux en provenance de l'étranger (qui ont commencé à reprendre principalement dans le domaine financier). Il a constaté que l'économie japonaise avait créé bien moins d'emplois dans les nouvelles technologies que les autres pays développés, à commencer par les Etats-Unis, à cause du faible nombre de créations d'entreprises. Il a déploré que le Japon manque de structures aidant le recours des entreprises aux marchés financiers pour lever des capitaux (l'introduction en bourse se fait tardivement, en moyenne 22 ans après la création de l'entreprise, mais aussi de façon moins risquée et plus stable qu'aux Etats-Unis par exemple). Il s'est demandé si la préférence des Japonais pour des actifs financiers sûrs s'expliquait par leur aversion au risque ou par l'incapacité du système financier à offrir des produits financiers très diversifiés permettant de combiner des risques et des retours sur investissement. Il a constaté que la libéralisation au Japon n'en était encore qu'au début et que pour l'instant elle n'avait pas procuré au consommateur de changement par exemple dans les services financiers. De plus, l'aversion au risque est alimentée par le comportement de constitution du patrimoine des ménages japonais qui privilégient les actifs fonciers. Il s'agit donc désormais pour lui d'améliorer le climat général des affaires par la dérégulation et la revalorisation des métiers de la finance et de l'entreprise individuelle.

**Entretien avec M. Rei Masunaga,
vice-président du Japan center for international finance**

(Lundi 4 octobre 1999)

Interrogé tout d'abord sur les responsabilités du FMI dans la crise internationale et sur les pistes éventuelles de réforme de ses méthodes de travail, M. Masunaga a dit ne pas partager les propos critiques sur le FMI. D'après lui, la crise asiatique peut s'apparenter à d'autres crises avec lesquelles elle partage des éléments communs tels les problèmes de management, de politique monétaire. Il estime donc que la prescription faite par le FMI n'était pas complètement erronée. En revanche, cette crise avait une particularité fiscale : les pays d'Asie ont suivi une politique fiscale prudente et le FMI a peut-être commis l'erreur d'exiger une politique fiscale trop rigide. Sur la question des *hedgde funds*, il s'est déclaré en faveur de leur contrôle. Il pense ainsi que les évolutions en cours des activités financières seront à même dans l'avenir d'éviter les crises : les *contingency credit lines* du FMI seront très efficaces comme on l'a constaté au Brésil. Le débat sur les relations entre le FMI et la Banque mondiale, vieux de 20 ans, montre qu'il sera possible d'améliorer le diagnostic réalisé sur chaque pays en faveur d'une appréciation commune et partagée. Cela passe notamment par la collecte et le traitement uniformes des statistiques. Il a indiqué que les propositions tendant à renforcer le comité intérimaire allaient dans le bon sens. Enfin, il a souhaité une implication plus forte des acteurs privés dans la gestion des crises, à partir de deux principes : la spontanéité et le cas par cas.

S'agissant des capitaux à court terme, il a estimé que l'opinion japonaise était prête pour une surveillance plus sérieuse des activités de *hedgde funds* et des établissements bancaires, dont il a reconnu la difficulté juridique mais aussi l'efficacité technique. Cependant, le climat défavorable qui les entoure a déjà pour conséquence de réduire fortement le volume d'activités des *hedgde funds*. Par exemple, les Etats-Unis réclament aujourd'hui des statistiques bancaires plus précises sur les prêts non liés à des activités commerciales, ce qui pourrait ouvrir une piste de réforme.

Il a constaté que les banques japonaises n'avaient pas encore repris leur calme. Il les a estimées aptes aux futures règles internationales visant à freiner les prêts douteux et dangereux. Il s'est dit favorable aux propositions du

comité de Bâle, et a loué la réussite de l'expérience malaisienne de contrôle des changes, pourtant très critiquée.

Abordant la question du système bancaire japonais, M. Masunaga a rappelé que 19 banques avaient bénéficié de 10 trillions de yens de capitaux publics ce qui avait permis de redonner confiance au système financier japonais et laisse espérer que la crise financière se trouve désormais passée. L'attention se porte sur les banques régionales et les petits établissements : il y aura peut-être des acquisitions, certaines étant cependant déjà aidées par des injections de capitaux publics. Dès qu'un établissement bénéficie de telles recapitalisations publiques, il fait l'objet d'une surveillance accrue.

Il a regretté la prudence avec laquelle reprenaient les prêts et les investissements cette année et l'année prochaine ; il faudra encore deux ou trois ans pour que les banques japonaises reviennent dans le circuit international de ce point de vue.

Interrogé sur les méthodes de comptabilisation des actifs financiers, il a expliqué que ce mode d'évaluation des actifs faisant une place aux moins-values latentes avait permis aux banques japonaises de suivre les recommandations du comité de Bâle grâce au niveau élevé de la bourse japonaise. Ceci explique que le retournement boursier ait eu des conséquences très lourdes.

En 2001, les banques japonaises devront appliquer une nouvelle réglementation de comptabilisation des actifs calée sur les méthodes anglo-saxonnes :

- * calcul des avoirs au prix du marché ;
- * consolidation des bilans, même si la participation est inférieure à 50 % (notion de contrôle effectif) ;
- * inclusion de la comptabilité des pensions.

Ceci devrait avoir de lourds effets sur les bilans des établissements. Restera aussi à mieux définir la notion de créances douteuses.

**Déjeuner avec M. T. Fukui, président du Fujitsu research institute,
ancien sous-gouverneur de la Banque du Japon**

(Lundi 4 octobre 1999)

Pour lui la meilleure régulation internationale passe d'abord par une meilleure dérégulation au Japon. Il a expliqué que le Japon venait de connaître sa première privatisation d'une banque et qu'elle avait été vendue à un étranger. Il a exposé l'évolution que vivent les grands groupes qui, peu à peu, changent leurs habitudes, en travaillant par exemple moins avec leur propre banque. Les anciens *keiretsu* changent ainsi leurs affaires pour rendre ces banques plus profitables : leur vrai rétablissement ne se fera en effet pas par le capital public (« *government's money is the tax-payers' money* »). Il estime qu'il faudra dès que possible remplacer ces capitaux publics par d'autres capitaux. D'après lui, les établissements bancaires possèdent de formidables gisements de productivité : ils n'ont en effet ni commencé à réduire leur personnel, ni réalisé les investissements informatiques que requièrent les nouvelles technologies. Il s'est demandé si ces réformes indispensables seront possibles sans aide extérieure. Si l'adoption d'un nouveau style plus américain d'affaires sera difficile mais réalisable, il sera plus ardu de passer à une américanisation des cultures financières.

M. Fukui a consacré de larges développements au système de pensions plus favorable aux inactifs retraités qu'aux jeunes actifs. Les entreprises ne sont pas bien préparées aux versements importants qu'elles auront à faire pour assurer le paiement des pensions à leurs salariés. Il a salué la nouveauté que constitue l'introduction de fonds de pension à l'américaine du type 4 K qui présentent l'avantage de donner un rendement variable.

Abordant la question du FMI et de la crise économique, M. Fukui a estimé qu'il ne serait pas réaliste de vouloir réguler les mouvements de capitaux par nature toujours libres. Cela n'empêche pas plusieurs mesures :

* faire attention aux rapatriements de fonds ce qui est possible par la supervision du système bancaire ;

* mieux connaître les aspects macro et micro-économiques de chaque économie et étendre cette connaissance à l'ensemble du système financier ;

* concevoir de nouveaux modèles d'organisation capables de juger si une crise s'apparente à une crise systémique. Aujourd'hui, la Banque mondiale, la BRI, le FMI et les banques centrales émettent un jugement pour déterminer si une crise présente ou non un aspect systémique. Mais qui donne une solution ? La BRI a un problème de légitimité pour ce faire. Il s'agit donc d'après lui de la nouvelle fonction du FMI. Celui doit pouvoir étendre ses garanties sans aucune conditionnalité, y compris les facilités accordées par la BRI. La nature de cette dernière va ainsi fondamentalement changer : elle contribuera au jugement technique mais ne prendra pas part à la décision politique ;

* on pourrait demander à chaque banque de faire un rapport à sa banque centrale : tous les rapports seraient publiés par la BRI et analysés par elle chaque mois. Ce serait une bonne façon d'identifier le risque de chaque endroit.

Il a mis en garde contre le risque de mise en place de mécanismes trop compliqués, trop coûteux et finalement inefficaces.

Il a livré quelques réflexions sur l'opportunité dans l'avenir de créer en Asie un Asian Currency Unit (ACU) sur le modèle de l'ECU.

Il a expliqué que le futur sommet d'Okinawa du G 7 aurait un but politique et qu'après lui on pourrait proposer un certain nombre de choses.

S'agissant des négociations de l'OMC à Seattle, il a redit que le Japon aurait toujours un vrai problème politique avec son agriculture.

Enfin , il a dit son absence de confiance dans l'économie chinoise à cause du poids de l'économie publique dans celle-ci qui rendra nécessaire un *hard-landing*. Pour cette raison, il préfère ne pas voir la Chine dans l'OMC.

**Entretien avec M. Haruhiko Kuroda, vice-ministre
pour les affaires internationales du ministère des finances**

(Lundi 4 octobre 1999)

Il a exposé les similitudes entre la France et le Japon sur les questions importantes comme l'aide aux pays en développement ou la libéralisation « encadrée ».

Interrogé sur l'opportunité d'un contrôle des *hedge funds*, sans personnalité légale et situés sur des pays ne pratiquant aucune régulation, M. Kuroda a dit qu'il estimait très difficile toute forme de surveillance. On peut, à la limite, essayer de faire pression sur eux. Il a cité le cas récent de l'Equateur pour expliquer que la confiance internationale pouvait facilement être mise à mal. De plus, s'il est possible de soigner ponctuellement tel ou tel établissement bancaire ou de renégocier certaines obligations, il est plus dur de réaliser une réforme bancaire d'ensemble. D'après lui, par ailleurs, les Etats-Unis n'accepteront jamais de réglementation prudentielle sur les créances douteuses.

Sur l'affaire russe, il a constaté que les Etats-Unis enquêtaient, avec la France, sur cette affaire très sérieuse pour la crédibilité des interventions internationales. Il s'est contenté de dire qu'un seul document permettait pour l'instant d'imaginer qu'il ait pu y avoir une utilisation des fonds non conforme à celle d'origine, et encore il pouvait ne s'agir que d'une erreur de parcours.

Il s'est enfin élevé contre les critiques dont fait l'objet l'action du FMI en indiquant qu'il était facile d'émettre ces jugements mais que le plus souvent le Fonds n'avait guère de temps pour agir. Il a voulu distinguer nettement le cas du FMI et de la Banque mondiale qui, elle, intervient en disposant de marges de manoeuvre plus importantes.

**Entretien avec M. Masaru Yoshitomi, doyen de
l'Institut de la Banque asiatique de développement**

(Lundi 4 octobre 1999)

M. Yoshitomi a expliqué en quoi à ses yeux la crise asiatique était en réalité une *capital account crisis*. L'Asie se caractérisait par un fort taux d'épargne, une inflation tournant autour de 5 % et l'absence de déficits publics. La crise a ainsi pris deux formes :

* Une crise macro-économique massive : mouvements de capitaux très importants (retrait des investissements), des déficits publics majeurs, une balance des paiements se déséquilibrant, une intervention de autorités monétaires et un *credit crunch* ;

* Une crise bancaire révélée par un besoin en capitaux nouveaux alors que les banques devaient affronter une accumulation des créances douteuses, une détérioration de tous leurs ratios et parfois des banqueroutes à court terme.

Cela a créé un double phénomène où chacun a accentué l'autre. Les créances douteuses sont ainsi passées de 6 à 14 % du PIB durant la crise.

Le FMI n'était pas suffisamment armé pour affronter une telle situation. De plus, les Etats étaient écartelés entre la nécessité d'avoir des taux élevés pour attirer des capitaux et des taux bas pour ne pas trop enchérir le coût du déficit public : 2 ennemis pour un seul moyen, la politique monétaire ! Il a donc fallu procéder à un provisionnement massif des liquidités nationales et la demande intérieure en Asie s'est effondrée.

Comment éviter de telles crises ? Le problème c'est qu'il faudrait pouvoir réguler les mouvements de capitaux alors même qu'ils s'agit le plus souvent de capitaux à court terme. Il faut poursuivre deux objectifs :

* prévenir les retraits massifs de capitaux, prévenir les crises de court terme, stabiliser la monnaie : or en Asie les économies peuvent se caler sur une monnaie ;

* posséder des institutions assez puissantes pour faire face aux mouvements libérés de capitaux notamment des petites banques.

Quels progrès est-il alors possible de réaliser ? Il faut craindre que les investisseurs n'aient pas de mémoire. Des marchés sous-développés et des marchés surdéveloppés créent de la volatilité. Il faudrait donc mettre en place des limites aux fonds de court terme qui dépendent aussi de la transparence de l'économie. Cela s'inscrit dans une dynamique de développement puisque ce dernier demande des ressources à long terme. Il faut donc vraiment accélérer la constitution d'institutions solides utiles.

Pour les centres *off-shores*, le plus pratique serait que les Etats-Unis augmentent leur contrôle sur les zones en question. Il a présenté trois exemples du rôle de ces fonds dans la crise asiatique :

* En Malaisie ils ont accéléré le déclenchement ;

* A Hong-Kong, avec le *currency board*, ils déterminent le niveau des taux d'intérêt ;

* Au Japon, le yen s'apprécie en partie sous le coup de la spéculation de la part de *hedge funds* implantés hors du Japon.

Il faudrait en fait tendre vers une stabilisation des monnaies appuyée sur la réalité de leur économie.

Abordant la question de la réforme du système financier japonais, il a mentionné l'introduction du *pay-off system*, le problèmes de management que rencontrent ces établissements, et leur inadaptation aux différents métiers qu'ils exercent. Il faudra ainsi revoir les accords entre entreprises liées (Keinetsu) et le système de l'emploi à vie, qui poussent en réalité à une compétition interne et qui empêchent de raisonner en actionnaires. Devenus directeurs, ils sont comme des employés et ne peuvent développer de stratégies de managers. Très efficaces pour gérer le quotidien, ils se révèlent incapables de penser à long terme. De plus, il y a un problème de maîtrise de l'anglais : 90 % des informations sont diffusées en langue anglaise alors que la plupart des Japonais ne connaissent pas cette langue. Il conviendrait donc d'introduire l'enseignement de l'anglais dès les premières années d'école.

Dîner avec les responsables de banques françaises au Japon

(Lundi 4 octobre 1999)

Ils ont fait remarquer qu'il y avait une spécificité japonaise et que cette dernière avait tendance à disparaître.

Il est possible que le système ait été sauvé par les interventions publiques japonaises qui jusqu'alors avaient caché la réalité.

Les banques japonaises doivent augmenter leur bilan sous la pression de la commission pour la reconstruction qui exige d'elles qu'elles reprennent leur activité de distribution de crédits à l'économie. En fait, elles le font en achetant tous les grands crédits internationaux, et en le faisant largement en dessous de toutes les marges commerciales des banques étrangères. Rien ne va donc aux PME et aux personnes physiques. Le portefeuille commercial est à très court terme (35 / 40 jours) ; il n'y a aucune décentralisation de la décision de crédit dans les banques japonaises ; il n'y a pas non plus de spécialisation sectorielle ni de gestion des risques. Bref, elles ont dix à vingt ans de retard par rapport aux banques européennes et américaines en matière de risque et d'attribution de crédits.

S'agissant du mode de comptabilisation des actifs, les banques avaient le choix entre comptabiliser à la valeur historique ou bien intégrer la moins-value. Cela a permis aux banques japonaises de disposer de temps pour appliquer le ratio Cooke, mais cela les a empêchées de réaliser les ajustements de bilan nécessaires. Chaque banque japonaise avait ainsi un problème de l'ampleur de celui qu'a rencontré le Crédit Lyonnais par exemple.

Maintenant, les Japonais se mettent à la gestion des actifs (*asset liability management*, ALM). Mais cette transparence pourrait n'être qu'un phénomène passager tandis que subsiste la question des compagnies d'assurances.

Se préoccupant peu de leur rentabilité, les banques japonaises n'ont en apparence pas besoin de faire appel à des partenaires étrangers pour obtenir des capitaux.

Le Japon vit de profonds changements sociologiques, par exemple quant aux modes de consommation, modes de distribution, comportements de marges, etc.

Un des plus grands problèmes dans l'avenir sera la question des retraites. C'est probablement face à ce risque que Daimler a reculé pour s'allier à Nissan. Plusieurs solutions permettront de faire face à la question :

- * Hausse de l'indice boursier ;
- * Hausse des contributions des entreprises ;
- * Hausse des anticipations d'inflation pour se constituer un patrimoine ;
- * Passer d'un système de prestation définie à un système de contribution définie.

Aujourd'hui, dans les entreprises les mieux dotées, le retraité quitte l'entreprise avec un capital correspondant au nombre d'années de présence multiplié par le douzième du dernier salaire annuel, ce versement étant soumis à une fiscalité adaptée.

**Entretien avec M. Masayuki Matsushima,
sous-gouverneur de la Banque du Japon**

(Mardi 5 octobre 1999)

Interrogé sur l'organisation monétaire régionale en Asie et sur l'opportunité d'un retour à un système de taux de change fixe, M. Matsushima a estimé qu'une telle solution ne serait pas appropriée. D'après lui, la question est celle de la soutenabilité de la reprise et de la croissance économique. Pour passer à une reprise durable, il faut en Asie une réforme du secteur privé, dont le système bancaire. Les institutions bancaires détenaient des actifs de mauvaise qualité ce qui a justifié les injections de capitaux publics. Il n'y a cependant pas de séparation claire entre le management et les actionnaires.

M. Matsushima s'est ensuite demandé comment faire avec les pays à taux de change flexible. Beaucoup de pays ont adopté ce système, à l'exception de la Malaisie et de Hong-Kong. Mais il est très difficile de réussir cette flexibilité en raison des mouvements de capitaux et du manque de professionnels et d'expérience de ces pays. Il n'y a pas vraiment de forte tentation de revenir à des taux de change fixes, puisque la flexibilité a cependant donné une grande liberté dans la conduite des politiques économiques. Les taux d'intérêt domestiques peuvent ainsi varier dans de larges proportions en comparaison à un système de taux de change fixes.

Le gouvernement japonais est prêt à délivrer une assistance régionale. C'est le sens de l'initiative Miyazama. L'adoption d'un système de panel de taux de change reviendrait à minimiser les risques. M. Matsushima a indiqué qu'il discutait de ce mécanisme et qu'il permettrait de donner davantage de confiance. La composition de ce panel reste une question ouverte. Les pays d'Asie exploreront dans l'avenir de nouvelles voies en matière de monnaies. Il s'agit d'une évolution de long terme, un but lointain.

Même si l'initiative japonaise devenait réalité, il n'en resterait pas moins que l'euro occupe aujourd'hui une place plus importante que le yen. Il lui semble donc très important de prendre des initiatives pour rattraper le retard asiatique et il prévoit pour faciliter les échanges de vues et faire évoluer

les opinions un certain nombre de conférences et de réunions, plus ou moins formelles.

La réunion du forum Asie-Pacifique constitue le moment pour tenir des conférences entre les banques centrales asiatiques. Ce concept est entré dans une seconde phase avec des groupes de travail qui imaginent le futur système monétaire. On est encore loin d'un ACU, mais il est permis d'espérer.

S'agissant de la Chine, la Banque du Japon collabore avec la Banque de Chine. M. Matsushima a reconnu qu'il restait encore plusieurs difficultés avant de réunir un consensus, mais qu'il sera impératif de le trouver au sujet de chaque initiative régionale. Tout nouveau système monétaire aura besoin de l'accord de la Chine. Nous nous trouvons au commencement du commencement d'un nouveau système de changes en Asie. Il ne serait pas constructif aujourd'hui de signer un accord écrit, impossible à respecter. La politique la plus appropriée reste celle du pas à pas.

Le degré de flexibilité entre chaque pays change. En 1997 avait été émise l'idée d'un Fonds monétaire asiatique, qui avait été combattue par les Etats-Unis. Aujourd'hui, on voit bien que des organisations devront être créées, comme l'équivalent de la Banque centrale européenne. Le FMA a été notamment combattu par crainte d'une hégémonie japonaise.

Interrogé sur le Comité intérimaire du FMI, il a répondu qu'il souhaitait une réforme de cette instance qui conduise à l'augmentation de ses missions. La France et le Japon essaient actuellement de le transformer en un véritable Conseil, mais se heurtent aux réticences des Etats-Unis qui, avec 20 % des voix, empêchent d'atteindre la majorité qualifiée de 85 %. M. Matsushima pense que la dernière crise asiatique ne devrait pas être la dernière, et qu'il convient donc de prévenir la survenance de ces sortes de crises dont les causes principales peuvent être prévues. Par exemple il faut mieux contrôler les flux de capitaux. Le monde dans lequel on vit est résolument différent de celui auquel nos structures sont adaptées, ce qui lui fait dire que la crise asiatique est la première des crises du XXI^e siècle. Les fonds de capitaux ont donc besoin d'une meilleure transparence et d'une amélioration de la qualité de leur management. Or l'Asie n'est qualifiée, ni pour le partage de l'information, ni pour conduire des analyses précises des marchés. Le groupe de travail sur l'Asie pense ainsi que l'on doit demander davantage de transparence, à la fois aux centres **offshore** et aux **hedge funds** qui se définissent les uns et les autres par l'absence totale de régulation. Il a cependant estimé que le vrai problème était de mettre en pratique ces mesures.

A propos des mécanismes internes de régulation du système bancaire dans les pays d'Asie, M. Matsushima a indiqué que la voie d'une régulation indirecte était probablement la meilleure et qu'il fallait demander aux banques de rendre compte du contenu de leurs portefeuilles à une autorité de

supervision. Il a remarqué que l'on oubliait bien rapidement le passé, et qu'il était donc important de maintenir une forte pression sur cette question. Il a estimé qu'il s'agissait d'un problème qui dépassait le monde asiatique, et que sa résolution nécessitait un bon équilibre entre l'Europe, les États-Unis et l'Asie. Si les mouvements de taux de change continuent à connaître de fortes variations, cela pourrait causer de graves dommages pour les économies domestiques. Il a conclu sur la nécessité de taux de change stables entre les plus grandes économies.

**Entretien avec M. Mikio Wakatsuki,
président du Japon research institute**

(Mardi 5 octobre 1999)

M. Wakatsuki a considéré que l'on pouvait aborder la question du système monétaire en Asie de deux manières. D'une part, dans une approche théorique, une approche de marché, les Etats-Unis réclament davantage de marchés et de libéralisation, alors qu'en Asie des formes de régulation et de contrôle sont nécessaires. Seules, les forces de marché ne peuvent pas résoudre les crises : voilà l'approche asiatique du marché. Les pays asiatiques prennent ainsi une sorte de revanche sur un processus jugé trop rapide de globalisation des marchés, montrant bien que l'on a besoin d'un équilibre. L'assistance apportée par les gouvernements est nécessaire, c'est leur fonction. Par exemple, en Malaisie, le contrôle des changes n'a pas été une mauvaise solution. D'autre part, dans l'approche plus pratique, on peut estimer que des réformes du système international sont nécessaires. Dans ce domaine, les choses évoluent, et l'on se rend compte que l'on a moins besoin d'une nouvelle architecture (hardware), mais de quelque chose de plus proche du **software**.

Quels projets peut-on faire en Asie en matière de coordination des politiques monétaires ? Le Japon essaie de mettre en place un FMA. Les Etats-Unis s'y sont opposés en 1997 en raison du risque de duplication du FMI. Par la suite, de nombreux pays asiatiques ont compris que le FMI ne suffisait pas et que l'ensemble de l'Asie avait besoin de réformes profondes. Qu'aurait changé la création d'un FMA en 1997 ? Beaucoup d'argent aurait probablement été perdu, mais dans quelques cas la situation aurait été meilleure, par exemple pour inciter à réformer les vieilles structures, comme en Indonésie.

Les pays asiatiques sont-ils prêts à accepter davantage de conditions de Washington ? Vaut-il mieux mettre en place des autorités plus proches ? il est probable qu'avec un FMA le désastre n'aurait pas été évité, mais les conditions en seraient apparues probablement plus acceptables.

Interrogé sur la coopération des institutions de Bretton Woods, M. Wakatsuki a estimé qu'elles avaient encore beaucoup à faire pour se coordonner en raison de leurs différences de prises de décisions, de fonctionnement et d'approches. Il a soulevé le problème de l'influence américaine dans ces institutions : la Banque asiatique de développement (ADB), seule, ne peut pas faire grand chose sans le FMI et la Banque mondiale, qui eux-mêmes dépendent des positions américaines. De plus, l'ADB investit uniquement dans des infrastructures, mais n'intervient pas en matière d'assistance macro-économique.

Qu'est-ce qui pourrait être fait en faveur d'une plus grande coopération régionale ? Dans le passé, lors des discussions multilatérales, par exemple au cours du forum Asie Pacifique, on a beaucoup échangé de points de vue en se heurtant aux obstacles politiques. Aujourd'hui, on a probablement besoin de discussions plus franches autour de ces questions. Est-il par exemple possible de trouver une forme de consensus avec la Chine à ce sujet ? La Chine n'est pas opposée à l'économie de marché, mais y met de très nombreux contrôles. Elle est d'accord pour discuter parce qu'elle est confrontée à des problèmes équivalents, comme les créances douteuses ou les réformes financières.

S'agissant des places **offshore**, le problème est qu'elles se trouvent pour la plupart dans l'arrière-cour américaine. M. Wakatsuki craint qu'il ne soit très difficile de contrôler ces flux de capitaux. Le contrôle est en effet pas seulement non effectif, mais constitue dans certaines zones géographiques un véritable non-sens. Il convient donc déjà de contrôler les fonds par le biais des banques. Abordant la question du système bancaire japonais, il a considéré que la détermination était maintenant totale mais au cours du processus engagé le Japon a subi le coût d'un krach bancaire et de trois crises successives. Le programme du « big bang japonais » est très ambitieux et vise à faire évoluer la législation et à rendre l'industrie financière japonaise plus intégrée aux marchés internationaux. La crise et la réforme suscitent quelque chose d'équivalent à l'introduction de l'euro dans l'Union européenne. Le véritable choc vient des changements actuels : se met en place un nouveau paysage dans lequel surviendront des alliances entre les banques et les compagnies financières. L'idée des autorités de supervision serait de créer trois ou quatre groupes bancaires internationaux au lieu de la vingtaine qui existent aujourd'hui dans au plus trois ans. M. Wakatsuki s'est dit certain qu'il ne s'agissait pas d'un voeu pieux et que ces groupes créeront des réseaux

internet, sauront faire des économies et augmenter leurs investissements dans les nouvelles technologies. Le problème crucial sera la question du personnel : il faudra une nouvelle culture, de nouvelles idées et un nouveau management. Nous avons des banques inefficaces et bien des progrès à réaliser en la matière. Il sera possible de conclure des accords avec des banques internationales sur le modèle de l'alliance entre Nissan et Renault. Nous sommes en train de commencer, par exemple avec la Deutsche Bank, chose inenvisageable il y a deux ans. Les mentalités changent très rapidement et ces alliances sont bonnes pour trouver les voies d'un nouveau management.

**Déjeuner avec M. Meisuke Sakakibara, ancien vice-ministre des finances
pour les Affaires internationales**

(Mardi 5 octobre 1999)

Interrogé sur l'avenir des organisations financières régionales (en matière monétaire ou de supervision bancaire), M. Sakakibara est revenu sur la critique encourue par le FMI au sujet de son intervention pendant la crise asiatique. Le programme du FMI s'articule autour des problèmes de la balance des paiements, et donc de la politique monétaire, alors que les pays asiatiques n'ont pas de problèmes de déficit, comparés par exemple à l'Amérique latine. De plus, il n'y a pas suffisamment de fonctions de supervision au sein du FMI et il n'y a pas assez de social dans les prescriptions du FMI. Le Fonds a par exemple demandé à la Thaïlande de liquider la plupart de ses institutions financières, et à l'Indonésie de fermer seize banques. Toutes ces banqueroutes se sont faites sans aucun souci de leurs conséquences sociales, sans plans sociaux. Le cas de la Malaisie est différent, qu'il s'agisse de la contagion ou de la détérioration de son économie. Ainsi, l'instauration du contrôle des changes a été un succès puisque à l'origine de la reprise économique et de la réduction du niveau des actifs de mauvaise qualité : « **ce que la Malaisie a fait a été très approprié** ». La durée de l'interdiction des transactions avec l'étranger a été bonne et probablement adaptée. Elle a permis de réduire les stocks. En revanche, il n'y a eu aucun contrôle direct sur les capitaux, même s'ils ont subi une influence indirecte des mesures de contrôle des changes. L'économie thaïlandaise était dans un état pire que la malaisienne : il y eut un effet de contagion. Et pourtant, le FMI sanctionne la décision appropriée de la Malaisie.

Comment résoudre cette question du comportement du FMI ? Il est nécessaire de coordonner la Banque mondiale et le FMI. Cela se heurte à l'incompréhension profonde de chaque pays qui a sa propre histoire, ses propres caractéristiques, alors que le FMI et la Banque mondiale n'en ont qu'une connaissance très limitée. Cela rend nécessaire, par exemple, l'expatriation. Des institutions régionales peuvent compenser ce manque de connaissances. En tout état de cause, aucun standard uniforme ne peut être appliqué. Il faut comprendre l'histoire, la politique, etc...

Doit-on créer d'autres institutions en Asie en dehors de la Banque asiatique de développement ? M. Sakakibara a été à l'origine de la proposition d'un Fonds monétaire asiatique (FMA). A ce sujet, Stanley Fisher a modifié sa position. En Indonésie, certains voudraient utiliser le FMI pour réaliser ce qu'ils considèrent être les meilleures réformes. Mais dans le cas indonésien, la bonne décision a été polluée par le contexte politique : il n'y pas seulement eu une crise économique. Si le FMA avait existé, nous aurions limité la crise à quelques pays et nous aurions pu résoudre le problème de liquidités. Le problème fondamental est celui des mouvements de capitaux qui se font à très court terme. Les pays américains peuvent connaître une autre crise majeure. Nous avons à vivre avec ces mouvements de capitaux à très court terme qui se font par le biais des banques et des fonds. La régulation se fera par une institution internationale, mais aussi par des institutions régionales. Faut-il alors un partage des rôles qui donnerait au FMA la fonction de diagnostic, au FMI celle de supervision, et à l'un et l'autre celle de pourvoyeur de fonds ? M. Sakakibara a remarqué que la Thaïlande avait reçu 4 milliards de dollars du FMI, 4 milliards de dollars du Japon et 2 milliards de dollars d'autres pays asiatiques, certaines de ces sommes sans conditionnalité. Mais il est impossible de convaincre les Américains de cette idée. Or, sans institution régionale, nous opérerons, sans les Etats-Unis, mais par le biais de transactions bilatérales.

S'agissant des différences croissantes qui existent dans la société russe, il a estimé que le peuple était de plus en plus ouvert, que les esprits changeaient, même si les débuts de la démocratie pouvaient susciter de la confusion. En Indonésie, il a prévu le départ de M. Habibie, peu aimé, et l'émergence d'une grande coalition. L'Asie et l'Europe peuvent développer leur coopération pour éviter une domination américaine. Il faut trouver une forme de coopération entre l'Asie et l'Europe. La clef se trouve en Chine. Une coopération étroite entre la Chine et le Japon peut fournir une solution. En ce sens, c'est à la Corée de prendre l'initiative. La promotion de l'idée du FMA a été entravée d'avoir été proposée par le Japon. Il l'aurait été par la Chine, cela serait revenu au même. La Corée aurait dû le proposer, mais comme il y avait la crise, le moment n'était pas propice.

Enfin, il s'est prononcé en faveur de l'entrée de la Chine dans l'OMC. Il a estimé que quand Jiang Zemin aura assez de force, il obtiendra cette adhésion, mais il a craint qu'il faille attendre les élections en raison des attaques républicaines contre la politique de M. Clinton vis-à-vis de la Chine. Il est cependant possible, a-t-il dit, que Clinton passe outre et fasse adhérer la Chine à l'OMC avant la fin de son mandat.

**Entretien avec M. Sakura Shiga,
conseiller à l'Agence de supervision financière**

(Mardi 5 octobre 1999)

M. Shiga a expliqué le rôle de l'Agence de supervision financière (FSA). Elle est compétente pour les banques, les OPCVM et les assurances. Pour assainir le système bancaire, point principal du désastre financier, elle a déjà éliminé sept banques. Il reste cependant de nombreuses choses à faire :

- il y a trop de banques (**overbanking**), et l'Agence espère des regroupements et une intervention des banques étrangères ; par exemple, les banques régionales ne respectent pas encore les règles d'adéquation du capital ;

- la dérégulation dans les institutions d'intermédiation financière : elles pourraient compléter les principales banques. Depuis le 1^{er} octobre 1999, les tarifs d'intermédiation ont été complètement dérégulés, ce qui fait tomber les dernières barrières pour le développement de l'intermédiation et va contraindre ces entreprises à se rassembler sous peine de disparaître ;

- dans les compagnies d'assurances, la plupart ont des difficultés et dont été rachetées par des entreprises étrangères ; la compétition internationale est probablement la chose la plus importante à moderniser dans le système financier japonais.

Les banques doivent céder leur autocontrôle et leurs actions croisées (à l'origine de la hausse de l'indice Nikkei) et les keiretsu disparaître progressivement. Cela prendra du temps pour faire évoluer les esprits, mais cela se fera.

La réforme comptable sera achevée en mars 2002. A cette date, le Japon aura adopté les standards américains et internationaux en matière de règles de consolidation.

Quelles seront les conséquences de tous ces mouvements ? Le Japon doit le faire s'il veut garder de la crédibilité à l'étranger, mais bien sûr l'impact en sera très fort et se produira d'un coup. Cela prendra deux formes dans l'industrie financière, d'une part sur le niveau du Nikkeï, puisque à 17.000 points les banques font encore des profits, mais s'il baisse, elles auront

des difficultés ; d'autre part, sur l'estimation réelle des prix (les prix vont baisser alors que leur niveau réel devrait être supérieur), ce qui fait que beaucoup d'entreprises perdront de l'argent en raison de cette bulle financière. La FSA a une grande responsabilité en matière de contrôle, et sera l'année prochaine responsable de l'ensemble des contrôles en matière comptable.

La question du système de retraite aura un impact très important, mais ne se posera que d'ici quinze ans.

Après les ratios Cooke, il y aura des ratios de risques, ce qui engendrera de grandes conséquences, notamment s'agissant des risques de crédit. nous devons discuter sur un modèle interne de mesure de risques de crédit, afin de l'introduire dans les banques qui seront capables de l'utiliser.

L'histoire du système financier montre que les cinq ans qui viennent de s'écouler furent cinq ans de crise financière, alors que dans le même temps se sont développés tous les nouveaux instruments comme les **hedge funds** et les produits dérivés.

Comment commencer à auditer le secteur des assurances ? La FSA a audité cinq compagnies d'assurances en juillet 1999 et a prévu d'en inspecter six nouvelles. Elle dispose de moins de 500 inspecteurs (nombre qui augmente très rapidement et devrait atteindre 1.000 inspecteurs). Ils proviennent de l'université, d'avocats spécialisés, des banques, etc... Il s'agit de contrats à durée déterminée, avec beaucoup de fonctionnaires. La FSA a ainsi demandé à la direction du budget d'en augmenter le nombre.

Avec un indice Nikkeï à 13.000 points, il y aura beaucoup de banqueroutes, alors que 17.000 constitue un bon niveau. Il sera peut-être nécessaire de réinjecter des capitaux dans le système bancaire, mais la FSA ne sait pas encore maintenant si cela se fera dans les compagnies d'assurances. Par ailleurs, il faut examiner s'il est possible de réduire les taux d'intérêt garantis en matière d'assurance-vie.

Le Comité de supervision financière est composé de cinq membres qui ne sont pas indépendants puisque leur président est le ministre des finances. Les inspecteurs de la FSA travaillent cependant en bonne coordination avec ceux de la Banque du Japon. S'il est possible qu'ils soient soumis à des pressions politiques, il convient de noter que leur travail est reconnu pour sa qualité. Sans la crise financière, il aurait été extrêmement difficile d'adapter le système financier qui est un secteur socialisé et centralisé que nous essayons de réorienter vers le marché. Le système financier japonais va ainsi devoir affronter une compétition moderne sur la scène internationale. Les banques japonaises sont par exemple confrontées au niveau bien trop bas de leur ROE qu'elles doivent augmenter.

On ne pourra pas avec un seul instrument à la fois combattre le **credit crunch** et assainir le système. La disparition des créances douteuses est une question de temps. Les banques japonaises doivent pouvoir prêter aux petites entreprises, mais les grandes compagnies ont recours au marché de capitaux pour obtenir de l'argent.

**Entretien avec M. Yoshiji Nogami,
sherpa du ministère des Affaires étrangères**

(Mardi 5 octobre 1999)

M. Nogami a indiqué que le Japon n'avait pas oublié ce qui s'était produit dans un passé récent. La Corée, la Malaisie et le Japon connaissent une situation meilleure ; la Thaïlande également, mais garde un niveau important de créances douteuses (20 %) ; en Indonésie, ce taux atteint les 60 %. De nombreuses économies renouent avec la prospérité : les éléments les plus obsolètes du système coréen ont disparu, tandis que des éléments positifs apparaissent, et notamment la prise de conscience de l'intérêt pour le Japon de discuter avec le reste de l'Asie et, pour le reste de l'Asie, de discuter avec le Japon. Le Japon essaiera de faire passer lors du sommet d'Okinawa un message global. A Lyon, nous avons introduit le concept de globalisation dans l'agenda mondial ; à Birmingham et à Cologne, ce sont les aspects négatifs de la globalisation qui ont été pointés. Il faut donc se focaliser sur de nouveaux aspects comme les organismes génétiquement modifiés, les nouvelles technologies et la santé. Le lieu même d'Okinawa constitue un symbole. Nous voulons voir nos chefs d'Etat délivrer un message global pour le nouveau siècle ; nous devons lutter contre le pessimisme mondial. Le Japon ayant confiance, il veut donner des images positives.

A propos des institutions régionales, M. Nogami a souhaité des mécanismes de thérapie de groupe en Asie, comme par exemple des forums de discussion sur la crise financière dans le cadre de l'APEC. Il a noté que les institutions régionales sont très faibles dans cette partie du monde. Ainsi, l'APEC perd énormément d'énergie à discuter de la libéralisation du commerce. En revanche, M. Nogami a dit ne pas croire en un FMA pour lequel il n'existe pas aujourd'hui de consensus. Les points de vue initiaux peuvent changer, et s'il y avait une autre crise, nous pourrions la résoudre plus vite. Le Japon a ainsi une meilleure transparence qu'il y a trois ans. Au sujet de la Russie, M. Nogami a dit attendre ce que dirait le FMI. Les Russes ont perdu toute confiance dans leur monnaie, dans leur gouvernement, etc..., mais ils demeurent un peuple et un pays. Le Japon prodigue beaucoup de critiques et de conseils, mais les Russes ne peuvent pas toujours faire ce qu'ils

reconnaissent comme bon. Or l'argent du FMI est l'argent du Japon, de la France et de tous ses actionnaires.

Il s'est dit inquiet sur la conférence de Seattle. Il a estimé que la structure de Seattle n'était pas transparente : par exemple, la société civile ne sera pas représentée. Beaucoup de gens minimisent l'étendue des négociations, or il ne sera pas suffisant de discuter de la libéralisation de certains secteurs limités. Nous ne pouvons pas revenir à l'ancien type de négociations restreintes à des secteurs limités. Les Etats-Unis ne veulent pas parler de toutes les règles et de toutes les exclusions. C'est une tendance très dangereuse, et de toutes les manières, il est toujours possible de couper dans un agenda ambitieux. M. Nogami a prédit que la Chine ne rejoindrait pas l'OMC en raison du pessimisme croissant sur la présence chinoise au sein de l'OMC dans l'avenir. Il s'est dit anxieux devant la possibilité d'une crise à la russe en Chine en raison de l'existence d'un fort déficit public.

Mission à Bruxelles, le lundi 25 octobre 1999

Participants :

Monsieur Philippe Marini, sénateur de l'Oise, rapporteur général de la commission des finances, président du groupe de travail

Monsieur Denis Badré, sénateur des Hauts-de-Seine

- 12 h 30** Déjeuner avec M. Giovanni Ravasio et M. Watson, Direction générale des affaires économiques et financières. (Direction générale II)
- 14 h 30** Entretien avec M. Pedro Solbes, Commissaire européen, chargé des affaires économiques et financières
- 16 h 00** Entretien avec M. Jean-Louis Duplat, Président de la commission bancaire et financière belge
- 17 h 15** Entretien avec M. Frits Bolkestein, Commissaire européen, chargé du marché intérieur
- 18 h 30** Entretien avec M. Peter Praet, Directeur de cabinet du ministre des finances belge

Tous les entretiens n'ont pas donné lieu à un compte rendu.

Entretien avec M. Ravasio

Direction Générale II, affaires économiques et financières

(Lundi 25 octobre 1999)

Des progrès vers une meilleure régulation ont été acquis notamment sur impulsion de la France avec la rénovation du comité intérimaire du FMI mais les informations restent disséminées.

Il faut d'abord élucider les causes des crises et s'interroger sur le point de savoir si la volatilité est évitable dans un monde monétaire et financier libre qui se doit de sanctionner les mauvais comportements de politique économique.

Il existe une trop forte dispersion des responsabilités si bien qu'aucun organisme n'est réellement en charge de la régulation. Il faut se diriger vers une centralisation de la supervision. En plus, cette situation est aggravée par des comportements contestables. Ainsi, une certaine complicité des organismes internationaux à domination occidentale a favorisé les difficultés de la Russie. De même, la stabilisation macro-économique prônée par le FMI n'est pas soutenable sans réformes structurelles.

L'Europe connaît un important déficit de régulation si on la compare avec les Etats-Unis. Là-bas, il existe un prêteur en dernier ressort et le budget américain peut être mobilisé pour amortir les chocs. Les Finlandais qui ont beaucoup souffert des crises des banques suédoises au début des années 90 sont très en pointe sur cette question. Un élément favorable récent doit être relevé : l'existence d'un accord entre les régulateurs français et belges sur le groupe Dexia. On pourrait imaginer un système à deux étages, la supervision au jour le jour restant nationale, avec une coordination renforcée des régulateurs.

En Europe, les statuts des superviseurs sont très variables, les normes n'étant harmonisées que sur des bases minimales.

Le processus décisionnel en Europe est très lent par rapport aux évolutions du marché. La régulation s'y fait essentiellement par les professionnels et le politique est dessaisi. Voir les tribulations du mémorandum

de novembre 1998 pour une COB européenne visant à unifier et simplifier les procédures d'appel public à l'épargne.

Il faut réformer les normes comptables en renonçant à la valorisation par référence à la valeur de marché.

Il faut clarifier la représentation extérieure de l'Europe sur ces sujets, la question se posant de savoir si l'Europe a suffisamment d'intérêts communs pour élaborer une doctrine unifiée.

Les problèmes posés par les régimes de change proviennent d'incohérences entre les choix privilégiés en la matière et la politique économique. Les « currency boards » bulgare et estonien fonctionnent bien.

Les banquiers centraux européens ne veulent pas confier à la BCE le rôle de supervision bancaire.

Entretien avec M. Pedro Solbes

Commissaire européen chargé des affaires économiques et financières

(Lundi 25 octobre 1999)

La Communauté européenne n'a pas beaucoup de responsabilités dans le domaine de la régulation monétaire et financière. La Commission ne participe que partiellement au G7, au FMI et à la BRI.

Elle a élaboré un plan d'action en 1998 centré sur plus de transparence, une amélioration de l'information, l'accroissement de l'efficacité des contrôles nationaux et une plus grande coopération entre les institutions internationales.

Il faut en outre mieux associer le secteur privé à la résolution des crises.

Il existe, en pratique, deux aspects : la réglementation financière ; la prévention des risques.

La réglementation doit s'attacher à mieux couvrir les activités transfrontières et les activités mixtes. Il faut déssectoriser les réglementations prudentielles.

La question de la prévention est abordée par le comité économique et financier sous l'angle de la question de la prévention des crises en Europe.

Un minimum de coopération doit être introduit pour traiter la situation des centres « off-shore ».

Dans la Communauté, la réglementation implique les 15, mais la coopération peut se dérouler à 11.

Le consensus auquel proviendra la BRI devra être transcrit dans la future directive européenne. Les liens entre les normes de la BRI et les législations nationales sont insuffisants.

Une représentation unique de la zone euro au FMI est souhaitable même si la multiplicité des Etats européens assure une plus forte présence de l'Europe. La solution actuellement adoptée pour assurer la représentation extérieure de l'euro est seulement transitoire.

Il y a plusieurs modèles de supervision bancaire en Europe : le modèle allemand de surveillance par une agence autonome s'opposant à la surveillance par la Banque centrale. Pour le commissaire européen, ce dernier modèle est supérieur. Il faut, en tout cas, recenser les lacunes des différents systèmes et mettre les réformes en discussion.

La définition du rôle de l'Union européenne dans ces matières doit être appréciée dans la perspective de l'élargissement.

Entretien avec M. Jean-Louis Duplat

Président de la Commission bancaire et financière belge

(Lundi 25 octobre 1999)

Depuis 1935 la supervision bancaire est séparée de la Banque centrale en Belgique. Les travaux de la commission donnent lieu à une audition annuelle devant le Parlement.

Depuis 1990, sa compétence a été élargie aux marchés financiers et à leurs intervenants (agents de change, organismes divers d'investissement).

En outre, les discussions approfondies existent avec les superviseurs en charge du secteur des assurances. Il n'y a pas eu fusion mais depuis 1992 un « memorandum of understanding » règle les rapports des superviseurs dans ce domaine en particulier en matière de produits d'assurance-vie. Les conglomérats financiers du type FORTIS font l'objet d'une supervision globale.

Il existe également un « memorandum of understanding » entre la commission belge et la commission bancaire française pour coordonner la supervision du groupe transnational Dexia à partir d'une approche basée sur le principe du « lead-supervisor » et conservant les compétences de contrôle nationales.

La commission bancaire et financière jouit d'une totale indépendance. Elle est composée de 7 membres dotés d'un mandat de 6 ans renouvelable et nommés par les ministres. Elle regroupe 243 personnes.

Chacun a réagi trop tardivement à la crise asiatique, en particulier au regard de la question des engagements bancaires en Corse.

Le bilan de FMI est mitigé, celui-ci n'ayant pas résolu la question de la mise en œuvre et la responsabilité des intermédiaires alors que, dans le cadre du G10, un travail sur ce sujet existe depuis 1997. Au sein de la BRI, l'Europe manque d'unité comparativement aux USA où le représentant de la Fed - New-York s'exprime au nom de l'ensemble des intérêts américains. C'est préoccupant puisque le modèle de surveillance américain n'est pas nécessairement transposable. -.

Dans les processus en cours à Bâle, le « risk-management » fait l'objet d'une approche adaptée mais la question des risques-crédits doit être affinée. Il faut ouvrir le débat sur les agences de notation dont les recommandations et les méthodes doivent être améliorées. Il est pour l'heure irréaliste d'asseoir le nouveau ratio prudentiel sur leurs conclusions. L'appréciation du risque de marché doit progresser dans le cadre d'une rénovation des règles comptables renonçant au principe de la valorisation sur la base du prix de marché.

Le droit comptable européen est très en retard avec en particulier le problème du traitement du « goodwill ».

La création du G22 est préoccupante, l'entrée de la Chine, et de l'Inde étant une machine à guerre contre l'Europe.

En Europe, la seule enceinte institutionnelle est le « Comité consultatif bancaire » au sein duquel l'Europe apparaît comme courant après les règles formées à Bâle. La législation européenne est trop lente et elle est appliquée différemment selon les pays. Voir sur ce sujet la définition des établissements de crédit en France.

Il manque un arbitre gardien de la compabilité entre les règles prudentielles nationales et les directives européennes. Voir sur ce sujet les règles de liberté d'établissement qui sont inappliquées en France.

La Banque centrale européenne est confrontée au problème de son incompétence dans le domaine micro-prudentiel. Dans le domaine macro-prudentiel, il existe un sous-groupe qui ne concerne que les pays dotés de l'euro.

La Commission manque de bons techniciens, de la supervision bancaire.

Il existe des intérêts et des conceptions divergentes entre pays européens comme par exemple un matière de pondération de crédits hypothécaires.

Le paysage bancaire européen diffère beaucoup de celui des Etats-Unis. En Europe, la question de la supervision bancaire est un facteur important du choix de localisation des groupes et de certaines opérations financières et monétaires. C'est un élément de concurrence entre les Etats.

Il faut créer une autorité centrale de supervision en Europe du type « comité de réglementation bancaire ». Le système devrait reposer sur la définition d'un « lead-supervisor » qui ne serait pas le contrôleur du pays d'accueil mais celui du pays de la source excepté pour les contrôles portant sur

les règles d'intérêt général dont la mise en œuvre devrait obéir au principe de la proportionnalité.

S'agissant des centres « off-shore », il faut leur manifester une très grande défiance malgré une nette amélioration du désir de collaboration qui ne concerne cependant que certains d'entre eux.

Le renforcement de la réglementation bancaire suppose une notation des centres « off-shore », cette question étant débattue à l'OICV.

Maîtriser la mondialisation financière, faire en sorte que ses bienfaits excèdent ses inconvénients, la mettre au service des hommes et des femmes de la planète : tel est l'enjeu de la régulation financière internationale.

Prévenir les crises, mais aussi les gérer et en sortir au mieux : tel est le but de toute action en ce domaine. Très complexe par ses attendus techniques, ce débat est politique au premier chef, et c'est pourquoi la commission des finances du Sénat a souhaité y contribuer.

Le groupe de travail qu'elle a mandaté a retenu cinq grands axes de réforme du système financier international, pour mettre fin aux incohérences et aux insuffisances des dispositifs actuels :

- réformer les organisations internationales, renforcer leur légitimité, mieux les coordonner, favoriser les organisations régionales plutôt que de gigantesques institutions planétaires, lutter contre la pauvreté et la corruption qui s'étendent dans le monde ;

- conduire les acteurs financiers privés à mieux maîtriser les risques qu'ils prennent et font prendre à l'ensemble du monde ;

- moderniser le contrôle prudentiel externe des institutions financières, en assurant une meilleure coordination des organes nationaux et internationaux de contrôle, et faire du FMI un « superviseur des superviseurs » ;

- combattre la délinquance financière, réduire les « trous noirs » que sont les « zones offshore », en plaçant ces objectifs au cœur des engagements de la communauté internationale et des dispositifs de régulation ;

- réduire le risque d'irresponsabilité des acteurs publics et privés, grâce à l'action de prêteurs en dernier ressort, dont les interventions seraient coûteuses et dissuasives.