



ÉDITORIAL

ANDRÉ CARTAPANIS *

BENOÎT CCEURÉ **

MICHÈLE DEBONNEUIL ***

La globalisation des marchés financiers ne mérite ni excès d'honneur, ni excès d'indignité. C'est un processus, sans doute imparfait, et en même temps irremplaçable, d'allocation des ressources qui révèle quelquefois la rationalité grégaire de certains comportements mais qui accompagne le plus souvent l'évolution des fondamentaux. En ouvrant le jeu économique parmi les pays émergents, la globalisation financière a offert des opportunités à des pays, à des hommes, qui en avaient peu. Aux avantages que procurait déjà la spécialisation internationale s'ajoute donc, désormais, la possibilité de lisser au cours du temps les désajustements entre épargne et investissement que provoquent dans chaque pays l'état des finances publiques, l'impératif du développement des infrastructures, les spécificités démographiques ou le cycle de vie des ménages. Et dans un monde de plus en plus incertain, l'innovation financière ouvre des possibilités de couverture et de transfert des risques qui n'existaient pas dans le passé.

Encore faut-il que les remèdes n'aggravent pas le mal. Or, on sait désormais que l'intégration financière n'apporte pas seulement les bienfaits qu'ont longtemps mis en avant, souvent de manière univoque, les économistes. Les mouvements internationaux de capitaux ont emprunté des chemins inattendus, finançant dans la dernière décennie la *nouvelle économie* de l'Internet et de la communication plus que le développement des pays émergents. Et ils ont suscité une fragilité accrue et une instabilité chronique sur les marchés financiers internationaux.

* CEFI, Centre d'économie et de finances internationales, UMR 6126, CNRS - Université de la Méditerranée.

** Professeur chargé de cours à l'École polytechnique.

*** Chef du service économique, financier et international, Commissariat général au Plan.



Car dans un contexte d'asymétrie d'information et de myopie des horizons décisionnels, les réponses rationnelles des agents sur les marchés d'actifs, mais aussi les stratégies des intermédiaires financiers à l'échelle internationale, répondent parfois à des chocs extérieurs bien identifiés, mais bien souvent, également, à des modifications endogènes des anticipations, reflétant des sauts dans l'insécurité perçue. Ces épisodes sont de nature à perturber la détermination des prix et l'allocation de l'épargne à l'échelle internationale, débouchant sur des crises systémiques, sources de coûts sociaux considérables : selon certaines analyses du FMI, les crises de change des années 1990 auraient créé des déficits cumulés de production, relativement à la tendance, de 4 à 7 %, et les crises jumelles, combinant crises bancaires et crises de change, auraient suscité des pertes de production de l'ordre de 15 %. L'ampleur de ces chocs s'explique en particulier par la taille des reflux de capitaux. Lors de la crise asiatique de 1997, les sorties nettes de capitaux provenant des cinq pays les plus touchés, en l'occurrence la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie, les Philippines et la Corée, ont ainsi dépassé en quelques mois les 100 Md\$, soit environ 10 % de leur PIB agrégé.

Dès lors, le triomphe du marché et de la globalisation ne signifie nullement que les États doivent se retirer de la scène financière internationale. Plus qu'une mise en cause de la globalisation, c'est d'ailleurs une demande de régulations internationales qui sous-tend, implicitement, désormais, le mouvement d'*alter-mondialisation*. Au-delà des techniques ou des dispositifs de nature à prévenir ou à résorber les sources de fragilité financière, toutes les innovations introduites par la communauté financière internationale depuis la crise asiatique visent ainsi à respecter le principe de la mobilité internationale des capitaux tout en reconnaissant par ailleurs la nécessité d'une infrastructure institutionnelle de nature à corriger les imperfections inhérentes aux marchés financiers internationaux, en quelque sorte en réconciliant Fama, le père des théories de l'efficacité des marchés financiers, et Stiglitz, leur pourfendeur le plus connu...

Mais en même temps, chacun reconnaît qu'il est *politiquement* irréaliste de vouloir construire un nouveau système monétaire et financier international s'appuyant sur des règles présentant un caractère impératif, que des institutions internationales, bénéficiant de transferts de compétence larges et devenues responsables (*accountable*) devant une *société civile mondiale*, seraient chargées de faire respecter. La prévention et la gestion des crises financières internationales restent du ressort des Gouvernements qui obéissent à des intérêts et poursuivent des finalités propres, et qui demeurent responsables devant leurs Parlements nationaux. Tel est tout particulièrement le cas des États-Unis, qui



expriment une réelle méfiance, voire une opposition de principe, vis-à-vis des engagements internationaux, des normes ou des règles qui se substitueraient aux *standards* américains, et par là même vis-à-vis des institutions internationales qui disposeraient de mandats impératifs ou dans lesquelles leur poids ne serait pas dominant. Cela explique d'ailleurs la préférence accordée au FMI, où ils disposent d'un droit de veto sur les grandes décisions, pour les interventions multilatérales d'urgence. D'où, également, la prédilection qu'ont toujours accordée les États-Unis aux formes les moins contraignantes de la coopération internationale, la préférence pour les engagements unilatéraux et les démarches fondées sur l'adhésion volontaire, ce qui, en matière de gestion des situations de crises financières, revient à préférer une approche discrétionnaire et *au cas par cas*, ce qui n'exclut pas d'associer des partenaires, qu'il s'agisse du FMI ou de certains membres du G7, ne serait-ce que pour partager les charges financières.

C'est pourquoi les réformes connues sous le terme de *nouvelle architecture financière internationale*, esquissées en juin 1999 sous l'égide du G7 et mises en œuvre, depuis, par le FMI, visent non pas un *nouveau Bretton Woods*, reconstruction d'un système monétaire et financier à l'échelle globale, mais se proposent plus modestement d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers, surtout dans les pays émergents. Ceci recouvre en principe quatre objectifs : améliorer la transparence et l'accès à l'information ; moderniser la réglementation prudentielle des institutions financières ; conforter la place des institutions financières internationales existantes et réformer leurs modes d'intervention afin de mieux répondre aux défis de l'instabilité des marchés ; corriger le système d'incitations qui gouverne les décisions du secteur privé et lui faire supporter une part appropriée du fardeau en temps de crise.

En ce sens, la réponse politique apportée aux crises systémiques qui se sont succédé depuis le choc asiatique de 1997 consiste à introduire des instruments de gouvernance financière internationale et à apporter des réponses à la question de savoir *comment gouverner sans gouvernement* - déclinant ainsi dans le domaine particulier de la finance internationale la question éminemment contemporaine de la gouvernance mondiale.

Il est vrai que la globalisation de la finance est souvent présentée comme l'archétype de la mise à l'écart des États face à la *tyrannie des marchés mondiaux* ou au pouvoir sans limite des entreprises multinationales. Mais l'analyse des nouvelles réponses apportées aux fragilités financières internationales tend à montrer que tel n'est pas le cas, même si de nouvelles *alliances* se dessinent entre responsabilités publiques et rationalités privées.

On assiste en effet à l'émergence d'une nouvelle *demande d'État* de



la part des acteurs privés et des marchés, au moment des crises, à l'évidence, mais également à titre préventif : appel à l'État comme assureur en dernier ressort en cas de crise économique majeure ou de risque terroriste, recherche d'une supervision prudentielle mieux adaptée au fonctionnement moderne des marchés, dans la ligne du nouveau ratio d'adéquation des fonds propres préparé sous l'égide de la BRI. Se dessine ainsi un nouveau mode de régulation des risques financiers, qui reste arbitré par les États mais qui associe les acteurs privés. D'un côté, *ex ante*, les nouvelles réglementations prudentielles que les autorités publiques de supervision devront faire respecter s'appuieront désormais sur des modèles d'évaluation interne du risque, que les banques internationales devront elles-mêmes concevoir, tandis que les nouveaux instruments de gouvernement d'entreprise accordent déjà une large place à l'autorégulation. D'un autre côté, *ex post*, les États exigent désormais l'implication du secteur privé dans le financement des pays en crise, et donc le partage du fardeau en cas de sauvetage d'urgence d'un pays.

Quant à la régulation des crises, elle s'opère toujours sous l'égide des États. Cela intervient à titre discrétionnaire, sous l'impulsion du Trésor américain, ou dans le cadre multilatéral du G7 et du FMI, celui-ci étant chargé, par délégation politique, de mettre en œuvre les *interventions en dernier ressort* afin de juguler les mécanismes de contagion systémique et de faire respecter les conditionnalités de nature à résorber les sources de fragilités macro-financières.

Toutefois, à propos de l'implication du secteur privé dans la résolution des crises, les débats se poursuivent quant au rôle respectif des pouvoirs discrétionnaires des États, directement ou à travers le FMI, dans la restructuration des dettes souveraines, et du recours aux règles de droit inscrites dans les contrats privés, par le jeu *des clauses d'action collective*.

On ne saurait donc parler, dans le domaine de la prévention et de la gouvernance des crises financières internationales, d'une dissolution des souverainetés étatiques, mais plutôt d'une redistribution et d'un partage des responsabilités, avec les acteurs privés, des prérogatives anciennement dévolues aux seuls États.

Placé sous la responsabilité d'André Cartapanis, Benoît Cœuré et Michèle Debonneuil, ce numéro de la *Revue d'économie financière* vise à clarifier ces évolutions, dont certaines sont loin d'être achevées, et à offrir un *état de l'art* des innovations introduites depuis la crise asiatique dans le traitement des fragilités financières internationales. Trois types de questions ont été privilégiés :

- Est-on aujourd'hui en présence de nouveaux risques, et donc de nouvelles crises, répondant à des configurations macroéconomiques



ÉDITORIAL

ou à des fragilités nouvelles issues de la globalisation des marchés, ou aux caractéristiques des acteurs financiers internationaux, jusqu'ici inconnues ?

- Au regard de l'expérience récente, quels sont les dispositifs de prévention et de gestion des crises qui ont d'ores et déjà été mis en place ou sont en préparation, et quelle paraît être leur efficacité potentielle ? Des approches plus audacieuses sont-elles possibles, et souhaitables ?

- De quelle manière l'architecture de la gouvernance financière internationale évolue-t-elle, comment se redéfinissent les fonctions respectives des États et des acteurs privés, comment s'affirment le rôle des États-Unis et des pays du G7, d'un côté, et celui des pays émergents, d'un autre côté ?

Ce numéro s'inscrit ainsi dans une tradition bien établie de la *Revue d'économie financière* : qu'on se souvienne, par exemple, du numéro anniversaire des cinquante ans de *Bretton Woods*. Fidèle à sa vocation, la *Revue d'économie financière*, dans ce numéro, réunit les contributions d'économistes ou de responsables issus des institutions nationales et multilatérales impliquées dans la gouvernance financière internationale, et les analyses d'universitaires, européens ou américains bien sûr, mais aussi d'origine latino-américaine ou asiatique.

