

PARLEMENT EUROPEEN



Direction Générale des Études

DOCUMENT DE TRAVAIL

**Fonctionnement et contrôle
des établissements financiers internationaux**

Volume I

*Série Affaires économiques
ECON 118 FR*

La présente publication est publiée dans les langues suivantes:
EN (original), DE et FR.

Un résumé est disponible dans toutes les langues de la Communauté.

Une liste des publications de la série «Affaires économiques» figure à la fin du présent document de travail.

ÉDITEUR: Parlement européen
L-2929 Luxembourg

AUTEURS: Université Luigi Bocconi
Centre d'économie monétaire et financière Paolo Baffi
Centre de recherche et d'innovation financière Newfin

RESPONSABLE: Ben Patterson
Direction générale des études
Division des affaires économiques, monétaires et budgétaires
Tél.: (00352)4300-24114
Fax: (00352)4300-27721
e-mail: gpatterson@europarl.eu.int

Les opinions exprimées sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position du Parlement européen.

Reproduction et traduction autorisées, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source, information préalable de l'éditeur et transmission d'un exemplaire à celui-ci.

Manuscrit achevé en février 2000.

PARLEMENT EUROPEEN



Direction Générale des Études

DOCUMENT DE TRAVAIL

**Fonctionnement et contrôle
des établissements financiers internationaux**

Volume I

*Série affaires économiques
ECON 118 FR
03-2001*

RÉSUMÉ

Durant ces dernières années, le système financier international a connu une période de turbulence et de volatilité qui a contribué à accroître l'instabilité et les risques systémiques. Les marchés de capitaux se sont avérés instables et sensibles aux effets de contagion tandis que les économies émergentes ont souffert de la volatilité des mouvements de capitaux. Les événements survenus au cours de cette période - la crise asiatique, le défaut de paiement russe, les turbulences monétaires brésiliennes, l'effondrement du fonds spéculatif Long Term Capital Management (LTCM), etc., - ont eu des répercussions notables sur:

- l'efficacité des fonctions de mesure et de gestion des risques au sein des institutions financières internationales;
- le degré de transparence des risques présentés par les établissements financiers;
- le rôle du contrôle financier et la nécessité de renforcer la coopération internationale entre les autorités nationales de surveillance;
- l'architecture générale du système financier international.

La présente étude vise à:

- fournir une vue d'ensemble des problèmes rencontrés par le système financier international et les institutions financières internationales;
- exposer les dernières propositions de réorganisation du système financier mondial, tant à l'échelle macro-économique (rôle des institutions internationales, réaménagement des régimes de taux de change, etc.) que micro-économique (exigences en matière d'information financière, réglementation sur l'adéquation des fonds propres, etc.);
- proposer des améliorations qui pourraient être mises en place au niveau européen.

Les institutions financières et, dans nombre de cas, les commissions mixtes – le comité de Bâle notamment – et, dans une certaine mesure, le FMI sont généralement chargés de gérer la plupart des problèmes de surveillance abordés dans cette étude. Les institutions européennes, les organisations officielles et les organismes professionnels, ainsi que les autorités de surveillance des États membres, participent au fonctionnement de ces forums internationaux. En général, les groupes de travail européens adoptent sans retard les normes internationales. Nous recommandons néanmoins qu'une plus grande attention soit accordée à l'avenir à ces questions, au niveau politique notamment, en raison de la complexité croissante de l'environnement mondial, et que s'accroisse la volonté de répondre aux exigences du marché et d'éviter ainsi d'être rapidement dépassé.

La présente étude compte six chapitres traitant des aspects macro-économiques (chapitres 1, 4, 5 et 6) et micro-économiques (chapitres 2 et 3).

L'introduction présente les **principaux thèmes** du présent document de travail. L'analyse des

- mouvements de capitaux internationaux en provenance et à destination des économies de marché émergentes,
- causes et conséquences majeures des mutations des mouvements de capitaux,
- crises financières des marchés émergents,

permet de tirer certaines conclusions préliminaires, qui sont abordées plus en détail dans les chapitres suivants.

Il semble manifeste notamment que, durant ces dernières années, les marchés financiers mondiaux ont connu des crises très différentes des crises dites de la balance des paiements des années 1970 et 1980. Celles-ci étaient dues principalement à la persistance des déficits de la balance courante et ont conduit à l'abandon des parités monétaires. En revanche, les crises récentes – appelées également crises couplées – se caractérisent par une interaction étroite entre les crises de la balance des paiements et les problèmes liés à la vulnérabilité des systèmes financiers nationaux, du système bancaire notamment.

Le premier chapitre analyse, sur la base de ces conclusions, **les principales réponses politiques** nationales et internationales destinées à gérer certaines mutations importantes des mouvements de capitaux et à mettre un terme à la fragilité des institutions financières. L'efficacité de ces politiques fait l'objet d'une évaluation critique dans le dernier chapitre. Celui-ci est consacré aux **propositions de réforme des marchés financiers mondiaux** visant à réduire la fréquence de ces crises sans se priver des avantages de l'intégration progressive des marchés internationaux de capitaux.

Les observateurs estiment que les contrats de produits dérivés et les établissements lourdement endettés, et plus particulièrement les fonds spéculatifs, jouent un rôle particulier dans la fragilité des systèmes financiers. Le chapitre 2 traite de ces deux points et analyse les risques découlant des instruments dérivés négociés sur les marchés organisés/non organisés et le fonctionnement des fonds spéculatifs.

Les risques des **instruments dérivés hors bourse** sont plus sérieux que ceux découlant des instruments dérivés négociés sur les marchés organisés. Leur *exposition au risque de crédit* est un aspect crucial. Des institutions comme le comité de Bâle et des acteurs économiques tels que le *Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG)* se chargent d'*estimer* et de *gérer* ces risques.

Le débat n'est pas encore clos car l'efficacité des **techniques de gestion des risques** dépend des problèmes spécifiques et généraux non résolus. Les suggestions d'ordre général présentées dans cette étude ne concernent que ces problèmes. À titre d'exemple, les autorités de surveillance devraient chercher à instaurer une plus grande «concurrence *loyale*» pour *interdire les augmentations indésirables des parts de marché* des intermédiaires financiers gérant des instruments dérivés négociés sur les marchés non organisés et se rappeler également que les aspects organisationnels (systèmes internes de rémunération) doivent être contrôlés aussi strictement que les aspects techniques. Quant aux acteurs économiques, ils devraient développer davantage leurs instruments d'évaluation et de gestion des risques de crédit, et améliorer la diffusion des systèmes de compensation bilatérale et multilatérale.

En ce qui concerne les **instruments dérivés des marchés organisés**, des considérations différentes entrent en jeu. Les marchés organisés sont indispensables aux acteurs des marchés financiers car ils leur permettent de compenser rapidement des positions en instruments peu liquides. Le bon fonctionnement des accords de compensation et de règlement incombe à la chambre de compensation, contrepartie centrale qui gère les risques en prévoyant une série de mesures de protection contre le non-paiement ou l'insolvabilité des membres, des acteurs du marché et des banques de règlements.

La principale conclusion de cette étude est la suivante: la vague actuelle de restructurations du marché des instruments financiers dérivés souligne la nécessité de renforcer les procédures d'évaluation des risques des chambres de compensation. Les fusions et les rachats contribuent à créer des plates-formes commerciales internationales et à accroître les risques auxquels doivent faire face les contreparties centrales concernées. L'efficacité des

transactions financières transfrontalières et des accords de compensation nécessite une coopération accrue entre les instances régulatrices et les bourses. Les organisations internationales, comme l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs), et européennes, comme l'ECOFEX, devraient participer activement à ce processus.

Les **fonds spéculatifs** et autres établissements lourdement endettés sont des investisseurs institutionnels caractérisés par un profil risque/rentabilité élevé et qui exploitent généralement les dettes importantes. Le récent effondrement du fonds LTCM et les risques systémiques potentiels liés aux stratégies d'investissement des fonds spéculatifs ont donné lieu à un débat entre les diverses autorités internationales et nationales de surveillance sur des procédures efficaces de contrôle des activités des fonds spéculatifs. Des formes de réglementation directe – comme l'obligation de transparence et d'information sur les activités des fonds spéculatifs – et indirecte – comme la surveillance plus stricte des établissements financiers traitant avec des fonds spéculatifs – ont été suggérées. Nous approuvons cette formule, mais nous pensons également que d'autres aspects, et notamment la procédure de contrôle et de gestion du niveau d'endettement qui devrait être accordé à ces institutions, doivent être étudiés.

Le chapitre 3 est consacré aux marchés financiers et aux établissements financiers. Deux questions y sont abordées: d'une part les dispositions en matière d'**information et de transparence**, et d'autre part **la réglementation et la gestion des risques** des établissements financiers.

Sur le marché mondial, l'information et la transparence sont perçues comme les compléments nécessaires de la surveillance, qu'elles renforcent tout en contribuant à la solvabilité financière des organismes et en imposant une plus grande responsabilité publique.

À l'échelle macro-économique, il est indispensable de diffuser, de façon efficace et opportune, les données sur les réserves nationales, la dette extérieure, les mouvements de capitaux et les indicateurs de solidité financière sectorielle. Pour garantir une efficacité maximale des initiatives d'information et une exploitation optimale des ressources rares, les différents instruments doivent être coordonnés et les produits doivent être complémentaires.

Au niveau des établissements financiers, les problèmes d'information les plus critiques de ces dernières années concernaient le commerce des valeurs mobilières et des instruments dérivés, les crédits à des fins spéculatives et l'évaluation du risque de crédit. Le comité de Bâle pour le contrôle bancaire a une approche proactive dans ces domaines, mais les traitements comptables, ceux des contrats liés aux instruments dérivés notamment, sont très différents. Paradoxalement, la comptabilité des instruments dérivés est passée d'une situation de «sous-réglementation» à une situation de «surréglementation» en l'espace de cinq ans.

Les protagonistes sont les deux principaux organismes de normalisation comptable: le FASB (États-Unis) et l'IASC (Europe). Au fil des ans, ces deux organismes se sont accordés sur des points clés. Toutefois, certaines associations d'acteurs de marché sont opposées à ces normes. Le débat n'est pas clos. Au niveau européen, la coordination des normes comptables et les directives comptables européennes rendent même le débat plus complexe. Fait surprenant, la FEE (*Foundation for Economic Education*) a récemment proposé que l'utilisation des normes comptables internationales (IAS) ne soit plus soumise au respect des directives susmentionnées. Nous recommandons aux autorités européennes d'accélérer le processus de réglementation afin que l'Europe s'adapte plus rapidement aux exigences du marché, évitant ainsi d'être rapidement dépassée.

L'accent a été mis sur la réglementation du risque de marché car le nombre excessif d'activités à risque de ces vingt dernières années a conduit à des pertes significatives et à l'insolvabilité financière du secteur bancaire, tandis que par le passé les crises bancaires étaient liées principalement au risque de crédit. La réaction de la majorité des établissements financiers a été d'élaborer et de mettre en œuvre des techniques sophistiquées de mesure des risques.

Malgré les défaillances de ces systèmes de gestion des risques, nous pensons que les techniques de mesure, de gestion et de contrôle des risques du marché se sont considérablement améliorées. Par conséquent, nous approuvons la ligne d'action du comité de Bâle, fondée sur la reconnaissance progressive des modèles internes en matière d'adéquation des fonds propres. Nous recommandons également aux autorités de contrôle nationales et internationales de s'accorder sur des mesures supplémentaires:

- i) ensemble de règles uniformes et homogènes sur l'obligation d'information des banques en matière d'activités à risque;
- ii) obligation formelle pour les banques à vocation internationale d'émettre tour à tour des emprunts subordonnés lorsque les rendements reviennent à des investisseurs non assurés et non protégés;
- iii) limitation des politiques de renflouement des banques insolubles semblable à celle prévue par le FDICIA (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act);
- iv) corrélation accrue entre les techniques de mesure et de gestion des risques.

La fragilité des **économies émergentes ou en mutation** est analysée au chapitre 4. Nous y étudions la relation entre problèmes de garantie et stabilité du secteur bancaire. La corrélation entre les deux variables est manifeste dans le cas des banques asiatiques. La crise du secteur bancaire est due au manque de capitaux et de liquidités et à la dépendance à l'égard des opérations de prêt en devises. Les points faibles sont ceux où les règles de prudence font défaut. Par conséquent, il convient de déployer des efforts considérables pour amender les réglementations et accroître ainsi la stabilité des systèmes financiers nationaux et internationaux. Les différences de réglementation et de définition entre les pays ont des répercussions importantes, non seulement en termes d'efficacité des mesures de prudence mais aussi sur l'évaluation comparative de la situation de ces pays. Comme indiqué plus haut, il est nécessaire de définir des normes internationales en matière de réglementation, mais aussi dans d'autres domaines comme la comptabilité, pour améliorer la prise de décision des investisseurs internationaux.

Le présent document analyse également le rôle potentiel des **activités informelles** (criminelles et illicites) en tant que sources d'instabilité. Dans la mesure où il n'existe encore aucune estimation cohérente des risques d'instabilité découlant de facteurs pénaux et illégaux, nous recommandons vivement de réaliser des études internationales sur ce sujet. Une meilleure connaissance de la corrélation entre instabilité financière et facteurs illégaux peut faciliter l'élaboration d'une législation contre le blanchiment d'argent dans un contexte de pénurie de ressources et d'insuffisance des capacités techniques. Nous recommandons l'utilisation du modèle fondé sur l'extrapolation pour le blanchiment d'argent, à l'effet d'identifier les instruments, les établissements et les marchés financiers qui devraient être contrôlés et l'organe qui pourrait être chargé d'élaborer les règles de la lutte contre le blanchiment d'argent.

Le thème de la conception d'un **cadre réglementaire approprié** destiné à maintenir la stabilité et l'efficacité du système financier est abordé dans le chapitre 4, puis détaillé au chapitre 5.

Pour les pays développés, les règles prudentielles jouent un rôle fondamental. Leur efficacité dépend de leur capacité à:

- (1) renforcer les mesures internes visant à inciter les banques (et aux autres acteurs des marchés financiers) à reconnaître les risques qu'elles prennent;
- (2) permettre aux autorités de contrôler les atteintes potentielles à la stabilité du système afin qu'elles puissent prendre, le cas échéant, des mesures correctives.

La mise en place de «filets de sécurité financière» visant à réduire au minimum l'influence des éléments de conduite fait également partie de la surveillance. Le meilleur des filets est celui qui permet aux acteurs économiques de se comporter comme s'il n'existait pas. En fait, un filet de sécurité adéquat doit équilibrer ses composants – instruments du prêteur de dernier ressort, garantie des dépôts, exigences de fonds propres, surveillance et règles en matière d'information et de recapitalisation – de manière à contrôler les risques supportés par le gouvernement et à fournir les incitations appropriées à toutes les parties concernées. L'approbation des recommandations politiques ci-dessus a conduit à la mise en œuvre d'un cadre réglementaire comparable aux États-Unis, au Japon et au Canada. Nous pensons que l'UE devrait adopter un tel modèle, à condition que les points suivants soient clairement prévus:

- i) partage des responsabilités entre la BCE et les banques centrales nationales en matière de surveillance prudentielle et en ce qui concerne la mise en place d'instruments du prêteur de dernier ressort;
- ii) harmonisation des réglementations sur les systèmes de garantie des dépôts et les renflouements financés au moyen de l'argent du contribuable.

Dans de nombreux pays en voie de développement, où les organismes financiers et les autorités de contrôle ont une capacité de gestion des risques et de surveillance restreinte, d'autres politiques sont plus aptes à préserver la stabilité financière. Le choix du régime de change le mieux adapté est particulièrement important. Il est de plus en plus largement reconnu que des parités fixes mais ajustables ne conviennent pas aux économies émergentes: la parité encourage les banques et les entreprises du pays à emprunter des fonds en devises sans tenir compte des risques de change. Des taux flottants ou des taux fixés à demeure (autorité monétaire ou «dollarisation» de l'économie) semblent être des options plus appropriées.

La libéralisation des systèmes bancaires est une autre question importante. Nous insistons sur l'impact positif de l'accès des banques étrangères, avant et après une crise bancaire. La libéralisation du système bancaire peut être utilisée comme un instrument permettant de prévenir les situations d'instabilité et à y remédier. L'accès des banques étrangères peut néanmoins accroître les risques d'instabilité. Le renforcement de la concurrence diminue en effet la valeur marchande des banques et les incite à accepter des risques plus grands. Pour cette raison, la stratégie de libéralisation du système bancaire devrait être prudente et axée sur la réglementation et la surveillance prudentielles.

La chapitre 6 tire des conclusions du vaste débat sur la réforme de l'**architecture du système financier international**. Nous pensons que les instruments de prévention et de gestion des crises doivent être distincts. Concernant la politique de prévention des crises, plusieurs propositions ont été soumises pour limiter ou taxer les emprunts bancaires à l'étranger, taxer

les entrées de capitaux à court terme, contrôler les sorties de capitaux ou taxer les opérations de change. Parmi ces propositions, celle sur la taxation des entrées de capitaux à court terme rallie de nombreux suffrages.

Concernant la gestion des crises, le débat général porte sur l'ensemble des mécanismes institutionnels nécessaires pour aider les pays à prévenir les crises. L'accent a été mis sur les mesures visant à engager le secteur privé, en lui faisant prendre une part plus active dans la gestion des crises.

Enfin, nous participons au débat sur le fonctionnement du Fonds monétaire international (FMI), l'acteur international clé des récentes crises financières. Deux options opposées sont étudiées:

- i) faire du FMI le prêteur de dernier ressort international; ou
- ii) limiter le rôle du FMI au contrôle des économies émergentes, et laisser à un réseau de banques centrales le rôle de prêteur de dernier ressort.

Nous pensons que la deuxième option peut réduire les risques de problèmes de conduite liés à l'existence d'un prêteur de dernier ressort international. À l'échelle européenne, il reste à déterminer si la Banque centrale européenne dispose d'un mandat institutionnel pour gérer efficacement les crises financières internationales.

SOMMAIRE

RÉSUMÉ.....	III
CHAPITRE 1 - VOLUME ET STRUCTURE DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX INTERNATIONAUX.....	1
1.1. <i>Introduction</i>	1
1.2. <i>Considérations économiques</i>	1
1.3. <i>Mouvements de capitaux à destination des marchés émergents: volume, dynamique et composition</i>	2
1.4. <i>Causes et conséquences majeures des récentes crises financières des économies émergentes</i>	6
1.5. <i>Questions en suspens: analyse des réponses politiques aux événements enregistrés sur les grands marchés de capitaux</i>	12
RÉFÉRENCES.....	17
CHAPITRE 2 - RÔLE DES MARCHÉS DES INSTRUMENTS DÉRIVÉS ET DES ÉTABLISSEMENTS LOURDEMENT ENDETTÉS	19
2.1. <i>Marché des produits dérivés négociés de gré à gré</i>	19
2.2. <i>Rôle des instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés</i>	27
2.3. <i>Fonds spéculatifs endettés</i>	33
RÉFÉRENCES.....	41
CHAPITRE 3 - TRANSPARENCE DES MARCHÉS, ÉVALUATION ET CONTRÔLE DES RISQUES	45
3.1. <i>Transparence des marchés</i>	45
3.2. <i>Mesure et contrôle des risques</i>	58
RÉFÉRENCES.....	65
CHAPITRE 4 -RÈGLES DE SÉCURITÉ ET IMPLICATIONS POUR LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL: LEÇONS DE LA CRISE FINANCIÈRE DES MARCHÉS ÉMERGENTS.....	69
4.1. <i>Introduction et méthodologie</i>	69
4.2. <i>Rôle des systèmes bancaires d'Europe de l'Est, d'Asie et d'Amérique latine</i>	70
4.3. <i>Systèmes bancaires et règles de sécurité</i>	73
4.4. <i>Aspects criminels et illégaux</i>	87
4.5. <i>Conclusions</i>	89
RÉFÉRENCES.....	91
CHAPITRE 5 - INSTRUMENTS DE POLITIQUE INTERNE DISPONIBLES	93
5.1. <i>Introduction</i>	93
5.2. <i>Politiques de maintien de la stabilité financière: réglementation prudentielle et filets de sécurité</i>	94
5.3. <i>Activités des banques étrangères</i>	105
5.4. <i>Rôle du régime de taux de change pour prévenir l'instabilité financière</i>	115
5.5. <i>Conclusion</i>	117
RÉFÉRENCES.....	119
CHAPITRE 6 - RÉFORME DE L' ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE: OBJECTIFS, PROBLÈMES ET SOLUTIONS	123
6.1. <i>Introduction</i>	123
6.2. <i>Banques et mouvements de capitaux: nature du problème</i>	125
6.3. <i>Solutions politiques existantes</i>	126
6.4. <i>Quel rôle pour le FMI?</i>	131
6.5. <i>Conclusions: débat entre les décideurs européens</i>	134
RÉFÉRENCES.....	135
PUBLICATIONS RÉCENTES DE LA SÉRIE AFFAIRES ÉCONOMIQUES	137

Tableaux et graphiques

TABLEAU 1.1 :	HISTORIQUE DES RÉCENTES CRISES FINANCIÈRES DES MARCHÉS ÉMERGENTS	8
GRAPHIQUE 4.1 –	ÉVOLUTION DU COEFFICIENT M2/PIB	71
GRAPHIQUE 4.2 –	VALEUR MOYENNE EN 1995-1998 DU COEFFICIENT M2/PIB DE CHAQUE PAYS.....	71
GRAPHIQUE 4.3 –	CRÉDIT INTÉRIEUR AU SECTEUR PRIVÉ/PIB.....	72
TABLEAU 4.1 :	DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET INTERMÉDIATION - FRAGILITÉ POTENTIELLE.....	73
TABLEAU 4.2 :	RATIOS PRUDENTIELS	74
GRAPHIQUE 4.4 –	CAPITALISATION DU SYSTÈME BANCAIRE : FONDS PROPRES SUR TOTAL DES ACTIFS, EN ASIE, AMÉRIQUE LATINE ET EUROPE DE L'EST	76
TABLEAU 4.3 :	CLASSIFICATION DES PRÊTS NON PRODUCTIFS	77
GRAPHIQUE 4.5 –	QUALITÉ DES ACTIFS : TAUX DE CROISSANCE DU RATIO ENTRE LES RÉSERVES POUR PERTES SUR PRÊTS ET LES CRÉDITS BRUTS EN ASIE, AMÉRIQUE LATINE ET EUROPE DE L'EST	78
GRAPHIQUE 4.6 –	QUALITÉ DES ACTIFS EN EUROPE DE L'EST EN 1998 : RÉSERVES POUR PERTES SUR PRÊTS PAR RAPPORT AUX CRÉDITS BRUTS	79
GRAPHIQUE 4.7 –	SITUATION DE TENSION DUE À LA QUALITÉ DES ACTIFS – TAUX DE CROISSANCE ANNUEL MAXIMAL DU COEFFICIENT DE RÉSERVES POUR PERTES SUR PRÊTS, PÉRIODE 1997 – 1998.....	80
GRAPHIQUE 4.8 –	LIQUIDITÉ DU SYSTÈME BANCAIRE : CRÉDITS NETS PAR RAPPORT AUX FINANCEMENTS DES CLIENTS ET À COURT TERME EN ASIE, AMÉRIQUE LATINE ET EUROPE DE L'EST.....	81
GRAPHIQUE 4.9 –	SITUATION DE TENSION DUE À LA LIQUIDITÉ : CRÉDITS NETS MAX. PAR RAPPORT AUX FINANCEMENTS DES CLIENTS ET À COURT TERME SUR LA PÉRIODE 1997 – 1998.....	81
TABLEAU 4.4 –	RÈGLES PRUDENTIELLES RELATIVES AU RISQUE DE CHANGE.....	83
GRAPHIQUE 4.10 –	CRÉDIT BANCAIRE INTERNATIONAL EN ASIE, EUROPE DE L'EST ET AMÉRIQUE LATINE	84
GRAPHIQUE 4.11 –	RENTABILITÉ DU SYSTÈME BANCAIRE : ROA – RENDEMENT DE L'ACTIF MOYEN.....	86
GRAPHIQUE 4.12 –	SITUATIONS DE TENSION LIÉES À LA RENTABILITÉ : ROA NÉGATIF SUR LA PÉRIODE 1997-1998 (VALEUR MIN).....	87
TABLEAU 5.1 –	VERSION AMÉRICAINNE DE L'ACTION CORRECTIVE RAPIDE (PCA).....	100
TABLEAU 5.2 –	PRINCIPALE RÉGLEMENTATION AFFECTANT LA PROBABILITÉ DE CONTAGION.....	105
GRAPHIQUE 5.1 :	RÔLE DES BANQUES ÉTRANGÈRES DANS DIFFÉRENTES ZONES GÉOGRAPHIQUES, 1998	109
GRAPHIQUE 5.2 :	INCIDENCE DE LA PÉNÉTRATION BANCAIRE TRANSFRONTALIÈRE EN EUROPE, 1999.....	110

Chapitre 1

Volume et structure des mouvements de capitaux internationaux

1.1. Introduction

Ce chapitre analyse en détail les mouvements de capitaux internationaux en provenance et à destination des marchés émergents. Après une brève présentation des grandes tendances des économies avancées et émergentes au cours des dernières années (section 1.2.), nous nous concentrerons sur les mouvements de capitaux, leur tendance, leur volume, l'évolution de la composition des actifs et leur destination sectorielle (section 1.3.). Nous étudierons ensuite les causes et les conséquences majeures des mouvements de capitaux qui ont affecté les économies émergentes et conduit à de graves crises financières. Ces crises, comportant à la fois un aspect monétaire et un aspect bancaire – et appelées «crises couplées» – seront comparées à celles des décennies précédentes (section 1.4.).

La dernière section (section 1.5.) sera consacrée au vaste débat sur le choix des réponses politiques les plus appropriées en termes de gestion des mouvements de capitaux instables en provenance et à destination des marchés émergents. Ce débat nous permettra de soulever la question – qui sera analysée dans le chapitre 6 – de la réforme du système financier, à l'effet d'empêcher l'émergence soudaine de telles crises.

1.2. Considérations économiques

Cette section est étroitement liée à l'analyse des mouvements de capitaux internationaux présentée dans la section 1.3. Elle décrit brièvement les tendances récentes des secteurs financier et réel qui affectent les deux catégories de pays suivantes:

- *les économies avancées* (qui incluent parfois les pays du G-7);
- *les économies émergentes* (pays en voie de développement et en transition)¹.

Le scénario macro-économique de l'économie mondiale de ces trois dernières années peut être résumé comme suit:

- a) le fossé entre les économies avancées et émergentes s'est accru;
- b) en ce qui concerne les économies avancées, il existe deux pôles opposés. Le premier pôle regroupe les États-Unis et, dans une moindre mesure, les pays anglophones, qui ont enregistré une croissance plus élevée que prévu et une stagnation des salaires et des prix en 1996-1998. L'autre pôle était représenté par le Japon, qui, au cours de cette même période, a connu une récession continue et une chute des prix. La zone euro, dont les économies nationales présentaient des disparités très nettes, se situait dans une position intermédiaire.
- c) de graves crises ont frappé les pays émergents ainsi que la Russie, le Mexique, le Brésil,

¹ Le problème de classification des pays tient au fait que les sources d'informations s'appuient sur des critères de regroupement différents, pour la catégorie «économies émergentes» notamment. Les annexes du chapitre 1 reprennent les critères de classification adoptés par les institutions mentionnées ci-dessus. Les économies de marché émergentes dont il est question dans le présent document de travail désignent les pays en voie de développement et en transition, conformément à la définition du FMI.

la Corée, la Malaisie, l'Indonésie, les Philippines, la Thaïlande et Taiwan;

- d) en tout état de cause, la situation économique générale des pays émergents et en transition s'est aggravée, confirmant ainsi l'hypothèse d'un «effet de contagion»;
- e) l'analyse croisée des balances des opérations courantes et du commerce extérieur a révélé une chute considérable des exportations de biens en provenance des pays avancés et à destination des économies émergentes, due principalement à une baisse de la demande, et surtout à un effondrement des prix des produits de base. Cette situation a fait chuter la valeur des exportations des économies émergentes et a, par conséquent, détérioré les termes de l'échange.

1.3. Mouvements de capitaux à destination des marchés émergents: volume, dynamique et composition

Quelles ont été les principales caractéristiques des mouvements de capitaux à destination des économies émergentes au cours des trois dernières années? Quels sont les principaux changements qui ont affecté leur volume, leur destination régionale et leur réversibilité, la composition des actifs et leur destination sectorielle? Quelles sont les causes et les conséquences des mutations de mouvements de capitaux qui ont engendré une crise économique et monétaire dans certaines régions à partir de 1997?

Cette section tente de répondre aux deux premières questions. Le dernier point sera abordé dans la section suivante (section 1.4.), entièrement consacrée aux crises ayant frappé récemment les économies de marché émergentes.

1.3.1. Tendances et volume des mouvements de capitaux

Durant ces trois dernières années, les mouvements de capitaux nets à destination des pays en voie de développement et en transition ont considérablement chuté, atteignant leur niveau le plus bas depuis le début de la décennie. Les données de la balance des paiements indiquent notamment que le montant total des mouvements de capitaux nets à destination des marchés émergents s'élevait à environ 64 milliards de dollars, soit un niveau environ 55 % inférieur à celui de 1997 et environ 70 % inférieur au chiffre record de 1996. Cette tendance tient manifestement aux récentes sorties de capitaux (*inversions de mouvements de capitaux*) que certains pays ont connues au cours de ladite période. En outre, le niveau d'activité des marchés de capitaux enregistré au cours du premier semestre 1999 et les prévisions du FMI laissent supposer que la reprise sera relativement modeste à la fin de l'année 1999.

Le moment, la durée et l'ampleur de ces changements ont été variables d'un pays à l'autre. Ce phénomène était particulièrement prononcé en Asie et en Amérique latine (hémisphère occidental, d'après la classification du FMI), régions qui avaient enregistré les entrées de capitaux les plus importantes au début des années 90. En 1998, les sorties nettes de capitaux privés d'Indonésie, de Corée, de Malaisie, des Philippines et de Thaïlande (pays dits de la crise asiatique) ont augmenté d'environ 20 milliards de dollars pour atteindre 45 milliards (+128,3 % par rapport à 1997). Ces données sont même plus impressionnantes si l'on considère que ces mêmes pays avaient enregistré des entrées nettes de capitaux privés d'environ 62 milliards de dollars à la fin de l'année 1996. En outre, les pressions financières s'exerçant sur les pays de la crise asiatique se sont étendues au reste de l'Asie. Les sorties nettes de capitaux privés y ont atteint environ 10 milliards de dollars, contre des entrées nettes aux alentours de 23 milliards en 1997 et de 38 milliards en 1996. D'une manière générale, la période 1996 – 1998 a été marquée par une nette inversion des mouvements de capitaux privés à destination des pays asiatiques (plus de 150 milliards de dollars),

légèrement compensée par des entrées nettes d'un montant total d'environ 18,5 milliards de dollars.

Dans l'hémisphère occidental, les entrées nettes de capitaux privés ont très fortement chuté en 1998 (-16 % par rapport à 1997 et -21 % par rapport à 1996). La pression financière de 1997, qui s'est exercée principalement sur le Brésil (ce pays a enregistré une chute des entrées de capitaux d'environ 51 % par rapport à 1997) et qui a eu des retombées par la suite sur les autres économies de la région, en est l'une des causes. En 1998, les entrées nettes de capitaux privés des pays en transition, subissant certainement les conséquences de cette pression financière, ont chuté de 47 % par rapport à 1997, passant de 25,6 à 13,5 milliards de dollars. La chute s'est élevée à 69 % sur la période de trois ans.

En revanche, les deux macro-régions d'Afrique, d'une part, et le Moyen-Orient et l'Europe, d'autre part, semblent avoir tiré profit de la crise qui a frappé l'Asie et l'Amérique latine. En effet, durant ces trois années, les mouvements nets de capitaux privés à destination de l'Afrique sont passés d'environ 7 milliards de dollars début 1996 à plus de 10 milliards fin 1998, soit une hausse de près de 50 %. Toutefois, il convient de rappeler qu'en 1998, les entrées nettes de capitaux avaient sensiblement chuté (-37 % par rapport à 1997) du fait du manque de confiance général dans les politiques macro-économiques menées par les pays en voie de développement lors des crises décrites ci-dessus.

Au cours de cette même période, le Moyen-Orient et l'Europe ont vu à leur tour leurs entrées nettes de capitaux privés augmenter de 141 %, passant de 10 milliards de dollars fin 1995 à environ 26 milliards fin 1998. Ces chiffres semblent particulièrement favorables si l'on considère notamment que les données globales tiennent également compte des sorties nettes de capitaux privés enregistrées en 1998 par la Russie (-14,7 milliards de dollars), frappée par une crise financière similaire à celles des pays asiatiques.

En conclusion, malgré leur chute en 1998, les entrées nettes de capitaux privés à destination des pays non asiatiques sont restées supérieures à leur niveau de 1996 et laissent supposer que l'impact de ces crises sur les mouvements de capitaux privés à destination des économies de marché émergentes non asiatiques est resté relativement faible. Il importe toutefois de souligner que l'ampleur de ces mutations a certainement accru la volatilité des mouvements de capitaux vers les économies en voie de développement et de transition. Ceci a manifestement posé de sérieux problèmes – tant à l'échelle nationale qu'internationale – aux responsables de la solidité financière et de l'efficacité de la répartition des marchés financiers.

1.3.2. Composition des actifs et destination sectorielle des mouvements de capitaux

Concernant la période de référence choisie, il convient de noter que la composition des mouvements de capitaux – des capitaux privés en particulier – confirme la tendance du début des années 1990, qui est totalement différente de celle des décennies précédentes². En fait, dans les années 1970 et 1980, la rubrique «prêts bancaires et autres investissements nets» – qui inclut les prêts bancaires consortiaux, les financements commerciaux et quelques postes de moindre importance – était le principal élément des mouvements nets de capitaux privés. Par ailleurs, au début et à la fin des années 1990, la tendance a été aux valeurs mobilières et aux mouvements de capitaux non générateurs de dettes, à savoir les «investissements directs étrangers» (IDE) et les «investissements de portefeuille», qui ont fortement augmenté.

Durant cette période de référence, la cessation des prêts bancaires dans les pays émergents a été la cause majeure de la chute des mouvements nets de capitaux privés évoquée ci-dessus.

² Voir Lopez-Mejía A., 1999.

La rubrique «prêts bancaires et autres investissements» de la balance des paiements est passée dans le négatif en 1997 (-60,4 milliards de dollars) pour atteindre -103,4 milliards en 1998, du fait des sorties nettes de capitaux d'Asie (-89,5 milliards de dollars) et de l'hémisphère occidental (-18,1 milliards). Sur les cinq régions prises en compte dans le projet de recherche, seule celle dénommée «moyen-orient et Europe» a enregistré une augmentation de ses mouvements de dettes, les prêts bancaires consortiaux notamment, qui sont passés de 3 milliards de dollars de sorties nettes fin 1996 à près de 15 milliards d'entrées nettes fin 1998. Cette région a clairement tiré parti de la réorientation des fonds d'Asie et d'Amérique latine qui a débuté en 1997.

D'autre part, les investissements nets de portefeuille à destination des marchés émergents – qui incluent les obligations et les actions des banques et des investisseurs non bancaires – sont restés positifs en 1998 (36,7 milliards de dollars), malgré une chute par rapport aux années précédentes (66,8 milliards de dollars en 1997 et 80,8 milliards en 1996). Dans l'ensemble, les économies émergentes ont enregistré une légère baisse des sorties nettes de portefeuilles (41 milliards de dollars fin 1995 contre 37 milliards fin 1998, soit -11 %), tandis que les pays asiatiques en crise ont connu une inversion d'environ 24 milliards de dollars au cours de cette même période. Sans entrer dans les détails, il convient de souligner que la hausse des entrées nettes de capitaux privés provenant des investissements de portefeuille a d'importantes répercussions sur la volatilité générale des mouvements de capitaux et que les responsables et les institutions chargés de la surveillance et de la stabilité des marchés financiers doivent les gérer avec prudence. Les dernières analyses théoriques et empiriques de la volatilité relative des différentes sources de capitaux révèlent toutes que les investissements directs étrangers (IDE) sont plus stables que les autres mouvements de capitaux, et surtout plus stables que les investissements de portefeuille³. Cette volatilité moindre tient essentiellement au fait que les IDE sont plus coûteux à inverser et moins sensibles aux variations des taux d'intérêt internationaux.

Il est donc très simple de comprendre pourquoi les investissements directs étrangers, qui sont passés d'environ 97 milliards de dollars en 1995 à 131 milliards en 1998 (+35 %), ont eu un tel poids pendant la période considérée. Malgré une légère baisse en 1998 (-12 milliards par rapport à 1997), due principalement aux baisses asiatique et russe, les IDE ont été l'élément majeur des mouvements nets de capitaux privés vers les marchés émergents de la seconde moitié des années 90. Le poids des investissements directs étrangers sur les mouvements de capitaux privés à destination des pays en transition en 1996, 1997 et 1998 (respectivement, 89 %, 72 % et 129 %) est particulièrement significatif. Ce phénomène peut être attribué à la croissance des IDE dans les économies de transition, où le passage à l'économie de marché et le lancement du processus de privatisation ont offert des possibilités nouvelles.

Il est intéressant de noter que les données relatives au financement brut privé à destination des économies émergentes – qui incluent toutes les offres internationales d'obligations, de valeurs mobilières et de prêts – révèlent également une chute très nette en 1998 (-48 % par rapport à 1997)⁴. Toutefois, contrairement aux chiffres de la balance des paiements, le

³ Parmi les nombreuses études sur la volatilité des mouvements de capitaux, voir Turner P., 1991, Claessens S. et al., 1995, Chuchan I. et al., 1996, Cailloux J. and Griffith-Jones S., 1997.

⁴ Les différences entre les chiffres de la balance des paiements et les données sur le financement brut sont dues au fait que les premiers – issus de la base de données du FMI – englobent l'ensemble des mouvements de capitaux, mais sont sujets à erreurs ou omissions (et susceptibles d'être révisés). En revanche, les données brutes sur les émissions – issues de la base de données de la BRI – incluent toutes les entrées brutes de capitaux dans le cadre d'offres ou de facilités internationales officielles, mais excluent les prêts bancaires autres que ceux en participation et les investissements qui n'ont pas lieu dans le cadre d'offres publiques internationales. Ces

volume moyen des nouvelles émissions n'a que très légèrement baissé au cours de ces trois dernières années, passant de 157,9 milliards de dollars en 1995 à 148,4 milliards en 1998. Pour les économistes, cette chute est la preuve que les principes fondamentaux sur lesquels repose la hausse soudaine des mouvements de capitaux au début et au milieu des années 1990 sont toujours valables, politiques macro-économiques et différences d'incidence factorielle⁵. La part des nouvelles émissions, représentée par les prêts syndiqués, a fortement chuté, passant de 52,5 % à 40,7 %, tandis que les obligations et autres instruments à revenu fixe – qui constituent désormais la principale source de financement des marchés privés (à l'exception, évidemment, des investissements directs étrangers) des économies émergentes – ont augmenté, atteignant environ 53 % des entrées brutes de capitaux à la fin de 1998, contre 40 % au début de l'année 1996.

Enfin, concernant la destination sectorielle des mouvements de capitaux vers les pays en voie de développement et en transition, l'évolution récente du marché des capitaux internationaux, qui renverse la tendance du début et du milieu des années 90 caractérisée par la restriction de l'accès des agents privés par rapport au secteur public est particulièrement frappante: on passe de 47 % en 1995 à 54 % en 1998. Une fois de plus, ce phénomène reflète la propension croissante des investisseurs des pays industrialisés à prêter uniquement aux emprunteurs bien cotés, plus particulièrement aux chefs d'État, en raison de la santé économique des emprunteurs privés d'Asie et d'Amérique latine. Sans entrer dans les détails, il est néanmoins important de souligner que le manque d'accès au marché des sociétés emprunteuses des économies émergentes – surtout des entreprises de taille moyenne – peut sérieusement nuire à la capacité de ces pays à régler leur dette extérieure et à se refinancer afin de mener des stratégies de croissance, et nuire finalement à l'ensemble du système financier international.

1.3.3. Évolution de l'exposition des banques et de la nationalité des prêteurs aux marchés émergents

Il existe des informations sur l'exposition des banques nationales des marchés parvenus à maturité, mais elles se limitent aux données de la BRI de 1997 et 1998. Toutefois, il apparaît clairement que les sorties de capitaux lancées en 1997 ont commencé à ralentir en 1998 malgré une détérioration de la situation en Europe et en Amérique latine engendrée respectivement par les crises russe et brésilienne. Les réductions des financements bancaires destinés aux pays asiatiques ont été nettement moins importantes au second semestre 1998 qu'au premier, ce qui laisse supposer que l'Asie a été moins affectée par la crise monétaire russe et que les sorties nettes de capitaux de cette région pourraient ralentir. En outre, les expositions des banques brésiennes ont connu un net renversement de tendance en 1998, avec une hausse d'environ 8 milliards de dollars au premier semestre, puis une réduction de près de 12 milliards au second. En revanche, les expositions des banques vis-à-vis des autres pays de l'hémisphère ouest se sont légèrement accrues, puis se sont stabilisées au second semestre 1998 pendant la crise russe.

Au cours du premier semestre 1998, les engagements des banques vis-à-vis de la Russie se sont légèrement accrus pour chuter très nettement pendant la crise au deuxième semestre. Les autres pays émergents ont vu, à leur tour, leurs engagements s'accroître légèrement au deuxième semestre 1998, mais ces derniers sont restés bien plus faibles que la hausse sensible enregistrée au premier semestre de l'année (+8,1 milliards de dollars).

données ne comprennent donc pas le financement des échanges, les investissements directs étrangers et les investissements dans la dette publique.

⁵ Banque mondiale, 1999.

Le dernier point abordé dans cette analyse des mouvements de capitaux concerne directement la répartition par pays des risques bancaires dans les économies de marché émergentes. La tendance générale de ces dernières années a certainement été la prédominance croissante des banques européennes, qui représentaient environ 63 % des créances bancaires des économies émergentes en 1998 (contre à peine 54 % en 1996). En revanche, la part des banques japonaises a sensiblement baissé au cours de la même période (13,3 % en 1998 contre 17,8 % en 1996), tout comme celle des banques nord-américaines (14 % en 1998 contre près de 17 % en 1996). Il convient notamment de noter les très importants engagements des banques européennes vis-à-vis des emprunteurs d'Europe orientale (de 80 % en 1996 à 85 % en 1998) et d'Afrique (de 78 % en 1996 à 80 % en 1998). La part des banques européennes vis-à-vis des pays asiatiques (50 % en 1998) et des pays de l'hémisphère ouest (62 % en 1998), qui ont le plus souffert des crises monétaires et financières depuis 1997, est quant à elle préoccupante.

Étant donné que l'exposition excessive des banques aux risques de crédit et de change est un des facteurs essentiels de la très grande volatilité des mouvements de capitaux dans certains pays asiatiques et que les banques européennes détiennent la majorité des créances des marchés émergents, des éléments convaincants et patents incitent les autorités européennes à élaborer et à mettre en œuvre les ajustements politiques requis afin d'accroître la stabilité et réduire le degré de risque qui touche aujourd'hui les systèmes financiers.

1.4. Causes et conséquences majeures des récentes crises financières des économies émergentes

1.4.1. Bref historique

Comme il a été indiqué au point 1.3., les marchés nationaux et étrangers de la plupart des économies émergentes connaissent de graves problèmes depuis 1997. La vulnérabilité des secteurs financiers et des entreprises, le manque de finances publiques, la hausse des déficits de la balance commerciale et la mise en œuvre de politiques budgétaires et monétaires incohérentes sont les principales sources de difficultés de la majorité des pays émergents, donnant ainsi lieu aux «crises couplées», qui sont analysées plus en détail dans les sections suivantes.

Le tableau 1.1 présente un bref historique des principaux événements survenus dans les pays en voie de développement et en transition⁶. Le flottement du baht thaïlandais, décidé en juillet 1997 après deux mois de pression sur les marchés de change internationaux, est généralement considéré comme le point de départ de ces crises. La dépréciation subie par d'autres économies en développement (Hong Kong, Taiwan, l'Indonésie, les Philippines et la Corée) a conduit à d'importantes récessions domestiques et a eu des répercussions significatives sur les prix dans le commerce international et, par voie de conséquence, sur les flux de marchandises. Les nouveaux circuits créés ont permis à la crise de s'étendre à d'autres pays émergents. C'est ce qu'on appelle l'*effet de contagion*. Selon le FMI, une des caractéristiques prédominantes de ces crises est la propagation des difficultés économiques d'un pays aux autres États de la même région, voire au-delà parfois, dans le cadre d'un processus dit de «contagion»⁷.

L'impact des crises évoquées ci-dessus ne se limite pas à l'Asie: les devises d'Amérique latine, d'Europe centrale et orientale, de Russie et d'Afrique du Sud ont été soumises à des pressions, nombre de ces pays enregistrant des sorties de capitaux fin 1997 et début 1998.

⁶ BRI, 1998a, 1999a.

⁷ FMI, 1999a, chap. 3, p. 66.

Les retombées internationales des crises russes ont été extrêmement graves: hausse sensible des primes des obligations dans les pays émergents, pressions inflationnistes accrues dans de nombreuses économies de marché émergentes, chute précipitée des valeurs mobilières sur les marchés émergents et matures. Par conséquent, la vaste «fuite vers la qualité et les liquidités» a resserré les conditions de crédit des emprunteurs des marchés émergents mais aussi de quelques entreprises emprunteuses des marchés matures.

Le Brésil a été le dernier pays à être victime de la «fuite vers la qualité et les liquidités» fin 1998 et début 1999 (voir tableau 1.1). Comme ce fut le cas dans d'autres économies de marché émergentes, le régime de taux de change strict, associé aux déficits croissants des comptes de transactions courantes et de capital nationaux et étrangers, s'est avéré impossible à tenir et a conduit à une forte dépréciation puis au flottement du réal brésilien, et engendré une hausse considérable des taux d'intérêt et d'importantes mutations des flux de capitaux.

Tableau 1.1.: Historique des récentes crises financières des marchés émergents

1997 Février	Pressions sur le baht thaïlandais; riposte: interventions sur les marchés au comptant et à terme.
Mai	La Thaïlande instaure des contrôles visant à segmenter les marchés onshore et offshore mais les fortes pressions se poursuivent (15 mai).
Juillet	Flottement du baht thaïlandais (2 juillet). La fourchette de fluctuation du peso philippin s'élargit (11 juillet). Celle de la rupiah indonésienne passe de 8 à 12 % (11 juillet). Le ringgit malais chute de 4,8 %.
Août	Flottement de la rupiah indonésienne (14 août.). La Thaïlande bénéficie d'un programme de soutien, dirigé par le FMI, d'un montant de 20,1 milliards de dollars (20 août).
Octobre	Les autorités cessent de soutenir le nouveau dollar thaïlandais, qui chute de 6 % (17 octobre). Les marchés des actions d'Asie, d'Amérique latine et de Russie s'effondrent. Forte pression sur les taux de change au Brésil, à Hong Kong, en Corée et à Taiwan.
Novembre	L'Indonésie bénéficie d'un programme de soutien, dirigé par le FMI, de 40 milliards de dollars (5 novembre). Les taux d'intérêt augmentent de 7 % en Russie et les autorités annoncent l'élargissement de la fourchette de fluctuation du rouble de 5 à 15 %. La fourchette de fluctuation quotidienne du won coréen est élargie de 2,25 % à 10 %.
Décembre	La Corée bénéficie d'un programme de soutien, dirigé par le FMI, de 57 milliards de dollars (5 décembre). Flottement du won coréen (6 décembre). Les prix pétroliers enregistrent une baisse de 30 % sur l'ensemble de l'année.
1998 Janvier	Le rouble est rattaché au dollar avec une fourchette de fluctuation de ± 15 % (1 ^{er} janvier). Gel de la dette des entreprises indonésiennes (27 janvier). Accord de restructuration de 24 milliards de dollars entre la Corée et ses créanciers étrangers (29 janvier.).
Février	L'Indonésie propose de créer un conseil monétaire.
Mai	Élections présidentielles suite à des émeutes en Indonésie (21 mai). Fin mai, le taux de refinancement russe atteint 150 %.
Juin	L'Indonésie et un comité directeur de créanciers s'accordent sur une restructuration de la dette extérieure de 7 milliards de dollars (4 juin). Nouvel accord entre le FMI et l'Indonésie (24 juin). Le rand sud-africain subit d'importantes pressions et une forte dépréciation. Les taux d'intérêt brésiliens retombent à leur niveau du début du mois d'octobre 1997 (26 juin).
Juillet	La Russie bénéficie d'un programme de soutien, dirigé par le FMI, d'un montant de 22,6 milliards de dollars pour 1998-1999 (4,8 milliards de dollars débloqués le 20 juillet).
Août	Le yen atteint sa baisse record en huit ans (11 août). Les autorités de Hong Kong interviennent sur les marchés des actions (14 août). La Russie révisé son régime de taux de change, suspend les paiements de la dette publique à court terme et impose aux non-résidents un moratoire pour le remboursement des dettes commerciales (17 août).
Septembre	La Russie cesse de soutenir le rouble (1 ^{er} septembre). La Malaisie rattache ses taux de change au dollar et impose des contrôles de capitaux rigoureux (1-2 septembre). En Amérique latine, les marchés des actions s'effondrent et les taux de change subissent des pressions: la Colombie élargit la fourchette de fluctuation de ses taux de change de 9 % (2 septembre): les taux d'intérêt brésiliens doublent pour atteindre près de 50 % (10 septembre); les taux d'intérêt à court terme du Mexique atteignent le niveau record de 48 % (11 septembre); le Chili élargit sa fourchette et augmente ses taux d'intérêt (16 septembre). La Chine renforce son régime de change (27 septembre).
Octobre	Suite aux élections présidentielles, le Brésil annonce un programme triennal d'ajustement budgétaire (20 octobre).

Décembre	Le Brésil bénéficie d'un programme de soutien, dirigé par le FMI, d'un montant de 41,5 milliards de dollars, dont un prêt de 13,3 milliards de la BRI cautionné par 19 banques nationales industrielles (2 décembre).
1999 Janvier	Flottement du réal brésilien (15 janvier). La banque centrale d'Argentine soulève la question de la dollarisation (21 janvier). L'agence de notation internationale convertit la dette souveraine coréenne en investissements (25 janvier).
Mars	Nouveau programme de soutien du FMI pour le Brésil (8 mars). Première baisse des taux d'intérêt brésiliens depuis le flottement (25 mars).

Source: adaptation des rapports annuels 1998 et 1999 de la BRI.

1.4.2. Causes majeures des mutations des mouvements de capitaux dans les économies de marché émergentes

Quelles sont les causes des mutations de ces dernières années? Et pour quelles raisons les mouvements de capitaux ont-ils été instables récemment? Cette section analyse ces questions afin de découvrir les principaux facteurs différenciant les crises financières récentes de celles des décennies précédentes (point 1.4.3.).

En d'autres termes, il est indispensable d'analyser les causes des mutations des mouvements de capitaux mentionnées ci-dessus pour comprendre parfaitement le lien entre la mondialisation des marchés financiers et la nature et la fréquence des crises des économies émergentes. Il est de plus en plus largement admis que la déréglementation et la libéralisation financières mondiales ont eu des répercussions positives mais qu'elles ont aussi exposé la stabilité du système financier mondial à des risques accrus⁸. Il est donc important de savoir si ces crises récentes sont une caractéristique intrinsèque de la mondialisation des marchés de capitaux.

Sans trop s'appesantir sur les nombreux modèles théoriques proposés pour expliquer les récentes mutations de mouvements de capitaux des marchés émergents, il est possible d'en distinguer trois sur lesquels les économistes s'accordent largement⁹.

- I La théorie la plus célèbre, fondée sur le «modèle Krugman» (1979), s'appuie sur le manque de confiance dans les politiques macro-économiques nationales, comme la monétisation des déficits fiscaux toujours élevés et le maintien de la parité du taux de change. S'ensuit une attaque spéculative qui conduit à une érosion des réserves internationales et contraint finalement les autorités à faire flotter ou à modifier le taux de change. Le modèle Krugman montre que les attaques spéculatives sont généralement précédées d'une appréciation du taux de change réel, d'une détérioration de la balance des opérations courantes, d'une hausse des salaires réels et d'une baisse de la compétitivité¹⁰.
- II La deuxième théorie s'appuie sur le fait que de nombreux pays victimes des récentes crises financières, à commencer par le Mexique, n'ont pas connu d'incohérences politiques avant de subir des attaques spéculatives. En effet, la décision des autorités de ne pas augmenter les taux d'intérêt nationaux nécessaires pour maintenir un taux de change fixe prouve que d'autres facteurs, appelés généralement «vulnérabilités financières», affectent la fonction objective des autorités. Par exemple, un gouvernement

⁸ Voir Griffith-Jones S., 1998.

⁹ Voir: Calvo G, 1996, Reinhart C. et Vegh C., 1996, Lopez-Mejia A., 1999, Kaminsky G. et Reinhart C., 1999.

¹⁰ Voir Garber P.M. et Svensson L.E.O., 1994.

peut souhaiter, outre maintenir un taux de change fixe, limiter son service de la dette, réduire le taux de chômage ou sauver un système bancaire en déconfiture. Dans ce cas, les autorités peuvent dévaluer au lieu de relever les taux d'intérêt, pour éviter une crise financière nationale ou échapper au coût d'un sauvetage financier. Cette théorie repose sur la présence d'équilibres et de crises auto-entretenues. Dans ce contexte, comme l'affirme Calvo (1995), si les investisseurs vous jugent digne de peu d'intérêt, vous n'obtiendrez pas de fonds et vous serez alors peu digne d'intérêt.

III La troisième théorie sur les mutations et la volatilité des mouvements de capitaux dans les pays émergents repose sur le principe de l'«effet de contagion», déjà abordé dans la section précédente. La première explication à ce phénomène se fonde sur la mondialisation des marchés financiers, qui peut réduire les incitations à la collecte d'informations et, de ce fait, renforcer le comportement grégaire lorsque, comme c'est souvent le cas, les prévisions s'appuient sur des informations inexacts et asymétriques. Le comportement grégaire des investisseurs est une des raisons pour laquelle les crises financières des marchés émergents ont tendance à survenir de façon groupée. Au moins quatre autres circuits sont susceptibles de connaître les effets de contagion¹¹: premièrement, le phénomène d'"alerte": l'effondrement d'une monnaie influence l'opinion des investisseurs sur les fondamentaux des autres pays. Si les investisseurs découvrent les mêmes faiblesses dans d'autres pays, la notation de ces derniers est revue à la baisse et la crise s'étend; deuxième circuit de contagion, les «liens financiers» entre pays: une crise frappant un ou plusieurs pays peut inciter les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles pour des questions de gestion des risques, de liquidités ou autres, pénalisant ainsi certaines économies indépendamment de leurs fondamentaux macro-économiques. Troisièmement, lorsqu'un pays subit une crise financière caractérisée par une forte dépréciation monétaire, d'autres pays peuvent souffrir des retombées commerciales car le pays victime de la crise devient plus compétitif en termes de prix. Enfin, les «chocs communs», comme la hausse excessive des taux d'intérêt internationaux, la chute de la demande globale, la baisse des prix des produits de base ou les fortes variations des taux de change entre les principales monnaies peuvent jouer un rôle majeur dans les pressions exercées simultanément sur les monnaies de plusieurs pays.

Il importe de noter que les théories exposées ci-dessus ne s'excluent pas mutuellement. Au contraire, nombreux sont ceux qui affirment – et les études empiriques l'attestent ¹² - que les mutations de mouvements de capitaux qui ont touché la Russie, le Brésil et les cinq pays asiatiques en crise durant ces trois dernières années résultent de l'association des deux premières théories – crises de la balance des paiements et crises bancaires –, exacerbées par l'effet de contagion et caractérisées, par conséquent, par un retrait soudain de fonds des économies émergentes dans leur ensemble. Pour reprendre une expression récente, les *crises couplées* sont à l'œuvre.

1.4.3. Caractéristiques des récentes crises des économies émergentes: les crises couplées

Les théories présentées dans la section précédente font assez clairement comprendre qu'au cours de ces dernières années, les marchés financiers internationaux ont subi des crises très différentes de celles des années 1970 et 1980 (crises dites de la balance des paiements). Ces crises sont principalement dues aux déficits persistants de la balance des opérations courantes

¹¹ Pour une classification exhaustive et détaillée, voir FMI, 1999a, chap. 3.

¹² Voir l'analyse fondamentale de Kaminsky G. et Reinhart C. 1999.

et des réserves internationales, qui ont conduit à l'abandon de la parité des monnaies. Par ailleurs, les crises couplées se caractérisent par une corrélation étroite entre les crises de la balance des paiements et les problèmes liés à la vulnérabilité financière nationale, notamment dans le secteur bancaire.

Kaminsky et Reinhart (1999) ont étudié, dans le cadre d'une étude empirique approfondie, les caractéristiques de ce type de crise et analysé la corrélation entre les crises bancaires et monétaires. Les principaux résultats de l'étude sont les suivants:

- Les crises monétaires sont habituellement précédées de problèmes dans le secteur bancaire. La dépréciation monétaire qui s'ensuit aggrave la crise bancaire, créant ainsi un cercle vicieux. Les crises bancaires atteignent souvent leur apogée après l'effondrement de la monnaie, et le secteur bancaire, déjà affaibli, est confronté à des problèmes plus graves liés aux taux d'intérêt élevés nécessaires pour maintenir la parité des taux de change ou à des problèmes liés au risque de change des banques nationales sur les marchés étrangers.
- Les crises bancaires sont souvent précédées d'un choc majeur au sein des établissements financiers (en règle générale, libéralisation financière et/ou accès accru aux marchés internationaux de capitaux), qui ne fait qu'accroître la vulnérabilité financière des économies émergentes. Les analyses empiriques ad hoc laissent supposer que le manque de réglementation et de supervision appropriée pendant le processus de libéralisation pourrait jouer un rôle clé dans l'aggravation de la situation du système bancaire¹³.
- Les crises couplées sont généralement précédées de la détérioration d'un grand nombre de fondamentaux économiques. Plus précisément, les données disponibles sur les pays asiatiques montrent assez clairement que les crises surviennent alors que l'économie entre dans une phase de récession, après une période prolongée de forte activité économique, nourrie par les prêts aux résidents, des entrées de capitaux importantes et une monnaie surévaluée.
- Les crises couplées semblent avoir des répercussions beaucoup plus graves que les crises de la balance des paiements. Ceci tient principalement au fait que les fondamentaux économiques des pays concernés s'aggravent une fois apparu le cercle vicieux entre les crises bancaires et monétaires. Par ailleurs, ceci implique que les pays dont les fondamentaux économiques sont plus faibles ou qui sont financièrement vulnérables sont, dans une certaine mesure, plus sensibles à la contagion que les économies dotées de structures plus fortes.

Nous avons analysé les causes et les conséquences majeures des récentes mutations de mouvements de capitaux et avons énuméré les menaces sérieuses, liées à la mondialisation accrue des marchés financiers, qui pèsent sur les économies émergentes et qui peuvent éventuellement engendrer des crises couplées accompagnées de risques de contagion.

Il convient de retenir qu'il est indispensable de superviser et de réglementer les systèmes financiers pour permettre aux pays de gérer calmement et en toute connaissance de cause les effets négatifs de la mondialisation des marchés de capitaux.

¹³ Voir Caprio G. et Klingebiel D., 1996.

1.5. Questions en suspens: analyse des réponses politiques aux événements enregistrés sur les grands marchés des capitaux

Comme on peut aisément le concevoir, la communauté internationale participe activement au débat sur les causes et les conséquences des crises touchant les marchés émergents et la procédure requise pour éviter que celles-ci ne se reproduisent.

Dans cette dernière section du chapitre 1, nous analyserons brièvement les principales réponses politiques nationales et internationales destinées à gérer certaines des mutations de mouvements de capitaux survenues au cours des dernières années¹⁴.

Dans le chapitre 6 de la présente étude, nous analyserons cette question dans une perspective plus critique afin de définir comment le fonctionnement du système financier international devrait être réformé pour limiter ces crises tout en continuant à tirer parti de l'intégration progressive des marchés internationaux de capitaux.

En bref, une analyse des mesures adoptées dans les années 1990 pour remédier aux répercussions négatives des mouvements de capitaux a permis de distinguer trois catégories de réponses politiques possibles – politiques économiques anticycliques, politiques structurelles et contrôles des capitaux – que nous allons à présent étudier.

1.5.1. Politiques conjoncturelles

Parmi les diverses mesures que regroupe cette catégorie, il convient de retenir les mesures ci-après.

A. Politiques monétaires

Lorsque les régimes de taux de change ne sont pas totalement flexibles, les politiques monétaires permettent d'éviter les pressions de la demande globale en neutralisant l'expansion monétaire engendrée par l'accumulation de réserves internationales. Plus les réserves sont importantes, plus les autorités évitent l'appréciation du taux de change nominal.

Il existe trois types de politique de neutralisation: les interventions sur le marché monétaire; le renforcement des exigences en termes de réserves, qui permet de réduire le multiplicateur monétaire; la gestion des dépôts du secteur public, qui consiste à les retirer du secteur public et à les déposer à la Banque centrale.

Comme nous l'expliquerons plus en détail dans le chapitre 6, ces instruments présentent une efficacité relative parce qu'ils n'appréhendent pas, notamment, la nature exacte des crises récentes et, surtout, ne traitent pas de leurs répercussions sur le système bancaire et financier national, dont le rôle de répartition et la stabilité face au renforcement des exigences en matière de réserves et/ou des retraits massifs des dépôts bancaires pourraient être sérieusement mis à mal.

B. Flexibilité du taux de change nominal

Si les responsables souhaitent éviter que les agrégats monétaires liés aux entrées de capitaux ne s'accroissent, ils peuvent réduire l'accumulation des réserves internationales en laissant le taux de change nominal s'apprécier. Cette politique conjoncturelle présente l'avantage d'isoler la masse monétaire des entrées de capitaux. Plus la flexibilité du taux de change est

¹⁴ Cette section s'appuie en grande partie sur une étude empirique exhaustive réalisée par Lopez-Mejía, 1999.

importante, plus la masse monétaire est isolée et plus la politique monétaire est autonome. En outre, la flexibilité du taux de change nominal introduit des incertitudes qui peuvent décourager les entrées spéculatives de capitaux à court terme.

L'inconvénient majeur de cette politique réside dans le fait qu'en cas d'appréciation du taux de change nominal, le secteur des biens commercialisables souffre d'une baisse de rentabilité. Si les mouvements de capitaux persistent et si l'appréciation du taux de change réel semble permanente, cela aura des effets négatifs sur des secteurs importants comme les exportations non traditionnelles.

En règle générale, pour réduire les risques liés au flottement pur et les coûts engendrés par l'accumulation des réserves internationales, plusieurs pays ont adopté un système de taux de change flexible («flottement impur»).

C. Politiques budgétaires

La troisième solution consiste à assainir la situation budgétaire, les dépenses publiques notamment, pour faire chuter la demande globale et réduire l'impact inflationniste des entrées de capitaux. Cette politique, utilisée comme un outil de stabilisation, remplace la flexibilité du taux de change. Une réduction des dépenses publiques pourrait limiter l'appréciation du taux du change réel dans la mesure où les biens non commercialisables représentent souvent une part notable des dépenses publiques.

Toutefois, les réductions budgétaires ne sont pas assez flexibles pour répondre aux fluctuations des mouvements de capitaux. D'une part, l'assainissement exige une révision de la législation nationale et implique des mesures politiques sensibles qui ne peuvent pas être mises en œuvre à bref délai. D'autre part, comme les économistes pourraient interpréter les modifications de la politique à court terme comme une information sur les intentions à long terme du gouvernement, il faut éviter toute possibilité de donner de mauvais signaux.

1.5.2. Politiques structurelles

Les mesures suivantes, lorsqu'elles sont correctement mises en œuvre, permettent d'éviter de graves problèmes liés aux politiques conjoncturelles.

A. Politiques commerciales

Pendant la période d'entrée des capitaux, il est possible de libéraliser le commerce pour limiter l'appréciation du taux de change réel, évitant ainsi une crise monétaire et, à terme, bancaire: comme une politique budgétaire rigoureuse, la politique commerciale peut ainsi réduire la pression sur l'économie nationale en déplaçant les dépenses vers les biens commercialisables¹⁵.

L'efficacité des politiques commerciales est néanmoins controversée. Tout d'abord, il apparaît que l'impact de la libéralisation du commerce sur la balance commerciale est ambigu¹⁶. Ensuite, la libéralisation de la balance des opérations courantes peut encourager les entrées de capitaux si elle renforce la confiance des investisseurs étrangers dans la gestion macro-économique nationale, contribuant éventuellement à exacerber les cycles de hausses et de baisses. D'une manière plus générale, la libéralisation du commerce étant une politique structurelle, il conviendrait de l'élaborer pour qu'elle soit cohérente avec les objectifs à long terme plutôt que d'en faire une réponse conjoncturelle.

¹⁵ Voir Corbo V. et Hernandez L., 1996.

¹⁶ Voir Montiel P., 1995.

B. Contrôle et réglementation bancaire

Comme nous l'avons démontré dans la section précédente, dans la mesure où les pays victimes de crises couplées ont des systèmes financiers faibles, il est difficile d'arrêter les importants mouvements de capitaux en adoptant des politiques macro-économiques appropriées sans renforcer simultanément l'environnement national, à commencer par le secteur financier.

Sans entrer dans les détails, il importe de souligner que la réglementation et la supervision du secteur bancaire jouent un rôle crucial lorsque la gouvernance interne et la discipline des marchés présentent des défaillances, comme c'est généralement le cas pour les économies émergentes. Mais étant donné que la surveillance bancaire n'est toujours pas correctement définie, même dans les pays les plus industrialisés, certains observateurs sont sceptiques quant au rôle que les systèmes actuels de réglementation et de supervision des marchés peuvent jouer sur les marchés instables¹⁷. Comme nous l'expliquerons dans le chapitre 6, il est temps de revoir totalement l'«architecture» du système financier international.

1.5.3. Contrôle des capitaux

D'un point de vue théorique, il est communément admis que le contrôle des capitaux peut améliorer la situation économique d'un pays souffrant de distorsions¹⁸. L'efficacité des contrôles de capitaux a été défendue de deux façons. Premièrement, les contrôles de capitaux, qui créent un décalage entre les taux d'intérêt nationaux et internationaux, sont considérés comme un moyen d'aider les autorités à maîtriser les conditions monétaires nationales lorsque le taux de change est fixe ou contrôlé. Deuxièmement, les pays pratiquant le contrôle des capitaux enregistrent généralement des taux d'inflation et des recettes, liées à l'inflation, plus élevées, ainsi que des taux d'intérêt réels plus bas que les pays n'effectuant aucun contrôle. Ces derniers considèrent le contrôle des capitaux comme un moyen de maintenir les recettes publiques à un niveau élevé et de réduire le service de la dette du gouvernement.

Durant ces dix années, les contrôles de capitaux ont néanmoins eu une autre utilité: ils ont été adoptés pour limiter l'expansion monétaire et du crédit pendant les périodes d'entrées de capitaux, dans le but de réduire les effets déstabilisants liés à ces entrées et d'éviter ainsi les effets traumatisants liés aux sorties de capitaux.

Les restrictions appliquées à la mobilité des capitaux peuvent être réparties en deux catégories. La première utilise les contrôles quantitatifs pour réguler le volume des mouvements de capitaux; la deuxième inclut des taxes et des mesures assimilées à des taxes. Dans le passé, des mesures quantitatives, associées à des contrôles administratifs, ont été mises en œuvre dans le but d'empêcher les sorties de capitaux. Elles nécessitaient une importante bureaucratie, encourageaient l'évasion et interféraient avec le commerce international. L'objectif principal des contrôles quantitatifs des années 1990 était similaire à celui des taxes et des mesures apparentées, à savoir réduire le volume des mouvements de capitaux, notamment les capitaux à court terme considérés comme volatils et déstabilisants.

Au cours de ces dix années, les contrôles de capitaux ont revêtu des formes diverses dans plusieurs pays comme le Mexique (1992), la Malaisie (1994), l'Indonésie (1995), la Thaïlande (1995) et le Chili (1996). Toutefois, ces mesures ne sont pas parvenues à réduire le volume des entrées de capitaux et à prévenir les crises monétaires et bancaires qui ont suivi.

¹⁷ Voir Lopez-Mejia A., 1999.

¹⁸ Voir Dooley M., 1996

Les niveaux d'efficacité variables constituent la découverte majeure de ces études sur les différentes politiques nationales et internationales. En ce sens, les politiques conjoncturelles semblent être les moins adaptées à cet objectif, surtout parce qu'elles ne correspondent pas à la nature intrinsèque des crises bancaires et monétaires récentes, à savoir les crises couplées. Par ailleurs, les contrôles de capitaux sont des mesures pouvant servir de «solution de secours» puisqu'ils ne sont pas très efficaces lorsque d'importants mouvements de capitaux ont déjà eu lieu. Enfin, les politiques structurelles semblent être les mesures les plus prometteuses, bien qu'il soit difficile de les mettre totalement en œuvre. Les autorités doivent faire des efforts considérables – notamment à l'échelle mondiale – pour concevoir un système financier international sain, stable et capable de faire face à une caractéristique propre à l'économie mondiale, à savoir la croissance et la fluctuation rapides des mouvements de capitaux.

Références

- BACCHETTA, P. & VAN WINCOOP, E. (1988), *Capital flows to emerging markets liberalisation, overshooting and volatility*, w.p. 6530, NBER, MA.
- BANQUE MONDIALE (1999), *Global Development Finance 1999*, Groupe de la Banque mondiale, Washington, DC.
- BANQUE MONDIALE (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries*, Oxford University Press, New York.
- BIÖNDAL, S. & CHRISTIANSEN, H. (1999), *The recent experience with capital flows to emerging market economies*, OCDE, Working Paper, n° 211.
- BRI, FMI, OCDE, Banque mondiale, *Joint statistics on external debt*, Bâle, 1997, 1998, 1999.
- BRI (1997a), (1998a), (1999a), *Annual Report*, Bâle.
- BRI (1997b), (1998b), (1999b), *International Banking and Financial Market Developments*, "BIS Quarterly Review".
- BRI (1999c), *Statistics on External Indebtedness*, n° 22.
- BRI (1995), *The BIS Statistics on International Banking and Financial Market Activities*, Bâle.
- BUSSIÈRE, M. & MULDER, C. (1999), *External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion*, FMI, Working Paper, n° 88.
- CAILLOUX, J. & GRIFFITH-JONES, S. (1997), *International Capital Flows, What Do We Know about Their Volatility?*, Institute of Development Studies, Université du Sussex.
- CALVO, S. & REINHART, C. (1996), "Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effect?", in GOLDSTEIN M., (ed.), *Private Capital Flows to Emerging Markets*, Institute of International Economics, Washington.
- CALVO, G. (1995), *Varieties of Capital-Market Crises*, Université du Maryland.
- CAPRIO, G. & KLINGEBIEL, D. (1996), "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?", in BRUNO, M. & PLESKOVIC (eds.), *Conférence annuelle de la Banque mondiale sur l'économie du développement*, Banque mondiale, Washington.
- CHUCHAN, I., PEREZ-WUIROS, G. & POPPER, H. (1996), *International Capital Flows: Hot or Cold*, Policy Research Working Paper, n° 1669, Banque mondiale.
- CLAESSENS, S., DOOLEY, M. & WARNER, A. (1995), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *The World Bank Economic Review*, n° 1.
- CORBO, V. & HERNANDEZ, L. (1996), *Macroeconomic Adjustments to Capital Inflows: Latin American Style versus East Asian Style*, The World Bank Research Observer, Vol. 1.
- DENNIS, G.E.J. (1984), *International financial flows*, Graham & Trotman Ltd., Londres.

- DOOLEY, M. (1996), *A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions*, Staff Papers, FMI, Vol. 43.
- ECONOMIST, *Country Surveys*, 1998, 1999.
- FMI (1997a), *World Economic Outlook*, Washington, DC.
- FMI (1998b, 1999b), *International Financial Statistics*, Washington, DC.
- FMI (1998a), (1999a), (1999c), *International Capital Markets*, World Economic and Financial Surveys, Washington, DC.
- GARBER, P.M. & SVENSSON, L.E.O. (1994), *The Operation and Collapse of Fixed Exchange Rate Regimes*, NBER Working Paper, n° 4971, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- GLICK, R. (1998), *Managing capital flows and exchange rates*, Cambridge University Press, Cambridge.
- GRIFFITH-JONES, S. (1998), *Global capital flows*, MacMillan Press Ltd., Londres.
- IFI (1999), *Capital Flows to Emerging Market Economies*, septembre.
- KAMINSKY, G. & REINHART, C. (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, n° 3.
- KIM, W. & WEI, S. (1999), *Foreign Portfolio Investors Before and During A Crisis*, OCDE, Working Paper, n° 210.
- KRUGMAN, P. (1979), "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11
- LEVICH R. (1998), *Emerging market capital flows*, Kluwer Academic Publishers, Norwell, MA.
- LOPEZ-MEJIA, A. (1999), *Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses*, FMI, Working Paper, n° 17.
- MONTIEL, P. (1995), *Managing Economic Policy in the Face of Large Capital Inflows: What Have We Learned?*, Institute for International Economics and Oesterreichische National Bank, Vienne.
- REINHART, C. & VEGH, C. (1995), "Nominal Interest Rates, Consumption BOOMS AND Lack of Credibility: A Quantitative Examination", *Journal of Development Economics*, n° 46.
- TAMIRISA, N.T. (1999), *Trade in Financial Services and Capital Movements*, IMF Working Paper, n° 89.
- TURNER, P. (1991), *Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends*, BRI, Economic Papers, n° 30.
- WHITE, W.R. (1999), *Evolving International Financial Markets: Some Implications for Central Banks*, BRI, Working Papers, n° 6.

Chapitre 2

Rôle des marchés des instruments dérivés et des établissements lourdement endettés

Les observateurs estiment généralement que les facteurs «micro-économiques», tels que le fonctionnement des marchés des instruments dérivés et les stratégies d'investissement mises en œuvre par les fonds spéculatifs, jouent un rôle dans les perturbations et la volatilité des marchés financiers internationaux. On entend souvent dire que le recours aux instruments dérivés et la possibilité d'accroître l'endettement en utilisant ces instruments sont susceptibles d'entraîner des pertes sur transactions pour les établissements financiers opérant à l'échelle internationale et, par-là même, d'engendrer un risque systémique. De plus, les stratégies d'investissement des fonds spéculatifs sont fréquemment désignées comme étant l'une des causes de la volatilité des marchés financiers.

Ce chapitre tente d'apporter des réponses à ces questions. Les sections 1 et 2 sont consacrées à l'analyse des marchés des produits dérivés négociés sur les marchés organisés ou de gré à gré. Les sources de risques et les méthodes d'évaluation et de gestion du risque y font l'objet d'une analyse critique. Les deux sections s'achèvent sur les principales questions en suspens et sur des propositions d'action.

La section 3 examine le développement du secteur des fonds spéculatifs et son rôle dans les récentes crises financières. Elle termine par une évaluation du cadre réglementaire de ces établissements et par les améliorations susceptibles d'être apportées.

2.1. Marché des produits dérivés négociés de gré à gré

2.1.1. Principaux types de risques attachés aux instruments dérivés de gré à gré

Cette section porte tout particulièrement sur les instruments dérivés de gré à gré, qui sont des contrats négociés à titre privé directement entre opérateurs et utilisateurs finaux, par opposition aux contrats standardisés vendus sur les marchés organisés. Il est notoire que les instruments dérivés négociés de gré à gré servent à parer aux risques financiers; mais ils peuvent aussi engendrer des risques. Au nombre de ceux-ci figurent les *risques de marché*, les *risques de crédit*, ainsi que les *risques opérationnels et juridiques*.

- Le **risque de marché** des instruments dérivés dépend de l'évolution de leur prix en fonction des conditions du marché.
- Le **risque de crédit** est la possibilité d'enregistrer une perte si une contrepartie manque à ses engagements dans un contrat sur dérivés. Il existe deux types de risques de crédit:
 - le **risque avant règlement** fait référence à l'éventualité d'une défaillance avant la date d'échéance (ou date de règlement) du contrat;
 - le **risque de règlement** (ou «risque de Herstatt») renvoie à l'éventualité d'une défaillance à la date d'échéance (ou date de règlement) du contrat.
- Les **risques opérationnels** sont liés à des pertes non prévues résultant de systèmes et de contrôles inadéquats, d'erreurs humaines ou d'erreurs de gestion. Ils sont également fréquents sur les valeurs mobilières et les crédits. Toutefois, la complexité des

instruments dérivés de gré à gré implique la mise en place d'un contrôle spécifique des systèmes et des intervenants, afin de valider et de contrôler les transactions et les positions des opérateurs.

- Les **risques juridiques** renvoient à la perte éventuellement subie si le contrat ne peut entrer en vigueur en raison d'un manque de documentation, de l'inadéquation de l'autorité ou de la capacité juridique de l'une des contreparties, d'une légalité incertaine ou d'une inopposabilité en cas de faillite ou d'insolvabilité.

2.1.2. *Évaluation et gestion des risques de crédit attachés aux instruments dérivés de gré à gré*

Afin de faire face aux risques de contrepartie attachés aux instruments dérivés de gré à gré, il faut d'abord considérer leur *évaluation*, puis leur *gestion*.

En ce qui concerne le premier point, il est nécessaire de revenir à la signification des termes *risque courant (RC)* et *risque potentiel (RP)*. Le *risque courant* est la valeur de marché des instruments dérivés à un moment donné, c'est-à-dire le coût de remplacement des cash-flows restants au prix et aux taux d'intérêt du marché en vigueur lors de la défaillance¹⁹.

Le *risque potentiel* décrit quant à lui la vision *ex ante* d'une augmentation potentielle de la valeur. En résumé, il s'agit d'une estimation des coûts de remplacement *futurs*. Celle-ci est délicate et implique la prise en compte d'éléments stochastiques. De manière générale, ces analyses émettent une hypothèse sur la volatilité d'éléments sous-jacents et évaluent les effets de leurs mouvements sur les transactions portant sur des produits dérivés²⁰.

L'évaluation du risque est essentielle à l'analyse du risque de crédit attaché aux instruments dérivés de gré à gré. C'est la raison pour laquelle les techniques susmentionnées sont également connues sous le nom de *techniques d'évaluation des expositions au risque*. Dans certains cas, il a été suggéré d'interpréter le risque de crédit afférent à un contrat sur instruments dérivés négociés de gré à gré comme un *risque de crédit équivalent*. Les principales techniques sont les suivantes:

- a) l'exposition au *risque initiale* utilisée dans l'ancien ratio prudentiel des autorités de surveillance;

¹⁹ Le risque courant est également considéré comme le *coût de remplacement courant*, le *montant net courant hors exposition au risque attaché au gage* ou le *risque de liquidation courant*. Le *coût de remplacement courant* est évalué en fonction du marché, afin d'inclure le bénéfice des accords de compensation, si ceux-ci sont légalement applicables avec un niveau de confiance élevé, mais avant de déduire la valeur de tout gage s'y rapportant. Le *montant net courant hors exposition au risque attaché au gage* est évalué en tant que coût de remplacement courant moins la valeur nette du gage pour lequel il existe un niveau de confiance élevé eu égard à l'exigibilité et la mise en jeu de celui-ci. L'exposition au *risque de liquidation courant* est évaluée en tant que montant net courant du risque attaché au gage basé sur une estimation du coût de remplacement des contrats en fonction de la liquidité, de la valeur de liquidation du gage reçu et du coût de récupération du gage.

²⁰ Il est courant de se référer à deux évaluations des risques potentiels: le risque «prévisible» et le risque «maximum». Le premier est une estimation de la moyenne des valeurs de marché (non négatives) sur la durée de vie (restante) de la transaction. Combiné à des probabilités sur les défaillances, il peut servir à évaluer le risque de crédit. Associé aux taux de défaillances escomptés, il permet de chiffrer la perte prévisible à partir d'un niveau de risque prévu. Le risque maximum (également connu sous le terme d'«événement catastrophe» ou de «risque majeur») évalue le risque maximal futur sur la durée de vie (restante) de la transaction, à l'aide d'analyses statistiques basées sur des intervalles de confiance prédéterminés. Le risque maximum est habituellement utilisé pour définir des limites et, combiné à des probabilités sur les défaillances, pour estimer le niveau de risque des transactions. Il est également important de se rappeler que les modèles d'évaluation du risque de crédit s'appuient sur le calcul des risques potentiels et des risques prévisibles nets de marge. Ainsi, le risque garanti par nantissement (risque potentiel et risque prévisible garantis par nantissement) mesure le risque de crédit futur d'un portefeuille, faisant jouer les conditions de la sûreté appliquées à un portefeuille.

- b) l'exposition au risque en tant que valeur de marché à laquelle s'ajoute un «*montant additionnel*»;
- c) l'exposition au risque en tant que valeur de marché à laquelle s'ajoute le risque potentiel, avec des *méthodes stochastiques* telles que la méthode analytique, la simulation historique et la simulation de Monte Carlo;
- d) l'exposition au risque en tant que valeur de marché plus le risque potentiel, avec des *simulations de crise* («*stress testing*»).

La première technique, la plus simple, était très répandue par le passé et évaluait l'exposition au risque attachée au contrat sous la forme d'un pourcentage fixe du contrat notionnel. Elle constituait également la base de détermination du ratio de fonds propres à des fins de surveillance. Aujourd'hui, avec l'introduction des ratios de fonds propres liés au risque de marché, cette technique ne sert plus au contrôle prudentiel. De plus, ses failles sont apparues clairement:

- 1) absence de prise en compte des aspects de valeurs de marché du contrat;
- 2) absence de prise en compte des aspects liés aux fondamentaux du marché;
- 3) méthode identique appliquée à différents types d'instruments dérivés;
- 4) philosophie *figée sans ouverture sur l'avenir*.

La technique d'évaluation du degré d'exposition au risque de crédit qui considère le risque comme une «*valeur de marché à laquelle s'ajoute un montant additionnel*» est plus efficace. D'ailleurs, les autorités de surveillance internationales l'ont également proposée. L'exposition globale au risque est déterminée en additionnant le risque courant, égal à la valeur de marché du contrat, et le risque potentiel, mesuré en tant que pourcentage du notionnel. Ce dernier facteur constitue le «*montant additionnel*». Sa finalité économique est de couvrir une augmentation imprévisible du risque entre deux périodes de calcul du ratio de fonds propres ou entre le moment où survient un événement de crise et l'intervention des autorités de surveillance. Dans la mesure où elle s'attache au risque courant, cette méthode remédie à la principale restriction imposée par la technique fondée sur le risque initial. Toutefois, elle pâtit encore de certaines faiblesses, dont le manque de flexibilité par rapport à certains fondamentaux du marché ou aspects contractuels précis. Ceci étant, cette technique constitue un point de départ pour des analyses plus poussées.

Les méthodes suivantes (points c et d) déterminent le risque global en additionnant la valeur de marché et un risque potentiel évalué à l'aide de *méthodes stochastiques* ou déterminé par une *simulation de crise*.

La première technique évalue le risque potentiel en s'appuyant sur des méthodes stochastiques qui présentent des similitudes avec la VAR appliquée au risque de marché²¹.

Enfin, dans le cadre d'une *simulation de crise* sur des instruments dérivés de gré à gré, le risque de crédit est mesuré en simulant des scénarios extrêmes d'évolution des fondamentaux du marché et leurs effets sur les instruments dérivés, les portefeuilles de produits dérivés ou les valeurs de marché. Cette technique présente notamment l'avantage de la transparence de l'évaluation du risque potentiel pour la direction générale; les inconvénients, eux, ont trait aux difficultés que soulève l'élaboration des différents scénarios.

²¹ Voir la section 3.2.2. pour plus de détails.

En matière de *gestion* et de *réduction du risque de crédit* sur les instruments dérivés de gré à gré, les techniques les plus répandues se répartissent en *techniques internes* et *externes*. Les premières concernent des systèmes développés par des intermédiaires financiers pour mesurer et gérer un risque de crédit avec plus de rapidité et de précision. Une modélisation pertinente du risque de crédit implique d'associer une *estimation des risques complexe et très étendue*, portant sur un large échantillon des valeurs potentielles d'un portefeuille, à une *analyse détaillée du risque de crédit de contrepartie*, qui mesure la possibilité d'une détérioration du crédit d'une contrepartie et d'une défaillance. Il n'existe jusqu'à présent aucune approche universellement reconnue de la modélisation du risque de crédit de contrepartie; deux processus ont vu le jour: l'*utilisation du risque*, d'un côté, et la *répartition de fonds propres*, de l'autre.

Afin de gérer le risque de crédit, des techniques externes ont pu être élaborées grâce à l'amélioration des relations contractuelles avec les contreparties. Elles assurent une meilleure protection et une réduction de la probabilité de défaillance et des pertes prévisibles. Ces techniques comprennent essentiellement:

- a) des *accords de compensation (bilatéraux ou multilatéraux)*;
- b) des *accords-cadres*;
- c) des *marges de garantie*;
- d) l'utilisation de *seuils liés au crédit des contreparties* et d'options à *dénouement anticipé*.

Les *accords de compensation*²² sont considérés comme des méthodes efficaces dans la réduction du risque de crédit vis-à-vis des contreparties pour les contrats sur dérivés négociés de gré à gré. Bien que les accords multilatéraux soient de plus en plus nombreux, les plus répandus demeurent les compensations bilatérales entre acteurs du marché et autorités de surveillance. La structure juridique du contrat, qui rend l'accord légalement applicable, constitue la principale préoccupation des autorités de surveillance internationales.

Les *accords-cadre*²³ sont quant à eux utilisés par la plupart des opérateurs dans l'ensemble des pays du G10 afin de définir les modalités des transactions portant sur des dérivés sur les marchés de gré à gré avec d'autres opérateurs et utilisateurs finaux. Ils présentent les avantages suivants:

- a) utilisation de conditions standard, juridiques et contractuelles, qui réduisent les insuffisances liées à la négociation de contrats particuliers;
- b) réduction du risque de contrepartie attaché à des transactions en cours, grâce à des compensations avec exigibilité anticipée. De manière générale, les opérateurs se servent de formulaires contractuels standard, essentiellement ceux de l'ISDA (*International Swap and Derivatives Association*).

Les *marges de garantie* devraient permettre de réduire le risque de crédit attaché aux instruments dérivés de gré à gré dans la même proportion que celles utilisées pour les contrats à terme négociés sur les marchés organisés. Elles doivent être basées sur les marges initiales et sur leur augmentation/diminution en fonction de l'évolution de la valorisation des positions. L'introduction de ces méthodes sur les marchés de gré à gré pourrait donner

²² Cet accord permet à deux contreparties de s'octroyer mutuellement la possibilité de compenser des actifs et des passifs afin d'échanger uniquement des cash-flow nets.

²³ Un accord-cadre définit les termes s'appliquant à tout ou partie des transactions entre les parties, notamment la compensation avec exigibilité anticipée et d'autres formes de compensations bilatérales.

naissance à une sorte de «marché des instruments financiers dérivés de gré à gré». Cette possibilité reste cependant toute théorique.

L'utilisation de *seuils liés au crédit des contreparties* et d'*options à dénouement anticipé* pourrait réduire le risque de crédit attaché aux instruments dérivés négociés de gré à gré, tels que les engagements contractuels permettant à l'une des parties de mettre fin au contrat avant son échéance. Il est possible de recourir à cette option sur demande de l'une des parties ou dans certaines circonstances, comme la mise en cause de la solvabilité de la contrepartie.

2.1.3. Surveillance des marchés des produits dérivés négociés de gré à gré

Il est possible d'opérer une distinction entre les initiatives institutionnelles et celles des acteurs du marché. En ce qui concerne les premières, le point le plus débattu est la question de savoir s'il faut renforcer le rôle des autorités supranationales (telles que le Comité de Bâle) et coordonner la surveillance à l'échelle internationale. Dans ce contexte, le rôle du Comité de Bâle est important puisqu'il porte à la fois sur l'évaluation du risque de crédit et sur les techniques de gestion.

En ce qui concerne les *techniques d'évaluation du risque de crédit*, le Comité de Bâle avait d'abord proposé la méthode du «risque initial» et celle de la valeur de marché à laquelle s'ajoute un «*montant additionnel*»; plus récemment, il a autorisé une banque ou un intermédiaire financier à choisir aussi un modèle «*interne*», mais uniquement à des fins d'évaluation de ses propres *risques de marché*.

En ce qui concerne les *techniques de gestion du risque de crédit*, le Comité a accepté le recours à des accords de compensation bilatéraux pour réduire le risque de crédit attaché aux instruments dérivés de gré à gré et a suggéré l'utilisation de garanties et l'introduction d'accords de compensation multilatéraux pour les contrats sur dérivés négociés de gré à gré.

Plus récemment, il a publié une série de documents sur la gestion, l'information et la modélisation du risque de crédit²⁴.

Le Groupe des Trente est une autre autorité chargée de surveiller les négociations des instruments dérivés de gré à gré²⁵ à l'échelle internationale. Les principales recommandations adressées aux législateurs et aux autorités de réglementation et de surveillance sont les suivantes:

- a) reconnaître les accords de compensation avec exigibilité anticipée et modifier l'accord de Bâle afin qu'il fasse état de leurs avantages en matière de réglementation des fonds propres bancaires;
- b) collaborer avec les acteurs du marché pour lever toute incertitude d'ordre juridique ou réglementaire sur les produits dérivés;
- c) fournir des orientations complètes et exploitables sur la comptabilité et l'information financière relatives aux produits dérivés et autres instruments financiers.

Parmi les initiatives des acteurs du marché, citons l'étude du CRMPG (*Counterparty Risk Management Policy Group*), publiée en juin 1999 et intitulée «*Improving counterparty risk management practices*» (Amélioration des pratiques de gestion du risque de contrepartie). Elle vise à améliorer les méthodes internes de gestion des risques de marché et de crédit de contrepartie. Les résultats du CRMPG figurent dans une liste de recommandations, dont

²⁴ Voir Comité de Bâle sur la surveillance bancaire, (1999f), (1999d), (1999e).

²⁵ En ce qui concerne les autorités européennes, la réglementation des instruments dérivés de gré à gré s'opère indirectement via les directives de surveillance bancaire.

voici un récapitulatif:

1. *Transparence et évaluation du risque de contrepartie*, qui reposent sur le partage des informations, la confidentialité et le contrôle du niveau d'endettement, du risque de marché et de la liquidité.
2. *Évaluation, gestion et information financière relatives aux risques internes*, qui prennent en compte l'exposition des contreparties et l'estimation des risques, une simulation de crise pour les risques de crédit et de marché, la diffusion des pratiques en matière de crédits, l'évaluation et la gestion des expositions aux risques, ainsi que les systèmes de présentation des informations de gestion.
3. *Pratiques et conventions du marché*, telles que celles incluses dans les pratiques et réglementations de la documentation, avec une attention particulière portée au contenu juridique et à son harmonisation.
4. *Obligations réglementaires de présentation des informations financières*, c'est-à-dire la remise aux autorités de surveillance des données qualitatives sur le risque de contrepartie.

2.1.4. Questions en suspens

La multiplication des instruments dérivés de gré à gré, ainsi que ses effets, est considérée en termes de stabilité financière et de risque systémique.

S'agissant de l'efficacité des *techniques d'évaluation du risque de contrepartie* susmentionnées, quatre problèmes particuliers apparus lors des événements de crise du marché réclament une attention particulière:

1. Dans certaines circonstances, l'évaluation de l'exposition aux risques courants (nets de gage) n'a pas constitué une estimation réaliste de la valeur de remplacement du contrat (ou de la valeur de liquidation du gage) en raison de l'impact que la taille et la non-liquidité du contrat (et du gage) auraient sur les prix du marché en cas de remplacement (liquidation) immédiat.
2. Dans la plupart des cas, les méthodes d'évaluation du risque majeur n'étaient pas fiables car elles ne tenaient pas réellement compte de l'ampleur des mouvements du marché ou de la capacité à faire jouer le gage.
3. Le montant net de l'évaluation des risques hors gage n'englobait ni les risques opérationnels et juridiques afférents, ni le potentiel d'une disponibilité limitée de la sûreté.
4. Les hypothèses classiques sur l'indépendance des risques de marché et de crédit se sont révélées fausses puisqu'il pouvait exister de nombreuses corrélations entre l'ampleur du risque de crédit de contrepartie et l'incapacité des différentes contreparties à remplir leurs obligations face à ce risque. Dans ce dernier cas, la situation s'est trouvée aggravée par des concentrations d'expositions similaires pour des contreparties qui sont apparues comme étroitement liées dans une branche d'activité/pays comparable.

Par ailleurs, en ce qui concerne la *modélisation du risque de crédit*, l'utilisation du risque et la répartition de fonds propres sont des méthodes rigoureuses et largement employées pour évaluer le risque de crédit, bien qu'aucune ne puisse être considérée comme totalement exhaustive. Contrairement au modèle de répartition des fonds propres, la méthode d'utilisation du risque, axée principalement sur la contrepartie, permet difficilement la comparaison des expositions aux risques ou leur totalisation sur l'ensemble d'un portefeuille d'entreprise, et ne facilite pas non plus les analyses de rentabilité. Toutefois, le fait que cette

méthode met l'accent sur les spécificités des opérations traitées et du suivi des contreparties en fait un modèle valable car il permet d'identifier les risques élevés potentiels et de protéger les entreprises contre des pertes catastrophiques tout en fournissant un cadre pour la gestion et l'utilisation des risques.

Outre les problèmes techniques non résolus, il reste encore plusieurs *questions d'ordre général en suspens*, portant principalement sur:

- a) la concentration du marché des produits dérivés négociés de gré à gré;
- b) les systèmes de compensation destinés aux opérateurs et les comportements impliquant une prise de risque;
- c) le manque de transparence;
- d) l'absence ou la diffusion insuffisante des accords-cadres dont l'objectif est de gérer le risque de crédit attaché aux instruments dérivés de gré à gré.

La forte *concentration* du marché des produits dérivés négociés de gré à gré a résulté du niveau élevé d'intégration entre les marchés (marchés monétaire et à terme, produits dérivés négociés de gré à gré et sur les marchés organisés, etc.) et les intermédiaires financiers (du côté de l'offre et de la demande). Le problème majeur tient au fait que 7 à 10 des principaux intermédiaires contrôlent pratiquement tout le marché. En cas de défaillance de l'un de ces intermédiaires, il en résulte un risque accru de propagation rapide de la crise à l'ensemble des intermédiaires.

De plus, les *systèmes de compensation destinés aux opérateurs* et les *systèmes de rémunération* de ces principaux intermédiaires favorisent en principe les comportements impliquant une prise de risque. En effet, les opérateurs reçoivent fréquemment une «prime» sur la négociation des produits financiers, qui varie en fonction du rendement de leur activité.

Le *manque de transparence* dans les procédures internes et externes en matière d'information financière entrave les mécanismes de prévention des crises et accroît tous les niveaux de risques (risques de crédit, risques opérationnels) parmi les intermédiaires financiers. La situation générale empire en cas d'*absence* ou de *diffusion insuffisante d'accords-cadres*.

Les autorités de surveillance et les acteurs du marché s'efforcent à l'heure actuelle de trouver un moyen efficace de gérer ces problèmes à un niveau global.

2.1.5. Propositions de mesures

Les suggestions d'ordre général portent uniquement sur les questions en suspens décrites ci-dessus. Celles-ci réclament une attention particulière.

En ce qui concerne les niveaux élevés de concentration et d'intégration, une amélioration des mécanismes de concurrence sur les marchés des produits dérivés négociés de gré à gré pourrait s'avérer opportune. Les autorités de surveillance devraient encourager une «*concurrence loyale*» afin d'*empêcher les hausses hasardeuses de la part de marché* des intermédiaires financiers s'occupant d'instruments dérivés de gré à gré.

Pour ce qui est du second point, il serait judicieux que les autorités de surveillance accordent la même attention au contrôle des aspects organisationnels qu'à celui des aspects techniques. En d'autres termes, des *techniques sérieuses de gestion et d'évaluation des risques ne peuvent pas fonctionner correctement si la direction générale:*

- a) n'est pas clairement informée des procédures organisationnelles internes suivies par les opérateurs lors de la négociation des instruments dérivés de gré à gré;
- b) n'informe pas les opérateurs sur la tolérance en matière de risques généraux et spécifiques;
- c) ne prend pas les mesures nécessaires pour empêcher tout comportement hasardeux de ceux-ci.

Ce dernier aspect pourrait donner lieu à deux mesures d'ordre général:

- la mise en place de *systèmes de rémunération valables* et de systèmes d'incitations adéquats destinés aux opérateurs afin d'empêcher la recherche systématique du profit impliquant des opérations à haut risque;
- la *réorganisation des tâches de la salle de marchés et du «back office» (arrière-salle de marché où les opérateurs assurent la gestion administrative des titres)* afin d'établir une distinction et une séparation stricte entre les fonctions du personnel du «back office» et de la salle de marchés.

En ce qui concerne le troisième point, à savoir *le manque de transparence*, il importerait d'améliorer les méthodes et les instruments de gestion et d'évaluation du risque de crédit, tels que:

- a) l'évaluation quotidienne de la valeur de marché des positions ouvertes (de marché à marché), qui devrait permettre le calcul des risques potentiels et courants pour chaque classe de contrepartie et chaque période d'échéance;
- b) l'évaluation quotidienne de la valeur en risque (VAR) qui constitue une estimation logique et fiable du risque.

Enfin, il serait utile d'*améliorer la diffusion des systèmes de compensation bilatéraux et multilatéraux*. Dans le cadre des systèmes de compensation bilatéraux, les opérateurs d'instruments dérivés de gré à gré devraient utiliser un seul «accord-cadre» pour chaque contrepartie, ceci afin de regrouper (et, par la suite, de compenser) toutes les positions à l'égard de cette dernière. Le Groupe des Trente semble aller dans le sens de cette conclusion, même s'il ne préconise le recours à la compensation bilatérale que pour les positions existantes. Les *systèmes de compensation multilatéraux*, quant à eux, devraient fonctionner de la même façon que ceux utilisés au niveau interbancaire (chambres de compensation). Toutefois, l'introduction de ces mécanismes nécessite que de nombreux problèmes soient résolus.

En résumé, les systèmes de compensation multilatéraux pourront uniquement fonctionner *quand et si* tous les problèmes soulevés précédemment auront été réglés (réduction des niveaux de concentration du marché, procédures organisationnelles et systèmes de rémunération pertinents, amélioration de la transparence et de la qualité de l'information financière).

L'opposition générale affichée par les autorités de surveillance ces dernières années semble désormais s'assouplir. De fait, leur dernière conclusion est que «l'expansion des chambres de compensation pour les instruments dérivés de gré à gré est également susceptible de réduire les risques de contrepartie». Elles reconnaissent «les avantages de la compensation, eu égard à l'efficacité des procédures de gestion des risques mises en place par les chambres de compensation et les effets de la compensation sur des positions non compensées. Les autorités nationales devraient s'assurer qu'il n'existe aucun frein juridique ou réglementaire

superflu à la compensation et que les chambres de compensation adoptent des garanties efficaces quant à la gestion des risques».

2.2. Rôle des instruments financiers dérivés négociés sur les marchés organisés

2.2.1. Rôle des instruments dérivés négociés sur les marchés organisés dans les récentes turbulences financières

L'échange de produits dérivés sur les marchés organisés est crucial pour les acteurs financiers car cela permet de contrebalancer rapidement des positions d'instruments moins liquides. De plus, ils considèrent en principe que même si la volatilité accrue des prix réduit la liquidité des marchés de gré à gré, elle n'a pas d'impact sur les marchés des instruments dérivés négociés sur les marchés organisés, qui eux restent liquides. Par conséquent, alors que le montant moyen quotidien des règlements interbancaires est en général assez faible, ces marchés sont confrontés à une situation d'extrême tension lors des périodes de turbulences²⁶ où les intervenants doivent faire face à une demande accrue de liquidité.

Au cœur du réseau permettant le bon fonctionnement des dispositions de compensation et de règlements se trouve une contrepartie centrale, la chambre de compensation, qui s'interpose entre les deux parties dans chaque transaction. Les contrats sont conclus bilatéralement avant d'être transférés à la chambre de compensation. Les risques de crédit et de liquidité sont donc regroupés et transférés à la chambre de compensation, dont l'intégrité financière est essentielle au fonctionnement du marché. Celle-ci doit être à même de couvrir toute perte qu'elle risque d'encourir en cas de défaillance d'une ou de plusieurs de ses contreparties. De plus, elle gère les règlements, qui déterminent la liquidité du marché, en attachant une attention particulière à la fiabilité et à la solvabilité de chaque règlement bancaire, et s'efforce d'améliorer les accords de règlement.

Les trois principales crises qui ont frappé les marchés des instruments financiers dérivés nous ont enseigné deux leçons importantes: d'abord, que les besoins en liquidité des intervenants peuvent uniquement être satisfaits si les procédures de compensation et de règlement sont capables de faire face à plusieurs sources de risques; ensuite, que la capacité de réaction des chambres de compensation est décisive pour éviter une aggravation de la crise. C'est la raison pour laquelle nous allons à présent examiner les sources de risques auxquelles sont exposées les chambres de compensation. Nous décrirons les procédures de gestion des risques mises en œuvre, leurs faiblesses, et préconiserons des mesures visant à les renforcer.

2.2.2. Structure de base des systèmes de compensation et de règlement pour les instruments dérivés négociés sur les marchés organisés

Les chambres de compensation gèrent les risques sur la base d'un système de garanties contre la défaillance ou l'insolvabilité des adhérents et des acteurs du marché. Toute entreprise désireuse de bénéficier des services d'une chambre de compensation (et devenir membre compensateur) doit remplir certaines conditions, généralement plus strictes que celles requises pour devenir adhérent, afin qu'un seuil minimum de solvabilité soit garanti. Les adhérents qui ne remplissant pas les conditions de la chambre de compensation et, de ce fait, ne peuvent pas avoir accès à ses services (membres non compensateurs) doivent passer par l'intermédiaire d'un membre compensateur se portant financièrement garant de leurs

⁸ Les montants des règlements ont atteint des records historiques durant le krach boursier d'octobre 1987 à des moments cruciaux sur les marchés obligataires ou suite à d'importants réalignements des taux de change.

transactions et de celles réalisées par toute partie non-membre pour laquelle ils effectuent des opérations.

Les positions prises par les membres compensateurs sont garanties par nantissement au travers d'exigences de marges. Les marges, payées en espèces ou à l'aide d'obligations de haute qualité, sont destinées à couvrir les pertes présentes ou futures potentielles. L'appel de marge a lieu en principe chaque jour, mais il peut être plus fréquent, notamment en cas de fortes fluctuations des prix. Si un acteur du marché est dans l'incapacité d'y répondre et se trouve défaillant quand il ne peut couvrir toutes les pertes de positions en liquidant le gage qu'il a transmis, les pertes sont réparties entre l'ensemble des participants, de manière directe ou indirecte, au moyen des ressources propres à la chambre de compensation (avoirs fournis par les membres compensateurs).

Par ailleurs, l'ensemble des dispositions relatives aux règlements constitue l'autre fonction de l'organisation des marchés des produits dérivés négociés sur les marchés organisés. Les règlements interbancaires sont effectués par la banque centrale ou par une ou plusieurs banques commerciales (banques de règlement). Le recours à une banque commerciale est le seul moyen de régler des transactions lorsque la chambre de compensation ou de nombreux adhérents n'ont pas de compte auprès de la banque centrale.

2.2.3. Sources et types des risques supportés par les chambres de compensation

Une chambre de compensation s'expose à plusieurs risques (de crédit, de liquidité, de règlement-livraison) dus aux éventuelles défaillances des membres compensateurs et des banques de règlement. Elle n'est jamais libérée des obligations contractuelles lorsque l'un de ses membres compensateurs ne peut répondre à un appel de marge, car la position de cet adhérent sur l'autre partie du contrat initial reste ouverte. Par conséquent, elle essaie en général de remplacer le contrat incriminé en négociant directement un contrat identique sur le marché. Le risque lié au remplacement dépend du moment où intervient la défaillance et des procédures de règlement adoptées par le marché. De plus, même si un membre compensateur est défaillant, la chambre de compensation doit remplir ses obligations auprès des autres membres dans les délais impartis et rassembler les fonds nécessaires, soit en liquidant le gage du membre défaillant, soit en utilisant ses propres ressources financières. Une exposition importante au risque de crédit est également possible le jour du règlement si le contrat prévoit une livraison physique. Lorsque les deux parties n'agissent pas simultanément, la première à payer/livrer peut ne pas recevoir le règlement/livraison correspondant(e) de la contrepartie.

En cas de défaillance de la banque de règlement, la chambre de compensation encourt des risques de crédit et de liquidité uniquement si son compte dans ladite banque a été crédité de manière irrévocable, puisque les membres compensateurs sont alors dispensés de toute obligation à l'égard de la contrepartie centrale. Les accords relatifs aux règlements peuvent réduire de manière significative les risques de perte et de liquidité encourus par la chambre de compensation: soit en déplaçant le risque attaché à une défaillance sur les autres banques de règlement auprès desquelles la chambre de compensation possède un compte, soit en compensant les crédits de la chambre de compensation par ses dettes sur chaque compte afin que son risque de perte soit limité aux montants nets détenus par les membres compensateurs.

Afin de pallier les risques de défaillance et de liquidité, les chambres de compensation sont en principe largement capitalisées. Bien que leurs fonds soient investis dans des dépôts à court terme ou dans des valeurs hautement liquides pour lesquels le risque de marché est réduit, elles demeurent exposées à un certain risque de crédit et de liquidité.

Les chambres de compensation encourent aussi des risques opérationnels et juridiques. Les premiers tiennent au fait que les pertes ou les tensions sur la liquidité peuvent être le résultat de systèmes inadéquats (par exemple, des défaillances des systèmes de communication, des matériels ou logiciels informatiques, qui pourraient limiter la capacité de la chambre de compensation à gérer et à surveiller le système de règlement), des contrôles inopérants, des erreurs humaines et des erreurs de gestion. Les risques juridiques relèvent quant à eux de la possibilité légale de contester les droits de la chambre de compensation. En principe, la législation nationale les protège mais, si les actifs de la partie défaillante sont soumis à une juridiction étrangère, il peut en résulter des conflits d'ordre juridique.

2.2.4. Approches de la gestion du risque et éventuelles faiblesses des procédures de gestion du risque

Afin de gérer les sources de risques identifiées au paragraphe précédent (défaillances des membres compensateurs ou des banques de règlement, pannes des systèmes d'exploitation, erreurs de gestion et risques juridiques), les chambres de compensation ont recours à différentes procédures de garantie.

Comme indiqué précédemment, les chambres de compensation imposent aux entreprises désireuses d'avoir accès à leurs services de remplir un certain nombre de conditions. Ces dernières ne permettent pas toujours d'écarter l'éventualité d'une défaillance d'un membre compensateur et ne sont pas habituellement conçues pour couvrir les pertes dues à de fortes fluctuations des prix. En fait, des conditions très strictes ne pourraient être remplies que par un petit nombre d'établissements; en les imposant, la contrepartie centrale serait par conséquent exposée à un risque de crédit plus élevé (et non plus faible) dû une plus forte concentration des risques. C'est la raison pour laquelle les exigences de marges et les limitations de positions renforcent les conditions d'adhésion.

Les membres compensateurs sont généralement des établissements réglementés, dont la solvabilité est supervisée par des organismes publics. En principe, ils sont uniquement tenus de respecter au départ et par la suite des exigences minimales en matière de fonds propres, aucune condition de liquidité n'étant imposée (toutefois, certaines chambres de compensation revoient périodiquement les capacités de financement de leurs adhérents). Les informations sur le respect des conditions relatives aux fonds propres ne sont disponibles qu'une fois par mois ou par trimestre. Ainsi, la surveillance exercée par les chambres de compensation ne leur permet pas de contrôler la position de risque de leurs membres compensateurs entre les dates de présentation réglementaire des informations financières. Pour cette raison, les données relatives aux opérations effectuées par les adhérents sur les marchés compensés par la contrepartie centrale sont également collectées afin d'améliorer la surveillance constante des risques de défaillance. Les chambres de compensation peuvent en outre demander aux membres compensateurs de les tenir informées des opérations importantes effectuées par leurs clients, afin de contrôler tout risque de défaillance d'un acteur du marché qui ne serait pas un membre compensateur. À cet égard, une contrepartie intervenant sur plusieurs marchés se trouve dans une meilleure position pour contrôler l'ensemble des portefeuilles de négociation des participants qu'une chambre de compensation opérant sur un seul marché. En tout état de cause, des accords sur le partage des informations entre les marchés, les chambres de compensation et les autorités de surveillance financière se multiplient pour permettre à toutes les chambres de compensation d'obtenir des informations sur leurs adhérents communs. Toutefois, dans la mesure où il n'existe aucune donnée fiable et disponible en temps opportun sur les positions détenues sur les marchés des produits dérivés

négociés de gré à gré, il est pratiquement impossible d'effectuer une analyse crédible des conditions financières globales des membres compensateurs²⁷.

En plus de devoir répondre à des exigences financières et d'avoir à communiquer les informations requises, les membres compensateurs sont tenus de respecter des normes de fiabilité opérationnelle, tels que les délais fixés pour présenter à la contrepartie centrale les informations relatives aux transactions et remplir les obligations attachées au règlement. Afin de faire face aux risques opérationnels, il leur est de plus en plus fréquemment demandé de sécuriser leurs principaux systèmes d'exploitation en installant des systèmes de sauvegarde. Les risques de crédit et de liquidité des chambres de compensation sont également réduits en limitant le nombre des accords contractuels ou la position ouverte totale d'un contrat que peut détenir un acteur du marché.

Les exigences de marges servent à fournir aux chambres de compensation une garantie de couverture des pertes courantes et des pertes potentielles futures sur des positions ouvertes. Leur niveau, qui se fonde en principe sur une analyse statistique des pertes potentielles sur une journée, est calculé en cherchant à optimiser le compromis entre une couverture plus large du risque de la contrepartie centrale et les marges de coût imposées pour les membres compensateurs. C'est la raison pour laquelle les marges ne sont pas conçues pour supporter de fortes variations des prix (toutefois, certaines chambres de compensation peuvent suspendre leurs échanges lorsque les prix atteignent un seuil de fluctuation). De plus, les niveaux de marges sont calculés comme si les chambres de compensation étaient en mesure de liquider la position de l'adhérent défaillant en un seul jour de cotation à compter du moment où il s'est retrouvé dans l'incapacité de répondre au dernier appel de marge. La plupart des chambres de compensation effectuent un règlement de marges par jour; si un règlement final de la marge de variation n'intervient pas avant l'ouverture du marché le jour suivant, il peut s'écouler plus d'une journée de cotation avant que la défaillance du membre compensateur ne devienne patente. La liquidation de sa position peut requérir encore plus de temps. Ceci est généralement le cas lorsqu'un acteur du marché connaît une situation de défaillance importante au moment où la liquidité se tarit.

La capacité de la contrepartie centrale à couvrir les pertes dépend également de la liquidité des actifs apportés en gage par les membres compensateurs. De manière générale, les chambres de compensation acceptent les espèces, les titres d'État domestiques à court terme et certaines formes de garanties bancaires (telles que les lettres de crédit stand-by).

La fréquence des règlements est le troisième mécanisme clé dont disposent les chambres de compensation pour limiter le risque de crédit au moyen du système des marges. Des appels de marges plus fréquents tendent à réduire leur exposition au risque de crédit, dans la mesure où ils évitent les pertes résultant d'une accumulation. La négociation individuelle de parquet étant peu à peu abandonnée au profit de la négociation électronique, les progrès technologiques permettent aux chambres de compensation de contrôler les positions de leurs adhérents en temps réel. En revanche, ils les rendent plus vulnérables aux risques opérationnels. De plus, une fréquence de règlement élevée peut uniquement réduire les risques si les transferts de fonds sont définitifs.

La contrepartie centrale pourrait couvrir les pertes sans garantie avec ses propres ressources, mais cette approche comporte certains risques.

En premier lieu, leur volume rendrait la protection de l'intégrité du marché impossible, dans la mesure où les facteurs nécessitant des ressources supplémentaires sont très difficiles à quantifier.

²⁷ Voir la section 2.2.5.

En second lieu, le déploiement efficace des ressources propres aux chambres de compensation dépend de leur liquidité. Toutefois, les membres compensateurs étant alors directement exposés aux pertes de la contrepartie centrale, ils sont moins enclins à prendre des risques excessifs. De plus, les acteurs du marché peuvent avoir une raison de s'assurer de l'adéquation des procédures de gestion du risque de la contrepartie centrale. Leur contrôle par les membres compensateurs peut ainsi diminuer les risques opérationnels.

Lorsque les règlements sont effectués par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs banques de règlement commerciales, les chambres de compensation peuvent également être confrontées à un risque de défaillance de ces dernières. Les banques de règlement sont en général des établissements financiers bien cotés et, par ailleurs, les chambres de compensation ont tendance à diversifier le risque de crédit en ayant recours à plusieurs d'entre-elles. Ceci implique des virements interbancaires pour équilibrer les comptes des chambres de compensation auprès de chaque banque de règlement. Toutefois, les virements interbancaires étant effectués via les systèmes de paiement nationaux, les règlements ne sont généralement pas définitifs tant que l'ensemble de ceux-ci ne sont pas effectués. C'est la raison pour laquelle, comme il a déjà été dit, et dans la mesure où la diversification des risques peut ne pas constituer un rempart suffisant, les chambres de compensation ont tendance à réduire leurs risques au minimum au moyen d'accords contractuels. Comme le nombre des contreparties (membres compensateurs, banques de règlement et chambre de compensation) impliquées peut être très élevé, la structure de ces accords peut devenir extrêmement complexe.

Un manque de clarté concernant les obligations des différents participants au processus de règlement peut conduire la chambre de compensation à sous-estimer nettement les pertes potentielles dues à la défaillance d'une banque de règlement.

2.2.5. Défis auxquels sont confrontées les procédures de gestion du risque des chambres de compensation

Outre les sources de risques précédemment évoquées, la vague de restructurations affectant le marché des produits dérivés est le résultat de la concurrence des réseaux de communications électroniques qui proposent des placements à faible coût. Il est donc urgent d'améliorer les procédures de gestion des risques appliquées par les chambres de compensation. Les fusions et associations permettant aux clients de bénéficier de tarifs plus faibles sur plusieurs opérations à la fois et de réduire les coûts des transactions ont conduit à la création de plates-formes commerciales globales. Les risques accrus encourus par les contreparties centrales concernées se traduisent par une augmentation des risques opérationnels et juridiques.

Les associations entre chambres de compensation se présentent sous deux formes: des accords de compensation et des systèmes de compensation mutuelle. Les premiers impliquent un marché «interne» pour la négociation du contrat faisant l'objet de l'association et un marché externe dont les membres peuvent également négocier le contrat. Lorsque la transaction a été initiée par les membres du marché externe, la chambre de compensation externe joue le rôle d'une contrepartie. Elle est ensuite remplacée par la chambre de compensation interne. Les systèmes de compensation mutuelle, quant à eux, permettent à leurs membres d'effectuer des transactions sur les deux marchés faisant l'objet de l'association tout en maintenant leurs positions dans une même chambre de compensation. C'est la raison pour laquelle les accords posent des problèmes en ce qui concerne le partage de pertes. Dans les systèmes de compensation mutuelle, une chambre de compensation peut également être exposée à des pertes dues aux défaillances d'autres chambres de

compensation. Les associations sont créées au moyen de réseaux technologiques dont la fiabilité est indispensable aux marchés des produits dérivés pour gérer la tension extrême de leurs systèmes de compensation durant les périodes de turbulences financières. Une compensation transfrontalière n'est réellement possible que s'il existe une certitude au regard des compensations en cas de faillite des membres. Dans le cas contraire, des différends juridiques pourraient ébranler la solidité financière de la contrepartie centrale. De plus, dans la mesure où différents systèmes de paiement peuvent intervenir, les risques attachés au règlement augmentent en raison de la multiplication des procédures et normes appliquées.

Les autorités de surveillance des marchés financiers sont donc confrontées à de nouveaux défis: l'évolution sectorielle appelle une convergence des normes réglementaires nationales et une collaboration étroite entre les autorités de surveillance et leurs homologues étrangers. Alors que l'OICV a longtemps cautionné la coordination entre les différentes autorités de surveillance nationales, le cas EUREX a récemment permis aux autorités de surveillance suisse et allemande de trouver un accord sur le partage des responsabilités en matière de surveillance des marchés. De plus, comme les marchés sont en concurrence non seulement au niveau du coût et de l'efficacité de leurs systèmes de compensation, mais aussi en ce qui concerne les réseaux de distribution (des terminaux distants sont installés par des marchés opérant dans d'autres pays, aussi bien dans les États de l'UE qu'aux États-Unis), le contrôle de la solvabilité des adhérents étrangers et le suivi des modifications de leur situation financière pourrait être amélioré par un partage des informations entre les autorités financières et les autorités de surveillance du marché.

2.2.6. Mesures visant à améliorer les procédures de gestion du risque des chambres de compensation

Les conséquences de la concurrence sur les marchés des produits dérivés sont doubles. D'un côté, les économies de coûts étant indispensables à leur survie, les marchés hésitent à imposer des exigences strictes à leurs membres. D'un autre côté, ils reconnaissent que le fait d'offrir des services de compensation sûrs et efficaces constitue le seul atout leur permettant de se démarquer de l'offre des réseaux de communication électronique. Pour cette raison, les procédures de gestion du risque sont désormais considérées comme plus importantes que par le passé et les marchés seront peut-être plus enclins à partager les informations avec les autorités de surveillance. Grâce à un meilleur contrôle des positions et à une meilleure collecte de l'information, la technologie permet aux chambres de compensation d'alléger les exigences initiales auxquelles étaient soumis leurs adhérents. Toutefois, une protection plus complète de la solidité financière de la contrepartie centrale pourrait être obtenue par:

1. un réexamen régulier des besoins des chambres de compensation en matière de ressources supplémentaires pour répondre aux défaillances des membres compensateurs. À l'heure actuelle, il n'existe aucune procédure d'évaluation faisant l'unanimité;
2. le renforcement du contrôle des risques journaliers et l'introduction de procédures de simulation de crise afin de calculer les niveaux de marges;
3. l'identification des faiblesses des modalités de règlement (la réduction des risques pourrait résulter de l'utilisation de systèmes de paiement et de règlement permettant de réaliser des virements en temps réel ou dans la journée ou de la suppression de toute incertitude quant aux obligations des différents participants à l'égard des dispositions de règlement en cas de défaillance d'un organisme de compensation ou d'une banque de règlement).

L'efficacité et le bon fonctionnement des transactions transfrontalières et des dispositions de compensation pourraient également être améliorés par le renforcement de la coopération internationale entre les autorités de surveillance et les marchés, parallèlement au contrôle financier des adhérents, des acteurs du marché, des clients et des banques de règlement, tant dans le domaine juridique que dans celui de la surveillance des marchés.

2.3. Fonds spéculatifs endettés

2.3.1. *Établissements lourdement endettés: caractéristiques générales*

Les récentes turbulences qui ont agité les marchés financiers ont soulevé des questions sur la sécurité et la solidité des stratégies d'investissement de certains établissements financiers, en particulier celles adoptées par les fonds spéculatifs, généralement perçues comme l'une des principales causes de l'instabilité des marchés financiers. Comme le montrent de nombreuses études, les caractéristiques des stratégies d'investissement des fonds spéculatifs ne sont pas propres à ces établissements et se retrouvent chez d'autres grands investisseurs institutionnels (par exemple, les plates-formes de négoce de valeurs mobilières et d'instruments dérivés des banques et des sociétés de placement). Cependant, bien que dans l'absolu les fonds spéculatifs soient importants et qu'ils aient enregistré une croissance significative ces deux dernières décennies, ils sont encore au stade embryonnaire comparé à d'autres établissements d'investissement tels que les banques, les fonds de pension ou les fonds communs de placement (voir tableau 2.1).

Pour cette raison, afin d'avoir un panorama complet des principaux protagonistes qui se cachaient derrière les flux de capitaux lors des récentes crises financières, nous adopterons la définition de la BRI²⁸ qui englobe l'ensemble des établissements répondant aux caractéristiques suivantes:

- a) soumis à une surveillance réglementaire minimale ou à aucune surveillance;
- b) soumis à des exigences très limitées en matière d'information;
- c) niveau d'endettement.

Les fonds spéculatifs entrent dans cette vaste catégorie puisqu'il s'agit d'entités privées, qui sont généralement soumises à des exigences très limitées en matière d'information financière (en comparaison des établissements financiers réglementés et/ou aux sociétés cotées en bourse) et dont la solvabilité n'est pas mesurée par les organismes d'évaluation. Ils acceptent un haut niveau d'endettement de différentes manières (principalement par le biais de prises en pension, de positions courtes, de contrats sur dérivés et de financement direct). Dans la mesure où la branche des fonds spéculatifs est très fragmentée et présente des stratégies extrêmement variées, il est toutefois difficile de formuler des généralités sur l'utilisation du niveau d'endettement des fonds spéculatifs²⁹.

²⁸ Comité de Bâle sur la surveillance bancaire, 1999a, 1999c.

²⁹ La débâcle enregistrée par le fonds spéculatif vedette LTCM l'an dernier a retenu l'attention de plusieurs universitaires qui ont étudié les surprenantes différences entre les niveaux d'endettement des fonds spéculatifs. Selon *The Economist*, peu de fonds spéculatifs étaient aussi endettés que le LTCM qui, au moment de son sauvetage, avait ajouté environ 50 \$ d'emprunt sur chaque dollar de fonds propres. Selon VAN, consultant en fonds spéculatifs, près d'un tiers des fonds spéculatifs ne font aucun emprunt; 54 % n'empruntent pas plus que le montant des fonds propres que leur investissement a nécessité; pour le reste, il est extrêmement rare d'observer un ratio d'endettement supérieur à celui de dix pour un. Le Comité de Bâle arrive à la même conclusion; voir Comité de Bâle sur la surveillance bancaire, 1999a, 1999c.

2.3.2. *Fonds spéculatifs*

Bien qu'ils n'aient pas de définition universelle, les fonds spéculatifs peuvent être considérés comme des établissements lourdement endettés présentant les caractéristiques suivantes:

- ils utilisent un régime de rémunération fondé sur les performances, rétribuant les gestionnaires principalement en proportion de la rentabilité des fonds investis;
- le gestionnaire, en plus de gérer le fonds en tant que commandité, a souvent investi dans le fonds en tant que commanditaire.

Les fonds spéculatifs sont des volants d'investissement privé, généralement structurés comme des sociétés en commandite (sociétés anonymes) afin d'être largement exemptés des dispositions des réglementations américaines³⁰.

Ils peuvent être classés en plusieurs catégories, essentiellement en fonction de la nature de leurs stratégies. Nous pouvons distinguer deux grands groupes:

- A) les macrofonds ou fonds directionnels, qui prennent des positions basées sur des hypothèses relatives au niveau approprié et à la direction probable des principaux indicateurs économiques;
- B) les fonds d'arbitrage, qui prennent des positions de compensation dans des instruments financiers proches (bons du Trésor et obligations, par exemple), en pariant sur leur valeur relative³¹.

Un examen plus approfondi révèle une extrême diversification au sein de ces groupes. Certains macrofonds se positionnent principalement sur des marchés matures, d'autres sur des marchés émergents. Certains fonds d'arbitrage se spécialisent dans les titres à revenu fixe, d'autres dans les titres à haut risque liés aux fusions ou aux sociétés très endettées.

2.3.2.1. *Croissance des fonds spéculatifs*

Il est difficile d'obtenir des informations concluantes sur la taille du marché et le nombre de fonds spéculatifs en raison de la nature privée de ces derniers et des exigences en matière d'information financière. Sur un plan historique, le premier fonds spéculatif a vu le jour au début des années 50; il s'agissait d'un fonds de placement organisé comme une société en nom collectif, qui prenait des positions à long et à court termes sur des valeurs mobilières afin d'améliorer les performances d'un portefeuille. Depuis, le concept a considérablement évolué, non seulement en termes de stratégies d'investissement mais aussi en termes de taille. Après quelques décennies de croissance modeste, le rythme s'est considérablement accéléré à partir de 1990, phénomène qui devrait s'accroître pour les raisons suivantes:

- une acceptation croissante des stratégies d'investissement «alternatives»;
- un élargissement de la base des investisseurs «avertis», notamment des personnes privées fortunées. À cet égard, la croissance exceptionnelle enregistrée par la structure de «Fonds de fonds» a été utile, qui a permis aux investisseurs d'avoir accès à un portefeuille de fonds spéculatifs pour un montant bien inférieur à celui qu'ils auraient dû acquitter s'ils avaient effectué un investissement direct;

³⁰ Il n'est pas faux de penser que les fonds spéculatifs américains représentent une très grande partie de l'ensemble du marché; toutefois, l'Europe s'intéresse de plus en plus à cette question.

³¹ Les fonds d'arbitrage ont tendance à être plus lourdement endettés que les macrofonds car le montant requis pour établir une position est relativement bas sur les instruments qu'ils détiennent.

- l'intérêt accru porté par les investisseurs institutionnels à la diversification de leurs portefeuilles sur la base d'un éventail d'investissements dont les rendements n'ont pas un degré élevé de corrélation³².

Afin de comprendre les perspectives de croissance et de développement des fonds spéculatifs, il convient d'examiner brièvement la structure actuelle du marché: elle se caractérise par une concentration au sommet et une extrême fragmentation à la base. À une extrémité se trouve un petit groupe de fonds très importants, issus des premiers macro-acteurs à l'échelle mondiale, et dont les actifs sont généralement supérieurs à 5 milliards de dollars. Ils se caractérisent par des minima extrêmement élevés et des immobilisations à long terme. À l'autre extrémité se trouve un grand nombre de petits acteurs de niche dirigés par une personne ou par un petit groupe de personnes possédant pour moins de 100 millions de dollars³³ d'actifs.

Afin d'être largement exemptés des réglementations de la Commission fédérale des opérations de Bourse, les investisseurs en fonds spéculatifs se répartissent actuellement en deux groupes spécifiques: les personnes privées fortunées et les investisseurs institutionnels (les régimes de retraite et de prévoyance, les fondations, les compagnies d'assurances, les banques et les sociétés commerciales). Sur un plan historique, les personnes privées fortunées ont représenté plus de 80 % des avoirs des fonds spéculatifs. Dans les années 90, cette situation a commencé à changer avec la participation accrue des investisseurs institutionnels (voir le tableau 2.8). Bien que le marché des personnes privées fortunées continue à se développer nettement, les investisseurs institutionnels devraient jouer un rôle plus important puisqu'ils contrôlent, en tant que groupe, presque deux fois plus d'actifs à investir que les personnes privées fortunées³⁴. Il est toutefois improbable, du moins dans un futur proche, que cette situation modifie radicalement la structure des fonds spéculatifs, comme l'a montré la prolifération de petits fonds créés dans les années 90.

Étant donné sa mondialisation, sa compétitivité (et donc sa transparence³⁵) et son institutionnalisation croissantes, le marché des fonds spéculatifs ne connaîtra ses premières vagues de consolidation qu'à long terme, comme cela a été le cas dans les années 80 avec les fonds mutuels. À ce stade, les capitaux institutionnels seront probablement la clé d'une croissance durable des actifs.

2.3.2.2. *Rôle des fonds spéculatifs dans les récentes crises financières*

Chaque période d'instabilité des marchés financiers internationaux attire davantage l'attention des gouvernements sur le rôle des investisseurs institutionnels et, en particulier, des fonds spéculatifs. Il est communément admis que les fonds spéculatifs sont souples et réagissent rapidement. Leurs gestionnaires ont la réputation d'être astucieux. Une rumeur sur la position prise par les fonds spéculatifs peut ainsi encourager d'autres investisseurs à suivre le pas. Ceci étant, on est aussi en droit de douter du fait que les fonds spéculatifs soient

³² Voir Fung W. et Hsieh D. A., 1997, Bekier M., 1996.

³³ Les fonds spéculatifs qui gèrent plus de 500 millions de dollars d'actifs représentent 57 % du total des actifs gérés par les fonds spéculatifs au niveau mondial, bien qu'ils ne constituent que 4 % du nombre total de fonds spéculatifs. Voir KPMG, 1998.

³⁴ Voir KPMG, 1998.

³⁵ Afin de jouir d'une bonne réputation, il devient de plus en plus crucial de figurer dans les catalogues par branche publiés par des conseillers indépendants. Le récent catalogue sur les fonds spéculatifs édité par Tremont Advisers/CSFB requiert des comptes vérifiés et des garanties avant de communiquer chaque mois des données.

toujours à l'origine des mouvements des marchés. Ils induisent des frais généraux peu élevés; une petite équipe implique que leurs capacités à contrôler simultanément les conditions sur de nombreux marchés sont limitées. Ils sont souvent des consommateurs plutôt que des producteurs d'informations. Étant donné que d'autres investisseurs institutionnels ont un meilleur accès à l'information et des capacités de recherche plus étendues, les fonds spéculatifs peuvent, à leur tour, suivre leur exemple.

Ce problème a fait l'objet de plusieurs études, mais en l'absence de données exhaustives sur l'étendue des activités des fonds spéculatifs, il n'existe aucun consensus autour de leur rôle moteur sur les marchés financiers. Toutefois, selon plusieurs travaux universitaires, ils ne semblent pas avoir joué un rôle significatif dans l'accélération des crises des marchés financiers ces dernières années³⁶.

2.3.2.3. *Information*

Les fonds spéculatifs, à l'instar des autres investisseurs institutionnels, peuvent être soumis à trois types de réglementations prudentielles:

- 1) celles visant à protéger les investisseurs;
- 2) celles conçues pour assurer l'intégrité des marchés;
- 3) celles prévues pour juguler un risque systémique.

Les réglementations sur la protection des investisseurs sont appliquées quand les autorités constatent que ces derniers n'ont pas les connaissances requises pour comprendre certains types de transactions ou d'instruments, ou les informations nécessaires à leur évaluation pertinente. Elles garantissent ainsi la communication d'un nombre suffisant d'informations ou empêchent certains types d'investisseurs de participer à des investissements déterminés. Depuis que la participation aux fonds spéculatifs tend à être limitée aux personnes fortunées, ceux-ci sont généralement exemptés des réglementations promulguées sur ces bases. Même l'année dernière, l'agitation des marchés financiers n'a pas posé de problèmes significatifs en matière de protection des investisseurs³⁷.

Les réglementations sur la protection de l'intégrité des marchés veillent autant que possible à ce que ces derniers soient conçus de manière à divulguer les prix de façon suffisamment efficace, donc à empêcher la concentration du pouvoir et, ce faisant, à éliminer d'éventuelles manipulations. De manière générale, ces types de réglementations (restrictions relatives aux opérations des initiés, limites des positions, priorités dans l'exécution des ordres, etc.) s'appliquent à l'ensemble des participants, dont les fonds spéculatifs.

Les crises financières de cette décennie ont attiré en particulier l'attention sur les marchés des changes³⁸. Même s'ils se trouvent dans des centres offshore, les fonds spéculatifs doivent respecter les réglementations relatives à l'obligation d'enregistrement, à la communication des informations financières réglementaires et à la conservation d'archives afin qu'elles

³⁶ Voir Wei S. et Kim J., 1997, Krodes L.E et Pritsker M., 1997, Eichengreen B. et Mathieson D., 1998.

³⁷ Les investisseurs finaux peuvent uniquement être exposés de manière indirecte aux fonds spéculatifs, puisqu'ils investissent dans des entreprises publiques ou dans des organismes de placement collectif, lesquels sont des investisseurs institutionnels dans les fonds spéculatifs ou des investisseurs dans des sociétés qui sont des contreparties de fonds spéculatifs. Dès lors que ces engagements indirects augmentent, il faut prendre en compte les risques afférents.

³⁸ Voir Eichengreen D. et Mathieson D. 1998 pour une analyse du rôle joué par les fonds spéculatifs au cours des dernières crises.

soient vérifiées par la CFTC (Commodity Futures Trading Commission)³⁹, dans la mesure où ils agissent sur les marchés à terme aux États-Unis. En ce qui concerne les positions importantes en devises, ils dépendent du système sur l'information financière administré par la Réserve fédérale⁴⁰ et le ministère des Finances peut leur demander de fournir des informations sur les positions en titres récemment émis⁴¹. Bien que ce train de réglementations ne soit pas aussi performant qu'il le faudrait en cas de turbulences sur les marchés, il est peu probable que des mesures réglementaires et de contrôle supplémentaires soient prises pour les fonds spéculatifs, compte tenu notamment du fait que les positions qu'ils peuvent adopter (même en tenant compte de leur niveau d'endettement) restent négligeables au regard de la capacité de prise de position d'autres investisseurs institutionnels⁴².

2.3.2.4. Surveillance

Il existe une troisième classe de réglementations, conçues à des fins de protection contre les octrois de crédit imprudents susceptibles d'être préjudiciables au système financier. Elles comprennent les exigences de marges et de garantie, ainsi que les limites d'exposition au risque vis-à-vis de contreparties individuelles. Elles couvrent les transactions des fonds spéculatifs avec les banques, les agents de change et autres contreparties. Ces questions avaient fait l'objet de discussions approfondies avant même la débâcle du LTCM l'an dernier⁴³. Nombre des questions soulevées à propos des activités des fonds spéculatifs concernent également d'autres acteurs économiques importants, dont les sociétés de placement réglementées, les banques et les compagnies d'assurances. Toutefois, les fonds spéculatifs sont davantage concernés par ces problèmes dans la mesure où:

- a) contrairement aux sociétés réglementées, ils ne sont pas soumis à des exigences en matière de fonds propres, à la surveillance directe des autorités compétentes ou au contrôle de l'efficacité de leurs systèmes internes de gestion des risques;
- b) ils ont tendance à être nettement moins diversifiés que les sociétés réglementées⁴⁴;
- c) leurs problèmes sont aggravés par le manque de transparence des informations financières⁴⁵.

³⁹ C'est également le cas au Royaume-Uni avec la Financial Services Authority.

⁴⁰ Aux États-Unis, seules les transactions et les positions supérieures à 50 milliards de dollars obligent à une présentation hebdomadaire et mensuelle des informations financières. Toutefois, ce seuil ne s'est pas avéré réellement efficace puisqu'il laisse de côté la plupart des transactions de change des fonds spéculatifs.

⁴¹ Au Royaume-Uni, la Bank of England a la possibilité de demander aux acteurs de divers marchés de gros de fournir des informations sur certains aspects de leur activité.

⁴² Voir le tableau 2.1, annexe 2.

⁴³ En 1994, en réponse aux inquiétudes exprimées à l'époque, le President's Working Group et la Stock Exchange Commission ont mené une étude sur la faillite de trois fonds spéculatifs.

⁴⁴ Les fonds spéculatifs sont des entités dont les actifs se composent en général uniquement des espèces dont ils disposent sur le moment, des créances provenant des transactions effectuées et des instruments financiers constituant leur portefeuille de négociation. Dans les cas où les lignes de crédit ne sont plus disponibles, un fonds spéculatif ne peut avoir d'autre source immédiate de financement ou de liquidité qu'un ajustement de ses positions, qui est susceptible d'avoir un effet perturbateur sur les marchés financiers.

⁴⁵ De manière générale, les fonds spéculatifs fournissent des informations financières aux contreparties, mais leurs conditions financières peuvent évoluer rapidement. La révision constante de ces informations est un processus coûteux mais nécessaire pour les sociétés réglementées qui tiennent le rôle de contreparties auprès des fonds spéculatifs.

Étant donné l'extrême fragmentation du marché des fonds spéculatifs et la difficulté de parvenir à une définition universelle de ce concept, les autorités de surveillance internationales ont abordé les problèmes des risques systémiques attachés aux fonds spéculatifs (ou de manière plus générale, aux établissements lourdement endettés) en renforçant les règles de gestion du risque dans les sociétés de placement⁴⁶. Ce processus de surveillance indirecte peut consister à:

- obtenir des informations sur l'exposition des sociétés réglementées à l'égard des fonds spéculatifs;
- évaluer l'efficacité et le respect des procédures de gestion du risque des sociétés réglementées qui prennent des risques notables⁴⁷;
- exiger des sociétés considérées comme étant à haut risque, suite à des lacunes de gestion, une communication plus fréquente ou plus exhaustive d'informations;
- imposer des exigences en matière de fonds propres plus strictes, voire même interdire aux sociétés de réaliser des opérations avec des fonds spéculatifs qui fournissent des informations insuffisantes.

Outre cette approche indirecte, les autorités de surveillance internationales ont souligné l'importance d'une plus grande transparence des activités des fonds spéculatifs. Alors que les informations sur les positions des fonds spéculatifs opérant sur des marchés organisés sont accessibles aux autorités, en revanche celles concernant leurs opérations et leurs risques sur des marchés de gré à gré ne sont pas faciles à obtenir. Ce manque d'informations, qui empêche les acteurs d'évaluer correctement les risques perceptibles sur le marché⁴⁸, a souvent été désigné comme une source de risque systémique. À cet égard, l'OICV a rappelé en novembre 1999 la nécessité pour tout autre que les contreparties, comme les autorités de surveillance du marché, de disposer en temps opportun et à intervalles réguliers d'informations financières sur les positions des fonds spéculatifs. De cette façon, les autorités de surveillance pourront peut-être se faire une opinion sur l'impact négatif d'une activité de fonds spéculatifs sur la stabilité ou l'intégrité d'un marché et exiger, par conséquent, de nouvelles mesures réglementaires. Elles disposent de deux sources d'informations:

⁴⁶ Parmi les dernières initiatives internationales en matière de contrôle, citons: le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 1999a, 1999c, le President's Working Group on Financial Markets, 1999, le Comité de l'OICV, 1999 et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 1999b.

⁴⁷ L'OICV 1999 propose un compromis entre la présentation à échéance régulière d'informations financières exigée des sociétés réglementées travaillant avec des fonds spéculatifs et une approche plus souple, au cas par cas; il souligne les avantages (les fonds spéculatifs peuvent préparer plus facilement les informations destinées à leurs contreparties; les formats standardisés simplifient la tâche des autorités de surveillance et le partage d'informations avec d'autres autorités de surveillance internationales, en cas de nécessité) et les inconvénients (un modèle risque d'omettre des informations qualitatives sur les objectifs économiques et la philosophie de la prise de risque, qui sont nécessaires pour comprendre les chiffres figurant dans les états financiers et les échéanciers) des informations standardisées.

⁴⁸ Il a été avancé qu'en raison de l'asymétrie des informations, la vente rapide de positions par les fonds spéculatifs peut conduire les autres investisseurs à une vente réactive, qui est susceptible d'exacerber ses effets sur le marché.

- les sociétés réglementées, dont les informations sont collectées dans le cadre du processus de surveillance de leurs systèmes de gestion des risques⁴⁹;
- directement auprès des fonds spéculatifs⁵⁰.

Ces deux modes d'obtention des informations posent des problèmes d'efficacité dans la pratique:

- les informations produites peuvent être incomplètes, dans la mesure où de nombreux fonds spéculatifs opèrent à l'échelle internationale et où les autorités de surveillance sont limitées par leur cadre juridique;
- la coopération entre les différentes autorités de surveillance, même améliorée par les accords sur le partage des informations, ne permettra probablement pas d'identifier correctement et en temps voulu les tendances des marchés⁵¹;
- une fois les risques bien identifiés, les autorités de surveillance peuvent ne pas avoir les pouvoirs nécessaires pour traiter les problèmes de manière efficace.

Favorable à la communication directe d'informations financières par les fonds spéculatifs, l'OICV souligne toutefois la réelle nécessité d'une transparence accrue de leurs activités vis-à-vis de tous les acteurs du marché (publication des informations financières).

2.3.3. *Questions en suspens*

La faillite du LTCM l'année dernière et la désorganisation potentielle des marchés qui en a découlé ont soulevé des questions de politique générale qui restent d'actualité. Elles portent sur la façon de surveiller, voire de contrôler, l'utilisation du niveau d'endettement des différents acteurs afin de déterminer le juste équilibre entre l'avantage que celui-ci apporte au marché et le risque potentiel attaché à des niveaux d'endettement⁵² élevés.

Le fait d'imposer des contraintes directes sur le niveau d'endettement présente certains problèmes. Étant donné les différences entre investisseurs en termes d'exposition au risque et de liens avec les autres acteurs du marché, exiger pour tous le même degré d'endettement au

⁴⁹ L'obtention d'informations auprès de sociétés réglementées, plutôt que directement auprès des fonds spéculatifs, présente l'avantage d'une autorité beaucoup plus clairement établie, capable d'obliger les sociétés réglementées à fournir des informations. De plus, les coûts supplémentaires liés à la présentation des informations peuvent se révéler plus bas pour les sociétés réglementées ayant déjà mis en place des mécanismes à cette fin. Il existe également des inconvénients: la mise à disposition de données comparables, en temps opportun, peut présenter des difficultés majeures dans la mesure où les sociétés réglementées recueillent légitimement ces informations sur des bases diverses.

⁵⁰ Exiger directement des fonds spéculatifs qu'ils communiquent de telles informations pose un certain nombre de problèmes. Même si un fonds spéculatif peut être plus disposé à fournir à une autorité de surveillance certaines informations commerciales névralgiques, il doit avoir l'assurance que les publications de ladite autorité ne révéleront pas son identité au marché.

⁵¹ Afin de comprendre la rapidité à laquelle les conditions financières des fonds spéculatifs peuvent changer du tout au tout (en générant des risques systémiques sur les marchés financiers), il faut noter que dans le cas du LTCM, 84 % des pertes totales subies entre janvier et août de l'an passé l'ont été en août.

⁵² Comme d'autres acteurs du marché, les fonds spéculatifs, qui ont une tolérance élevée au risque, jouent un rôle de soutien important dans la redistribution des risques financiers, en prenant des positions d'investissement sur les prix relatifs des actifs afférents lorsque ces prix s'écartent des normes historiques ou des niveaux justifiés par des considérations macroéconomiques fondamentales. Ce faisant, ces investisseurs apportent de la liquidité aux marchés dans la mesure où ils achètent et vendent des actifs contre le sentiment général, et réduisent ainsi temporairement les déséquilibres de l'offre et de la demande.

niveau des bilans ne semble pas raisonnable⁵³.

Des exigences élevées en matière de fonds propres s'appuyant uniquement sur des considérations bilantaires pourraient amener les gestionnaires de fonds à réorienter leurs activités à risque sur des stratégies plus spéculatives afin d'atteindre le taux de rendement prévu sur les capitaux requis. Un instrument de substitution réside dans le ratio des gains et des pertes potentiels au regard de la valeur nette, par exemple la valeur en risque (VAR) par rapport à la valeur nette. Une telle mesure statistique présente l'avantage de donner une description plus précise des niveaux d'endettement en termes de risque.

⁵³ Voir OICV 1999.

Références

- AGORWAL, V. & NAIK, N. (1998), *On taking the “Alternative” route: Risks, reward Style and Performance persistence of Hedge Funds*, LBS.
- COMITÉ DE BÂLE POUR LE CONTRÔLE BANCAIRE, (1999a), *Banks’ Interactions with Highly Leveraged Institutions*, n° 45, janvier.
- COMITÉ DE BÂLE POUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999b), *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and securities*, n° 48, février.
- COMITÉ DE BÂLE POUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999c), *Sound Practices for Banks’ Interactions with highly Leveraged Institutions*, n° 46, janvier.
- COMITÉ DE BÂLE POUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999d), *Best Practices for Credit Risk Disclosure*, n° 53, juillet.
- COMITÉ DE BÂLE POUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999e), *Credit Risk Modelling: Current Practices and Applications*, n° 49, avril.
- COMITÉ DE BÂLE POUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999f), *Principles for the Management of Credit Risk*, n° 54, juillet.
- COMITÉ DE BÂLE POUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999g), *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, n° 60, octobre.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (1999h), *The global OTC derivatives market at end-December 1998*, in Regular OTC Derivatives Market Statistics, juin.
- BATES D., R. CRANE (1998), *Valuing the Futures Market Clearinghouse’s Default Exposure during the 1987 Crash*, NBER Working Paper 6505.
- BEKIER M. (1996), *Marketing of Hedge Funds*, University of St. Gallen, Verlag Paul Haupt, Berne.
- BROWN, S., GOETZMANN, W. & PARK, J. (1998), *Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997*.
- BROWN, S., GOETZMANN, W. & IBBOTSON, R. (1998), “Offshore Hedge Funds: Survival & Performance 1989-1995” in *Journal of Business*, 1998.
- COMITÉ SUR LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT - BRI (1997), *Clearing arrangements for exchange-traded derivatives*, n° 23, mars.
- COMMITTEE ON PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEMS AND THE EURO-CURRENCY STANDING COMMITTEE-Joint report (1998), *Report on OTC Derivatives: Settlement procedures and counterparty risk management*, n° 27, septembre 1998.
- COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP-CRMPG (1999), *Improving counterparty risk management practices*, juin.
- DERIVATIVES POLICY GROUP-DPG (1995), “*Una proposta di autoregolamentazione degli strumenti derivati “over the counter”*”, Banca Impresa e Società, n° 3.

- EICHENGREEN, B. & MATHIESON, D. (1998), *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, document occasionnel du FMI.
- FUNG, W. & HSIEH, D. (1997), “Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds”, in *Review of financial studies*, vol. 10 (été).
- GROSS, F., *Systematic risk in the derivatives market*,
http://econ.duke.edu/Journals/dje/dje_96/mac7/.html.
- GROSS, M. (1995), “Funds of funds”, in: Lederman, J./Klein R., *Hedge Funds: Investment and portfolio strategies for the institutional investor*, Irwin Professional Publishing.
- GROUPE DES TRENTE, GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP (1993), *Derivatives: practice and principles*, juillet.
- HILLS, B., RULE, D. & PARKINSON, S. (1999), “Central counterparty clearing houses and financial stability”, in *Financial Stability Review*, juin 1999.
- ISDA (1992), *Confirmation for OTC Equity Index Option Transactions*: www.isda.org.
- ISDA (1994), *Confirmation of OTC Single Share Option Transactions*: www.isda.org.
- ISDA, *Confirmation of OTC Credit Swap Transaction - Single Reference Entity - Non-Sovereign*, in CREDIT DERIVATIVES DOCUMENTATION: www.isda.org.
- KODRES, L.E. & PRITSKER, M. (1997), *Directionally-Similar Position Taking and Herding by Large Futures Market Participants*, Washington, International Monetary Fund and Board of Governors of the Federal Reserve System.
- KPMG (1998), *The coming evolution of the Hedge Fund Industry*, RR Capital Management Corp.
- KUPIEC, P.H. (1997), *Margin requirements, Volatility and Market Integrity: What have we learned since the Crash?*, Federal Reserve Board of Governors Working Paper, avril.
- NICHOLAS, J. (1995), “Structuring a Hedge Fund Investment Portfolio”, in Lederman J. & Klein R., *Hedge Funds: Investment and portfolio strategies for the institutional investor*, Irwin Professional Publishing.
- OICV, (1999), *Hedge Funds and other HLIs*.
- REPORT OF THE PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS (1994), *An Assessment of Developments with Potential Implications for Market Price Dynamics and systemic Risk*.
- REPORT OF THE PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, DEPARTMENT OF THE TREASURY, BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (1999), *Hedge funds, Leverage, and the Lessons of LTCM*.
- REPORT OF THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (1999), *Hedge Funds and other Highly Leveraged Institutions*, novembre.
- SCHNEEWEIS, T. (1998), *Dealing with Myths of Hedge Fund Investment*, The Journal of alternative Investments, hiver.
- SHEN, P. (1997), “Settlement risk in Large-Value Payment Systems”, revue économique de la banque de réserve fédérale de Kansas City, deuxième trimestre.

- TELSER, L. (1981), “Margins and futures contracts”, in *Journal of Futures Markets*, n° 1.
- WEI, S. & KIM, J. (1997), *The Big Players in the Foreign Exchange Market: Do they Trade on Information or Noise?*, NBER Working Paper 6256.
- YOSHIKUNI REPORT (1996), *Proposals for improving global derivatives market statistics*, n° 6, juillet.

Articles de presse

- “Hedge funds seek respectability”, *The Economist*, 20-26 novembre 1999
- “A hitchhiker’s guide to hedge funds”, *The Economist*, 13-19 juin 1998
- “Turmoil in Financial Markets”, *The Economist*, 17-23 octobre 1998
- “Hedge funds”, *Financial Times*, 04-06-1999
- “Funds of the future”, *Financial Times*, 09-08-1999
- “Hedge funds set to bloom”, *Financial Times*, 28-07-1999
- “Hedge funds target European Pensions”, *The Wall Street Journal Europe*, 19-11-1999
- “Merger-Arbitrage funds gain popularity in Europe”, *The Wall Street Journal Europe*, 14-12-1999.

Chapitre 3

Transparence des marchés, évaluation et contrôle des risques

3.1. Transparence des marchés

3.1.1. *Transparence des marchés vue sous différents angles*

La divulgation d'informations sur les paramètres financiers des pays et l'exposition au risque des banques et des sociétés de placement ont bénéficié récemment d'un regain d'attention, qui s'est traduit par une reconnaissance unanime de la nécessité d'améliorer la transparence.

L'idée générale est que des investisseurs, des déposants, des clients et des créanciers avertis peuvent imposer une discipline rigoureuse à un établissement pour la gestion de ses activités et de son exposition au risque⁵⁴. En d'autres termes, la transparence est un complément nécessaire à la surveillance, qu'elle renforce, tout en contribuant *en soi* à la solidité financière des institutions et au renforcement de la responsabilité publique. Plusieurs initiatives ont été lancées au plan national et international par le Comité de Bâle, les ministres des Finances du G7, les gouverneurs des banques centrales du G10 ainsi que par des institutions financières internationales, comme le Fonds monétaire international et la Banque mondiale, qui ont tous demandé expressément que des progrès soient réalisés dans ce domaine.

Les sections suivantes donnent un aperçu des différentes initiatives en cours. Les exigences d'information financière sont présentées aussi bien d'un point de vue macroéconomique que microéconomique. Dans ce dernier cas, il est intéressant de considérer à la fois la position des personnes chargées de la réglementation et du contrôle des banques et des sociétés de placement, et celle des personnes chargées de définir les principes comptables à respecter.

Ces dernières années, les domaines les plus sensibles en matière d'information sont ceux qui touchent aux échanges de titres, aux instruments dérivés, aux prêts liés à la gestion de portefeuille et à l'évaluation des risques de crédit.

Compte tenu du nombre d'organismes impliqués, le but est d'offrir un panorama aussi clair et complet que possible et d'évaluer la cohérence des approches retenues. Nous aimerions ainsi attirer l'attention des lecteurs sur les questions qui sont à l'étude ou susceptibles d'être modifiées en vue de faciliter la contribution des représentants de la Communauté européenne au sein des groupes de travail et des organes décisionnels appropriés.

3.1.2. *Diffusion de données macroéconomiques*

Une meilleure diffusion des données macroéconomiques et financières est considérée comme un préalable important pour renforcer la stabilité et l'efficacité du système financier international et en faire un instrument encourageant l'application de politiques macroéconomiques saines. D'une manière générale, la communauté internationale s'accorde sur la nécessité d'améliorer la transparence et la qualité des données. Les principaux aspects

⁵⁴ Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Technical Committee of the International Organization of Securities Commission, 1999.

en matière de diffusion des données financières concernent les réserves internes, la dette extérieure, les mouvements de capitaux, ainsi que les indicateurs relatifs à la solidité des secteurs financiers des pays.

Une série d'initiatives a été prise ces dernières années pour atteindre ces objectifs.

A) Instruments traditionnels: SDDS et GDDS

Le FMI a créé la norme SDDS (*Special Data Dissemination Standard*) en mars 1996 et le système GDDS (*General Data Dissemination System*) en décembre 1997 afin d'améliorer l'accès à des statistiques complètes et actualisées, et de mettre ces dernières à la disposition du public⁵⁵. L'existence d'un système à deux niveaux, avec des instruments de travail parallèles sur les normes de diffusion des données, revient à reconnaître que des pays peuvent se trouver à différents stades de développement de leurs systèmes statistiques et nécessitent donc des cadres de référence distincts.

La norme SDDS s'adresse à des pays qui ont d'ores et déjà des normes élevées de qualité des données et se concentre principalement sur l'économie réelle, le secteur public, le secteur financier et le secteur externe; le système GDDS a une portée plus large puisqu'il inclut aussi des données socio-démographiques.

Les deux systèmes devront être régulièrement révisés et adaptés pour prendre en compte les changements intervenus dans l'environnement mondial. Les récentes crises financières ont mis en évidence, entre autres, la nécessité de procéder à des aménagements⁵⁶. Le directoire du FMI a décidé en décembre 1998 et en mars 1999 de renforcer la norme SDDS dans les domaines de la dette et des réserves internationales, ainsi que de développer des procédures de surveillance⁵⁷.

Les crédits d'urgence, mécanisme de financement récemment approuvé par le FMI, ont fortement encouragé l'adhésion à des normes d'informations financières reconnues au plan international. Ils constituent une ligne de défense préventive dans le cas d'une contagion financière internationale mais sont réservés aux membres répondant aux exigences de diffusion des données. Cette solution a reçu le soutien total de différentes parties⁵⁸.

⁵⁵ Les «Dissemination Standards Bulletin Boards» du FMI, qui fournissent des informations sur les deux systèmes, sont accessibles sur Internet depuis septembre 1996 (www.dsbb.imf.org). Ils ont été créés après une large consultation des fournisseurs de statistiques et des groupes d'utilisateurs dans le monde entier. L'accès du public à des données complètes, fiables et actualisées doit permettre aux acteurs du marché de comparer les informations sur d'éventuels emprunteurs aux données de référence agréées. Cela devrait garantir une meilleure information lors des opérations de crédit et des décisions relatives à des investissements, ainsi qu'une plus grande responsabilité au niveau des décideurs, qui se traduira par de meilleures performances économiques.

⁵⁶ Dans leur déclaration du 30 octobre 1998, les ministres des Finances du G7 et les gouverneurs des banques centrales ont approuvé les efforts déployés par le FMI pour renforcer la norme SDDS, notamment en fournissant des informations plus complètes sur les réserves, en améliorant les statistiques sur la dette extérieure et la position internationale d'un pays en matière d'investissement. Le rapport des ministres des Finances du G7 au sommet économique de Cologne (juin 1999) traitait également de la question de l'amélioration de la transparence et de la promotion de meilleures pratiques.

⁵⁷ La norme SDDS étendue est entrée en vigueur en avril 2000.

⁵⁸ En fait, l'une des deux questions issues des suggestions et commentaires qui ont fait suite au rapport d'octobre 1998 sur l'architecture financière internationale porte sur la nécessité de prendre des mesures pour la mise en œuvre de normes internationales. D'aucuns ont suggéré d'appliquer des sanctions, par exemple subordonner l'accès d'un pays à l'aide financière du FMI au respect des normes internationales.

B) Nouvel instrument: les rapports relatifs à la transparence

En vertu de la souveraineté des États, il est impossible d'obliger un pays à divulguer des informations. Le principe de la «transparence sur la transparence» est donc un moyen de pallier cette incapacité de rendre la transparence obligatoire. Sur cette base, le rapport du G22 recommandait au FMI, dans le cadre de ses consultations sur l'article IV, de préparer un rapport relatif à la transparence dans chaque pays («Transparency Report»), qui indiquerait dans quelle mesure son économie respecte les exigences d'information financière et les codes de conduite. Le FMI publie déjà des rapports intitulés «Experimental Reports on the Observance of Standards and Codes» (ou encore «Transparency Reports»)⁵⁹. Les études de cas sont réalisées par le FMI en collaboration avec les autorités du pays concerné et, parfois, avec l'aide de la Banque mondiale.

C) Diffusion de données sur la position des liquidités en devises étrangères des gouvernements

L'an dernier, l'Euro-Currency Standing Committee a fait une proposition concernant les informations statistiques qui permettraient aux acteurs des marchés financiers d'évaluer avec une plus grande précision la position des liquidités en devises étrangères des gouvernements⁶⁰. L'idée sous-jacente était que l'amélioration des pratiques d'information financière des pays du G10 pourrait encourager une attitude similaire dans les pays émergents.

En mars 1999, la norme SDDS du FMI a donc été renforcée par l'inclusion d'un format type couvrant l'information financière sur les réserves de change nettes et les dettes à court terme en devises étrangères des gouvernements locaux.

D) Diffusion de données sur les indicateurs de la dette extérieure

Enfin, la BRI, le FMI, l'OCDE et la Banque mondiale ont pris une initiative commune en réponse aux demandes en faveur d'une meilleure diffusion des indicateurs de la dette extérieure⁶¹. Afin de satisfaire le besoin mentionné ci-dessus, la publication comprend également des données sur les réserves internationales.

E) Transparence et responsabilité des institutions financières internationales

La transparence et la responsabilité des institutions financières internationales constituent un problème plus spécifique, qui a été soulevé récemment⁶². Ces dernières ont pris plusieurs mesures en vue de renforcer leur crédibilité en tant que partisans de la transparence ainsi que leur responsabilité vis-à-vis du grand public⁶³. Ces positions ont bénéficié d'un fort soutien, comme le montrent les commentaires figurant dans les rapports sur l'architecture financière

⁵⁹ Les rapports pilotes sur la transparence effectués au Royaume-Uni et en Argentine sont les premiers; d'autres suivront. L'Australie a publié un rapport d'auto-évaluation de la transparence.

⁶⁰ Voir EURO-CURRENCY STANDING COMMITTEE, 1998a, 1998b et 1999.

⁶¹ Cette initiative entend faciliter l'accès à une série de données réunissant des informations actuellement compilées et publiées séparément par les institutions concernées. Il s'agit d'un projet de l'«Inter-Agency Task Force on Finance Statistics», présidé par le FMI, qui comprend outre la BRI, le FMI, l'OCDE et la Banque mondiale, les Nations unies, la Banque centrale européenne et Eurostat.

⁶² Voir le rapport du groupe de travail sur la transparence et l'obligation de rendre compte, octobre 1998, chapitre 4.

⁶³ En ce qui concerne le FMI, voir la section intitulée «Efforts to Improve Transparency and Accountability» (Efforts pour améliorer la transparence et l'obligation de rendre compte) dans FMI 1999a, 1999b.

internationale (août 1999) et la réaction positive des institutions financières internationales aux appels en faveur d'une plus grande transparence⁶⁴.

3.1.3. Problèmes liés au besoin croissant d'information financière et de transparence

L'adoption du principe de «transparence sur la transparence» et la publication des «Transparency Reports» risquent de créer un conflit d'intérêts puisque le FMI peut jouer le rôle de conseiller politique secret tout en publiant simultanément ses appréciations.

Les ressources importantes qu'exigent l'élaboration de normes et le suivi des performances, en particulier pour le Fonds et, dans une certaine mesure, également pour toutes les parties concernées, ainsi que la complexité de cette tâche constituent une autre question «technique» en suspens. Afin de garantir l'efficacité optimale de tout effort d'information et l'utilisation pertinente des rares ressources, ces différents instruments doivent être coordonnés de manière efficace et produire des résultats aussi complémentaires que possible.

Parmi les questions encore en suspens, citons la participation de la Banque mondiale à la préparation d'études de cas et à la mise en œuvre de normes en dehors des principaux domaines du FMI afin de permettre le bon fonctionnement des systèmes financiers.

Une définition claire des champs de responsabilité est indispensable pour éviter que les mandats des institutions financières internationales ne fassent double emploi.

Le succès dépend également de la coopération de tous les organes. Dans leur déclaration d'octobre 1998, les ministres des Finances du G7 et les gouverneurs des banques centrales ont lancé un appel au Fonds, à la Banque mondiale, à l'OCDE et aux autorités de réglementation et de surveillance internationales pour qu'ils collaborent étroitement en vue de conseiller et, si nécessaire, d'aider les pays à appliquer les normes et les codes adoptés à l'échelle internationale. La reconnaissance des normes internationales dans la pondération des risques d'exposition⁶⁵ est un exemple intéressant d'incitation à améliorer l'information financière.

3.1.4. Information financière et évaluation des risques des établissements financiers: l'optique des contrôles

Les marchés disposent de mécanismes disciplinaires qui peuvent renforcer les interventions des autorités de surveillance, en récompensant les banques qui ont une gestion des risques efficace et en pénalisant celles qui se montrent incompetentes ou imprudentes. Cette approche a conduit à développer la divulgation d'informations au niveau des établissements financiers (principalement les banques et les sociétés de placement). Un projet plus vaste prévoit de renforcer l'architecture du système financier international, en particulier dans le secteur privé.

La divulgation d'informations et la surveillance qui favorisent la sécurité et la solidité des systèmes bancaires ont fait l'objet d'une discussion approfondie dans le rapport du Comité de

⁶⁴ De nombreuses propositions ont été formulées par les parties concernées. Voir les commentaires à propos des rapports sur l'architecture financière internationale, août 1999.

⁶⁵ Voir le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 1999c, Annexe 2, § 9, qui estime que les banques ne devraient pas se reposer sur une évaluation extérieure d'un emprunteur souverain si celui-ci ne fournit pas d'informations suffisantes sur sa situation économique et financière. Pour pouvoir prétendre à une pondération de risques inférieure à 100 %, l'État souverain devra respecter les normes SDDS (*Special Data Dissemination Standards*) du FMI qui définissent les exigences de diffusion des statistiques économiques et financières que les pays participants doivent remplir, y compris sur les marchés financiers internationaux.

Bâle sur le contrôle bancaire⁶⁶. Ce document entend fournir des directives générales aux autorités de surveillance des banques, aux législateurs et à d'autres organes normatifs, afin de les aider à définir le cadre réglementaire de l'information et des rapports de contrôle, et directement au secteur bancaire.

La transparence est dès lors définie comme la «divulgence d'informations fiables en temps utile, permettant d'évaluer de manière précise les pratiques d'une banque». Cette définition reconnaît que la seule divulgation d'informations ne suffit pas à la transparence.

Deux principes importants sont communs aux recommandations susmentionnées visant à améliorer la transparence bancaire:

- i) la portée et le contenu des informations fournies, ainsi que le niveau de désagrégation et de détail, doivent être en rapport avec le volume et la nature des opérations d'une banque;
- ii) les méthodes d'évaluation dépendent des normes comptables applicables, ce qui nécessite un travail plus approfondi au plan national et international.

La section intitulée «Transparency and accountability of the private sector» (Transparence et obligation de rendre compte du secteur privé) du rapport du groupe de travail sur la transparence et la responsabilité propose des améliorations ultérieures de l'information financière transmise par les banques et autres intermédiaires financiers, basées sur une évaluation plus claire des failles du système et des aspects à améliorer. Ce rapport, qui traite du problème des divergences dans les principes et les normes comptables⁶⁷, souligne la priorité à accorder à l'instauration de pratiques saines pour l'évaluation des prêts, les provisions pour pertes sur prêts et l'information sur les risques de crédit.

Il encourage les initiatives impliquant des représentants du secteur privé, l'amélioration des statistiques bancaires internationales, ainsi que des données sur l'exposition internationale des banques d'investissement, des fonds spéculatifs et autres investisseurs institutionnels. Enfin, il aborde la question, examinée plus en détail dans les rapports des deux autres groupes de travail, de la nécessité d'instaurer des incitations appropriées pour l'utilisation des informations.

Le rôle de l'information financière divulguée par les banques a également été mis en évidence dans le Principe 21 du document «Core Principles Methodology for effective Banking Supervision» (Principes fondamentaux d'un contrôle bancaire efficace)⁶⁸. Par la suite, deux points ont fait l'objet d'un examen plus approfondi par des groupes de consultants au sein des autorités de surveillance:

- la divulgation d'informations relatives aux opérations sur titres et aux opérations sur instruments dérivés des banques et sociétés de placement;
- la divulgation d'informations sur les risques de crédit, ainsi que la publication et la comptabilité des prêts.

⁶⁶ Voir BIS-Committee on The Global Financial System, 1998.

⁶⁷ Voir la section 3.1.4 qui examine ce problème.

⁶⁸ Celui-ci précise que les autorités de surveillance bancaire doivent avoir l'assurance que chaque banque conserve des archives appropriées, établies conformément à des politiques et pratiques comptables cohérentes, qui leur permettent d'avoir une vision fidèle et juste de sa situation financière et de la rentabilité de ses activités, et qu'elle publie régulièrement des états financiers reflétant cette situation. Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 1999a.

Le premier bénéficie de la longue expérience du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du comité technique de l'OICV dans le suivi et l'analyse de ce problème. Ces deux comités viennent de publier un document qui vise à promouvoir la transparence de toutes les transactions et opérations sur les produits dérivés importantes des grandes banques et des sociétés de placement, et qui prodigue des conseils en matière de divulgation des informations.

Le second point, à savoir la divulgation d'informations sur les risques de crédit ainsi que la publication et la comptabilité des prêts, est plus classique dans le secteur bancaire et dans les pratiques de contrôle bancaire. Les conseils relatifs à une «meilleure pratique» y sont néanmoins jugés utiles puisque la mauvaise politique en matière de crédit et une gestion insuffisante des risques de crédit sont encore aujourd'hui des facteurs clés dans les crises et faillites bancaires.

Or, les risques de crédit ne sont pas uniquement attachés aux opérations de prêt mais aussi à d'autres types d'activités bancaires, comme les transactions, les investissements, la liquidité, le financement et la gestion de fortune. Les processus financiers novateurs engendrent de nouvelles caractéristiques du risque de crédit. Il est donc urgent de mettre sur pied un modèle approprié pour évaluer ces risques et produire une information financière exacte, au moment opportun.

Le Comité de Bâle vient de publier une série de communications relatives au risque de crédit et aux questions s'y rapportant.⁶⁹ Leur objectif commun est de veiller à une déclaration honnête et appropriée des actifs et revenus bancaires, afin de permettre une évaluation pertinente.

Parmi les questions qui se posent, citons la comptabilisation à la juste valeur des instruments financiers, notamment l'information sur les portefeuilles de prêts et la juste valeur, ainsi que les nouvelles approches de la provision pour risque de crédit basées sur le degré de solvabilité interne. Ces principes de contrôle ne sont pas indépendants des traitements comptables et des critères élaborés par ceux qui établissent les normes comptables au plan international et national.

3.1.5. Initiatives comptables au niveau international

La qualité des normes comptables a une incidence directe sur la fiabilité des informations financières disponibles aussi bien à l'échelon national qu'au plan international. Cela vaut en particulier quand ces informations concernent une part croissante des activités financières sur les marchés internationaux: les contrats sur dérivés.

Au plan international, les démarches relatives à la comptabilité des instruments dérivés se répartissent en initiatives institutionnelles et privées. D'une part, les contributions les plus importantes proviennent des publications des Forums de la CNUCED et de la Banque des règlements internationaux. D'autre part, il est important de citer deux organes supranationaux qui représentent plusieurs associations privées, comme le FASB (*Financial Accounting Standards Board*) aux États-Unis et l'IASC (*International Accounting Standard Committee*) en Europe. Chacune de ces organisations a publié une série de normes comptables relatives à la publication d'informations sur les instruments financiers et aux questions comptables. Les normes américaines se basent principalement sur les normes comptables n° 133 et n° 137, les normes européennes étant définies par l'IAS (*International Accounting Standard*) n° 32 et n° 39. Ces normes, qui viennent combler un vide dans la réglementation de la comptabilité

⁶⁹ Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 1999d, 1999e, 1999f, 1999g.

des instruments dérivés, présentent un ensemble plutôt cohérent de principes qui identifient et évaluent les contrats sur dérivés. Il leur faut cependant encore surmonter toute une série d'obstacles pour devenir efficaces.

Dans cette analyse générale, des efforts entrepris au plan national au Canada, en France, au Japon et au Royaume-Uni contribuent à apporter une réponse à la question de la comptabilité des instruments dérivés⁷⁰. À côté de ces initiatives de grande envergure, il est intéressant de considérer aussi le rôle et la contribution d'organisations professionnelles, qui sont parfois carrément à l'opposé des critères des organismes de normalisation comptable.

3.1.5.1. Principe des Nations Unies sur l'obligation d'information financière des banques et initiatives de la BRI

La CNUCED vient de publier un document contenant les résultats d'un forum sur la publication d'informations financières par les banques⁷¹, et dont l'aspect essentiel peut se résumer comme suit:

Les règles comptables encouragent la publication d'informations, et une meilleure communication stimule la gestion et fournit les informations nécessaires pour gérer les risques. L'adoption de normes internationales peut donc contribuer à la stabilité financière et à la solidité du secteur bancaire.

Cette phrase souligne le consensus général sur l'importance de disposer d'un ensemble de règles systématiques, homogènes et acceptables au plan international pour réguler les instruments financiers et les procédures comptables régissant les dérivés. Ainsi, la transparence et la publication des états financiers visent à réduire les risques systémiques sur les marchés financiers internationaux et à prévenir les crises économiques et financières mondiales.

Les initiatives de la BRI à propos de la déclaration des instruments dérivés s'inscrivent dans deux courants principaux. D'une part, il convient de prendre en compte les réflexions du groupe de travail de la BRI sur la transparence et la responsabilité, qui a publié un document intitulé «Reports on the international financial architecture» (Rapports sur l'architecture financière internationale) en octobre 1998. Son principal mérite est de fournir une série de recommandations sur la publication financière au secteur privé, aux gouvernements et aux institutions financières internationales⁷². En ce qui concerne le secteur privé, le document souligne l'importance d'améliorer la pertinence, la fiabilité, la comparabilité et la compréhensibilité des informations présentées par le secteur public⁷³. Ce qui revient à recommander de donner la priorité au respect de règles comptables d'un haut niveau de qualité. Les principes et règles comptables doivent prévoir la publication d'informations

⁷⁰ Voir la section 3860, Instruments financiers – Informations à fournir et présentation, du guide de l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA) et la ligne directrice D6 «Déclaration des instruments dérivés» du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), octobre 1995. Voir «French Guidance on market disclosure» du Conseil national de la comptabilité (CNC), avis n° 98/05 et recommandation n° 98.R.01. Voir «New regulations about market value accounting for trading activities», Suisse: «Guidelines concerning Risk Management Trading and use of derivatives», 1996. Voir également «Derivatives and other financial instruments: disclosure», Financial Reporting Standard (FRS) n° 13 du UK Accounting Standard Board, septembre 1998.

⁷¹ Voir CNUCED, 1997.

⁷² La diffusion de normes comptables internationales largement acceptées semble ainsi légitimée. Un résumé de la principale recommandation du groupe de travail figure à l'annexe 1, encadré 3.1.1.

⁷³ Voir BRI-Committee on The Global Financial System, 1998.

utiles, pertinentes et compréhensibles. À cet effet, l'information financière doit remplir cinq grands critères:

- 1) *l'opportunité,*
- 2) *l'exhaustivité,*
- 3) *la cohérence,*
- 4) *la gestion du risque,*
- 5) *les processus d'audit et de contrôle.*

Le groupe de travail recommande également que les sociétés privées adhèrent aux normes comptables nationales, reconnaissant par là même le rôle clé des normes comptables internationales.

Il convient également de garder présent à l'esprit le rapport conjoint du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du Comité technique de l'OICV. Dans leur dernière publication d'octobre 1999, ces derniers adressent aux banques et aux sociétés de placement une série de recommandations sur les méthodes d'évaluation et de comptabilité⁷⁴. Elles portent notamment sur l'information relative à la gestion et à la comptabilité des instruments dérivés (politiques et règles comptables, méthodes d'identification des revenus de tous les types d'instruments dérivés, critères de comptabilité relatifs aux opérations de couverture, politiques et procédures de compensation des actifs et passifs issus d'opérations sur produits dérivés, etc.).

3.1.5.2. Normes comptables internationales FAS n° 133 et n° 137

Le FASB (*Financial Accounting Standards Board*) est l'organisme du secteur privé chargé de définir les normes de comptabilité et de publication financières aux États-Unis. Il a pour mission d'établir et d'améliorer ces normes afin de guider et de former le public, notamment les diffuseurs, vérificateurs et utilisateurs d'informations financières.

En juin 1998, le FASB a adopté la spécification n° 133 sur les normes comptables internationales, intitulée «Accounting for derivative instruments and hedging» (Comptabilité des instruments dérivés et des opérations de couverture)⁷⁵. Elle aurait dû entrer en vigueur le 15 juin 1999 mais son contenu était si novateur que le FASB décida de reporter la date prévue pour son adoption et de publier une nouvelle spécification (FAS n° 137). Face aux préoccupations à propos de la capacité des entreprises à modifier leurs systèmes d'information et à former assez rapidement leurs responsables pour pouvoir appliquer la spécification n° 133, le FASB a fixé son entrée en vigueur au début de l'exercice budgétaire commençant le 15 juin 2000. La spécification FAS n° 137, qui a traduit le report, s'applique aux états financiers trimestriels et annuels.

La spécification n° 133 définit les règles de comptabilité et de publication des instruments dérivés, incluant certains produits figurant dans d'autres contrats (appelés collectivement instruments dérivés), et des opérations de couverture. La spécification FAS n° 133 porte sur les principaux points suivants:

⁷⁴ Un résumé de ces recommandations figure en annexe 3, encadré 3.1.2.

⁷⁵ Cette norme a été précédée d'un avant-projet sur la comptabilité des instruments dérivés, des instruments financiers similaires et des opérations de couverture. Il a fait l'objet d'une série de commentaires. Sur ce sujet, voir Boyd J.F., Hayt G.S., Reynolds R.C., Smithson C.W., 1996, Sharpe M., 1996.

- a) la *définition des instruments financiers/dérivés* et de la *juste valeur*;
- a) la *reconnaissance* de ces instruments dans les bilans/états financiers;
- b) l'*évaluation continue* de ces instruments;
- c) la *comptabilité des opérations de couverture*.

Les instruments dérivés représentent des droits ou des obligations qui répondent aux définitions des actifs ou des passifs, et qui doivent figurer dans les états financiers. Chaque entité doit reconnaître tous les dérivés comme des actifs ou des passifs et les évaluer à leur *juste valeur*. Par ailleurs, elle doit communiquer les raisons pour lesquelles elle détient ou émet des instruments dérivés. Enfin, elle est tenue d'exposer sa politique de gestion des risques et de décrire les éléments ou transactions couverts par les instruments dérivés. Un instrument dérivé peut être désigné spécifiquement comme:

- a) une couverture de l'exposition à des changements de la juste valeur d'un actif ou d'un passif reconnu ou d'un engagement ferme non reconnu;
- b) une couverture de l'exposition à des flux de liquidités variables d'une transaction prévue;
- c) une couverture de l'exposition en devises d'un investissement net dans une opération étrangère, un engagement ferme non reconnu, un titre disponible à la vente ou une transaction prévue libellée en devises.

La description doit préciser la finalité du contrat sur chaque dérivé qui n'est pas désigné comme un instrument de couverture. Un traitement comptable particulier est spécifié suivant l'utilisation de l'instrument dérivé. Enfin, il est fait obligation de communiquer les effets escomptés en matière de revenus pour chaque instrument dérivé.

3.1.5.3. Normes comptables internationales IAS n° 32 et n° 39

L'IASC (*International Accounting Standard Committee*) est un organisme privé indépendant qui regroupe les représentants de 143 organisations comptables professionnelles de 103 pays. La Commission européenne a le statut d'observateur au conseil d'administration de l'IASC, qui approuve les normes IAS. La norme n° 32 a été publiée par l'IASC en juin 1995. Ce document comprend:

- a) la classification des émetteurs d'instruments financiers, des passifs ou des capitaux propres, ainsi que la classification des intérêts, dividendes, pertes et profits afférents;
- b) la compensation d'actifs et de passifs financiers;
- c) les exigences d'information sur:
 - les termes, conditions et politiques comptables relatifs aux instruments financiers;
 - les données sur les risques de taux d'intérêt et les risques de crédit;
 - la juste valeur des instruments financiers inscrits au bilan et hors bilan.

Une synthèse de ce document a été publiée en décembre 1998, date à laquelle le conseil d'administration de l'IASC a adopté la norme IAS n° 39 («Financial Instruments: recognition and measurement»). Celle-ci introduit des exigences d'information sur les objectifs et les politiques de gestion des risques financiers. Le document entend établir des principes pour l'identification, l'évaluation et la présentation d'informations sur les actifs et les passifs financiers. C'est la première norme complète de l'IASC sur ce sujet. La norme IAS n° 39 s'applique aux états financiers de l'exercice à compter du 1^{er} janvier 2001. Son application

avant cette date est uniquement autorisée au début d'un exercice qui se termine après la date de la publication de la norme, à savoir le 15 mars.

Compte tenu de l'existence de deux organismes d'établissement des normes (européen et américain), qui adoptent des normes complètes d'identification et d'évaluation des instruments financiers, le débat international tourne autour de la détermination des divergences et des similitudes entre eux. Comme le montre le tableau 3.1.3, les différences entre les normes IASC et FASB sont peu nombreuses et relèvent plus de la *forme* que du *fond* (par exemple, la différence dans la comptabilité du cash-flow de couverture). Les principaux piliers sont:

- a) la reconnaissance des contrats sur dérivés comme instruments financiers *dans le bilan*;
- b) l'évaluation des contrats sur dérivés, comme la plupart des autres instruments financiers, à leur *juste valeur*.

Pour de nombreux pays, ces normes sont particulièrement innovantes. Les changements apportés aux systèmes d'information financière et aux procédures comptables sont parfois considérables (et coûteux), comme en témoigne la réticence de nombreuses associations professionnelles à utiliser la juste valeur comme critère d'évaluation des contrats sur dérivés.

3.1.5.4. Initiatives des organisations professionnelles

Cette section comprend une brève description des initiatives les plus pertinentes des principales organisations professionnelles concernées par les questions de comptabilité des instruments dérivés.

L'IAPC (*International Accounting Practices Committee*) de l'IFAC (Institut de cambisme et de finance internationale) révisé actuellement les références aux instruments dérivés dans ses normes ISA (*International Standards on Auditing*). Ce projet devrait être achevé d'ici un an. En septembre dernier, le FMAC (*Financial and Management Accounting Committee*) de l'IFAC a publié l'étude n° 4 intitulée «Reporting Treasury Performance - A Framework for the Treasury Practitioner» (Rapport sur les performances de trésorerie: un cadre pour les responsables). Ce document décrit brièvement les instruments dérivés et les risques qui y sont attachés (risques de contrepartie et de marché). L'IFAC convient que les questions relatives aux normes comptables et à l'information financière sont du ressort de l'IASC.

L'*International Association of Treasurers* a été l'un des premiers à demander le report de la date d'entrée en vigueur de la norme FAS n° 133⁷⁶. En vue d'étayer sa demande, l'association a réalisé une enquête («FAS 133 Survey») fin novembre 1998, afin d'évaluer le degré de préparation des sociétés et quelques-uns des effets les plus immédiats de la nouvelle norme. Les résultats, qui se fondent sur un échantillonnage représentatif de grandes multinationales américaines, font apparaître plusieurs tendances majeures:

- a) la plupart des sociétés prévoient d'adopter la norme FAS 133 à la date prévue, mais pas avant (voir le tableau 3.1.3.);
- b) une très grande majorité des professionnels ne disposent pas de systèmes capables d'appliquer la norme FAS 133 et la plupart envisagent une mise à niveau (voir le tableau 3.1.4);
- c) la plupart des responsables interrogés envisagent de revoir leur politique de gestion des risques pour se conformer aux exigences de la norme FAS 133 et ils s'attendent à ce que

⁷⁶ Voir www.fas133.com.

celle-ci incite à une couverture davantage motivée par des considérations comptables que par des aspects économiques;

- d) la plupart ont relevé des différences dans les procédures de mise en œuvre de la comptabilité des instruments dérivés (plus difficiles pour les swaps, plus faciles et beaucoup plus intéressantes pour les contrats à terme).

Dans un projet de lettre destinée au FASB, l'IAT a également expliqué les principales raisons pour lesquelles les sociétés étaient dans l'impossibilité de se conformer à la norme FAS 133 d'ici au 1^{er} janvier 2000 et proposé des alternatives à un report général de la date d'entrée en vigueur. Par ailleurs, l'association a réalisé une étude visant à prévoir les retombées de la norme FAS 133 sur la gestion des risques et abouti aux conclusions suivantes:

- a) pour la plupart des sociétés, la norme FAS 133 est le projet majeur sur la liste des tâches à accomplir par la profession en 1999;
- b) en dépit de sa nature tactique, elle exigera des ressources importantes et de nombreuses heures de travail.

Dans leur ensemble, les sociétés étaient dans l'incapacité de mettre en œuvre la norme FAS 133, notamment à la fin de l'exercice au 30 juin, et la plupart ne devraient pas respecter les délais⁷⁷.

En vue d'améliorer la communication d'informations et la transparence à propos des instruments dérivés, la mission de l'ISDA consiste à émettre des contrats standard à l'intention des opérateurs: ce sont les «*accords-cadres*». En général, ils définissent les modalités des transactions sur instruments dérivés de gré à gré, que ce soit avec d'autres opérateurs ou avec des utilisateurs finaux.

Début octobre 1999, le JWG-BA (*Joint Working Group of Banking Associations on Financial Instruments*) a publié un document intitulé «*Accounting for financial instruments for banks*» (Comptabilité des instruments financiers destinés aux banques), destiné à servir de base de discussion avec le JWG-SS (*Joint Working Group of Standard Setters*)⁷⁸. Ce groupe d'associations bancaires a été créé spécialement pour participer aux discussions avec les organismes de normalisation (le JWG-SS et, avant lui, l'IASC). Le document du JWG-BA reflète la conviction grandissante dans le secteur bancaire selon laquelle ces organismes n'ont pas mesuré le degré d'inquiétude suscité par leurs propositions radicales sur la comptabilité des instruments financiers. Les banques n'acceptent pas leur hypothèse de travail, à savoir la «supériorité» constante de l'évaluation à la juste valeur, et ne pensent pas que les utilisateurs, publics ou professionnels, réclament un programme aussi radical.

En d'autres termes, le JWG-BA estime que les pratiques existantes d'évaluation comptable et d'information financière du secteur bancaire répondent déjà aux besoins des utilisateurs d'états financiers.

⁷⁷ Pour connaître les raisons de cette demande de report, voir l'annexe 3, encadré 3.1.5.

⁷⁸ Le 31 août 1999, ce groupe de travail publiait un document intitulé «*Financial Instruments - Issues relating to Banks*» (Instruments financiers: questions relatives aux banques) afin de confirmer: a) la pertinence générale de la juste valeur par rapport aux mesures des instruments financiers basées sur les coûts; b) la faisabilité d'une évaluation fiable de la juste valeur; c) les différences entre les banques. Ce document a eu pour principal résultat de confirmer l'application théorique et opérationnelle de la «juste valeur» en tant que principe de mesure des instruments dérivés.

Enfin, la contribution de la *Fédération des experts comptables européens* (FEE)⁷⁹ sur ces questions a évolué au fil des ans. En 1996 et 1997, la divergence entre les procédures de comptabilité des instruments dérivés américaines et européennes⁸⁰ était au cœur du débat. La FEE a publié un document intitulé «Accounting Treatment of Financial Instruments - a European perspective» (Traitement comptable des instruments financiers: une approche européenne) contenant des recommandations sur les modifications à apporter à la directive UE sur les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, en vue d'identifier, d'évaluer et de présenter les instruments dérivés avec plus d'exactitude.

Le débat s'est poursuivi jusqu'à la parution, le 8 octobre 1999, du rapport intitulé «*FEE Discussion Paper on a Financial Reporting Strategy within Europe*» (Rapport de la FEE sur une stratégie de communication des informations financières en Europe). Dans ce document, la FEE proposait une idée forte et très novatrice: son soutien au travail de l'IASC et la conviction que les normes IASC constituent à l'heure actuelle la meilleure chance pour harmoniser les normes relatives à l'information financière tant au plan international qu'au niveau européen. La poursuite de cet objectif serait gênée par la création d'organismes de normalisation régionaux supplémentaires ou par le décalage entre les directives comptables et l'évolution internationale.

La FEE en conclut que les sociétés devraient être autorisées à appliquer les normes IAS à la place des procédures GAAP (*General Accepted Accounting Procedures*) nationales sans que le respect des directives comptables soit exigé. À cette fin, la FEE suggère la création d'un nouvel organisme, le *European Financial Reporting Co-ordination and Advisory Council*.

Ceci étant, il reste un problème de taille à résoudre: les différences entre le pouvoir contraignant des normes internationales et celui des directives de la Commission européenne. Il risque de devenir de plus en plus complexe au vu de la future recommandation de la Commission européenne relative à la présentation d'informations sur les instruments financiers.

3.1.6. Initiatives comptables au niveau de l'Union européenne

La présente section décrit les principales initiatives des organes institutionnels de l'Union européenne concernant les principes et règles comptables applicables aux contrats sur dérivés. Les principes généraux de publication des bilans et des normes comptables sont définis par:

- a) la directive 660 de 1978 concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés (directive concernant le droit des sociétés);
- b) la directive 635 du 8.12.1986 concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers;
- c) la directive 117 de 1989 concernant les obligations en matière de publicité des documents comptables des succursales établies dans un État membre, d'établissements de crédit et d'établissements financiers ayant leur siège hors de cet État membre;
- d) le document 338 du 24.7.1996 de la Commission européenne, également appelé «Livre

⁷⁹ La Fédération des Experts Comptables Européens (FEE) est l'organisation représentative de la profession de comptable en Europe. Elle regroupe actuellement les 38 principales organisations de 26 pays, dont les 15 États membres, Chypre, la Hongrie, l'Islande, Israël, Malte, Monaco, la Norvège, la République tchèque, la Roumanie, la Slovénie et la Suisse.

⁸⁰ Voir Azevedo M.P., Lindley D.M., 1997.

vert sur le rôle, le statut et la responsabilité du contrôleur légal des comptes dans l'Union européenne».

La directive concernant les comptes bancaires prescrit un traitement uniforme en matière de divulgation de diverses transactions inscrites au bilan et hors bilan par les banques et autres établissements financiers. Les États membres exigent des établissements financiers qu'ils présentent «tous les engagements irrévocables qui pourraient donner lieu à un risque de crédit» dans les annexes à leurs états financiers et qu'ils déclarent «la nature et le montant de tout type d'engagement important par rapport à l'ensemble des activités de l'établissement». Un établissement publiant ses documents comptables est également tenu d'inclure en annexe un état de ses transactions à terme qui ne sont pas arrivées à échéance à la date du bilan et de révéler si elles servent à couvrir des risques de marché⁸¹.

Il convient également de ne pas oublier la future recommandation de la Commission européenne sur la communication d'informations relatives aux instruments financiers. Cet organe de l'Union européenne est chargé de suivre l'évolution qui s'opère dans le domaine de la comptabilité au plan international. C'est la raison pour laquelle la Commission européenne se conforme à une recommandation relative à la définition de principes et de méthodes en vue d'améliorer les niveaux d'information sur les instruments financiers pour les comptes annuels des banques et des établissements financiers.

Il reste maintenant à coordonner la réglementation de la comptabilité des instruments dérivés entre la Commission européenne et les normes comptables internationales, comme le prévoit le récent document de la FEE susmentionné.

3.1.7. *Questions en suspens*

Dans les années 80 et au début des années 90, les systèmes comptables américains et européens destinés aux instruments dérivés ont présenté de nombreuses insuffisances:

- a) publicité incomplète: rares sont les sociétés qui inscrivent leurs instruments dérivés au bilan, qu'ils fassent ou non partie de leur stratégie de couverture;
- b) publicité incohérente: dans la mesure où les normes appliquées sont différentes, les comptes tendent à avoir diverses évaluations des instruments dérivés et à les traiter de manière distincte selon le type d'instrument utilisé pour les activités de couverture et le type de risque couvert;
- c) complexité excessive: l'absence d'approche unique et globale pose des problèmes au niveau de la publicité;
- d) manque de transparence: il manque aux normes actuelles les procédures nécessaires pour garantir que les effets des instruments dérivés sont toujours reflétés de manière adéquate dans les états financiers⁸².

Depuis 1995, les organismes institutionnels, les instances de normalisation et les associations professionnelles ont été nombreux à s'attaquer à cette question, au point de générer une surabondance de réglementations. Il reste un certain nombre de questions en suspens:

- a) la nécessité d'harmoniser les approches américaine et européenne sur les procédures comptables relatives aux instruments dérivés (auquel répondent les normes FAS 133 et IAS 39);

⁸¹ Ibidem.

⁸² Ibidem.

- b) la nécessité d'harmoniser les différentes sources de réglementation contraignantes: les normes internationales, les directives de l'Union européenne en matière de comptabilité et les normes nationales (GAAP);
- c) le coût et la disponibilité des systèmes comptables pour traiter l'évaluation basée sur la juste valeur, en particulier pour les établissements financiers;
- d) les effets informatifs des systèmes comptables basés sur la juste valeur sur les résultats des établissements financiers (largement influencés par les fluctuations de prix à court terme).

Une question importante est de savoir comment coordonner des normes coexistantes dont la force contraignante diffère (par exemple, les directives de l'Union européenne sur la comptabilité et les normes comptables internationales). De plus, la récente série de normes comptables destinées aux instruments dérivés n'a pas reçu l'entière approbation de certaines associations professionnelles.

Le débat n'est donc pas clos.

3.1.8. Propositions d'action

Il existe à l'évidence un besoin au niveau de la communauté internationale d'établir une stratégie visant autant à encourager la mise en œuvre des normes IASC qu'à en assurer le suivi. Toutefois, les positions des organismes concernés doivent être examinées avec soin.

Nous recommandons aux autorités européennes d'accélérer la procédure réglementaire afin de répondre aux exigences du marché et d'éviter une trop rapide obsolescence.

3.2. Mesure et contrôle des risques

3.2.1. Introduction

Les dernières années ont été marquées par une augmentation importante de la complexité des portefeuilles de placements des établissements financiers et de la volatilité du marché financier. Si, dans le passé, les crises financières étaient surtout dues à un risque de crédit, les activités du marché impliquant une prise de risque excessive se sont souvent soldées par des pertes importantes et par des crises d'insolvabilité dans le monde bancaire et financier au cours des vingt dernières années. Parmi les exemples récents, citons la faillite de la banque britannique Barings, qui a accusé d'énormes pertes sur des contrats à terme sur les indices boursiers et des opérations sur les options; de même que la crise touchant le fonds spéculatif américain Long Term Capital Management (LTCM), renfloué par la Banque de réserve fédérale pour éviter les effets de contagion sur le système bancaire.

Ces tendances ont à leur tour renforcé la nécessité pour les directions bancaires d'obtenir des mesures précises des risques de marché. Des techniques de mesure appropriées se sont avérées essentielles non seulement pour contrôler le risque, mais aussi pour évaluer le rendement ajusté sur le risque et optimiser la répartition du capital. L'adoption de modèles de valeur en risque (VAR) a constitué la réponse la plus significative à ces exigences. D'une manière générale, ils permettent d'évaluer le marché ou le risque attaché à un portefeuille d'avoirs financiers – c'est-à-dire le risque d'une diminution de la valeur de réalisation du portefeuille suite à une variation d'un facteur du marché (taux d'intérêt, taux de change, prix des actions, prix des matières premières, ou instabilité de ces facteurs) – en tant que perte potentielle, en fonction de la sensibilité du portefeuille, de la volatilité et des corrélations entre ces facteurs. Plus précisément, la VAR mesure la perte potentielle lorsque celle-ci est directement liée à la probabilité de concrétisation des évolutions simulées des facteurs de

risque. Les modèles VAR sont surtout utilisés dans quatre applications de base: la définition de limites pour les entités supportant un risque, la mesure du rendement ajusté sur le risque, la détermination du prix des transactions financières et la répartition du capital au sein des différentes unités d'une banque.

Depuis leur apparition au début des années 80 dans des institutions financières de premier plan aux États-Unis, les modèles VAR ont connu une croissance rapide: une nouvelle génération de logiciels basée sur ce concept a vu le jour – encouragée par l'introduction de la base de données RiskMetrics compilée par la banque commerciale américaine J.P. Morgan -; de grandes banques dans les pays anglo-saxons, mais aussi en Europe et en Asie, ont mis en place des modèles VAR adaptés à leurs activités de placement, et même certaines sociétés industrielles ont commencé à les adopter pour bénéficier d'un avantage concurrentiel.

Le fait que ces modèles ont été récemment reconnus par la communauté internationale de réglementation marque une étape importante dans leur développement. Dans sa proposition de 1995 concernant les coefficients de capital basés sur le risque de marché, le comité de Bâle sur le contrôle bancaire a préconisé l'utilisation de ces modèles⁸³, sous réserve de normes qualitatives et quantitatives strictes. Plus récemment, la proposition faite par Paul Kupiec et James O'Brien (1995), de la Réserve fédérale américaine, et visant à supprimer ces normes minimales, a reçu le soutien des organismes de contrôle américains.

S'il est clair que les modèles VAR ont amélioré les techniques et procédures de gestion des risques au sein des grands établissements financiers, la réponse à la question de savoir s'ils représentent un réel progrès au niveau des systèmes est beaucoup moins évidente. Leur rôle dans la stabilité financière systémique a suscité récemment quelques interrogations. Les deux principaux arguments invoqués sont les suivants:

- a) les modèles de mesure du risque tendent à sous-estimer les pertes potentielles en cas de chocs importants sur le marché;
- b) les limites de risque basées sur le modèle VAR encouragent les acteurs du marché à adopter un comportement uniforme en cas de chocs importants, et peuvent donc accroître l'instabilité financière internationale.

3.2.2. Modèles et pratiques en matière de mesure des risques: aperçu

Dans le cadre des modèles VAR, le risque est défini comme étant la perte potentielle maximale à une date t pour un niveau de confiance donné. Un portefeuille associé à une VAR de 1 million d'euros par jour, et dont le niveau de confiance est évalué à 99 %, n'a qu'une probabilité de 1 % de subir une perte supérieure à 1 million d'euros le lendemain.

On distingue deux approches essentielles pour estimer la VAR d'un portefeuille: l'approche par variance-covariance, ou approche paramétrique, et l'approche par simulation. La première repose généralement sur trois postulats de base: la distribution normale des rendements des facteurs du marché, leur indépendance sérielle, et la linéarité des sensibilités aux prix des différentes positions. Le postulat de normalité permet d'associer un niveau de confiance à une VAR, puisque tous les pourcentages sont en principe des multiples connus de l'écart type. Ainsi, une seule analyse de volatilité permet d'obtenir plusieurs niveaux de confiance. Le postulat d'indépendance sérielle permet de calculer une VAR à différentes dates (périodes d'attente) sur la base d'une seule estimation de la volatilité: si les rendements du marché sont sériellement indépendants, le gestionnaire du risque peut calculer la volatilité sur une période de t jours en multipliant la volatilité quotidienne par la racine carrée de t .

⁸³Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 1995b.

L'hypothèse de linéarité simplifie le calcul de la VAR car elle évite d'appliquer des coefficients de sensibilité supérieurs à ceux du premier ordre, et permet d'ignorer les spécificités des portefeuilles d'options qui présentent une sensibilité à la hausse ou à la baisse non linéaire et souvent non monotonique.

Il existe deux techniques principales pour les approches par simulation:

- les méthodes historiques, et
- les méthodes de Monte Carlo.

Les méthodes historiques évaluent la VAR à partir des variations antérieures des facteurs de marché. Plutôt que de recourir aux observations historiques passées pour estimer la volatilité et les corrélations de ces facteurs, les méthodes historiques s'appuient sur les pourcentages réels des anciennes variations. Si la période d'observation se composait de 200 données, la VAR évaluée par simulation historique pour un niveau de confiance de 95 % est calculée sur la base d'une réestimation complète du portefeuille réel au niveau de la 11^{ème} évolution la plus négative des facteurs du marché. En effet, les 5 % de l'échantillon devant excéder la mesure de risque correspondent à dix pertes. Par conséquent, les simulations historiques peuvent résoudre aussi bien le problème des «extrêmes» que de la sensibilité non linéaire quand elles sont couplées, comme c'est souvent le cas, à une évaluation complète du portefeuille.

Les méthodes de Monte Carlo reposent sur un processus de génération aléatoire permettant de simuler l'évolution des facteurs de marché. Deux entrées sont en principe nécessaires pour modéliser cette évolution: le processus stochastique suivi par les facteurs de marché et les paramètres statistiques tels que les moyennes, les variances et covariances entre ces facteurs. Après avoir déterminé les axes d'évolution envisageables, il est possible de calculer la VAR pour le niveau de confiance souhaité par simple réévaluation du portefeuille pour les facteurs simulés, et en «coupant» la distribution des valeurs de portefeuille à l'extrémité correspondante.

Les banques utilisent les modèles VAR essentiellement pour:

- i) définir les limites des entités supportant un risque;
- ii) mesurer le rendement avec ajustement du risque⁸⁴;
- iii) chiffrer les transactions financières;
- iv) répartir plus efficacement le capital risque.

La définition de limites exprimées en termes de VAR permet à une entité de connaître le montant du risque envisageable, tout en laissant à la direction générale la possibilité de fixer des limites qui reflètent l'ensemble des profils de risque des différentes positions financières. L'un des principaux avantages des limites de VAR tient au fait qu'elles n'ont pas à être mises à jour en cas de forte fluctuation de la volatilité des facteurs de marché. En effet, une telle variation réduit automatiquement la position notionnelle qu'une seule limite de VAR permet à l'opérateur d'adopter. La même limite de VAR peut ainsi générer plusieurs positions notionnelles à des périodes distinctes, en raison des variations de volatilité des facteurs de marché.

Le deuxième objectif des modèles VAR est relativement simple: le fait de connaître le risque pris par une entité permet à la direction de la banque de calculer un rendement ajusté sur le

⁸⁴ Voir Zaik E., Walter J., Kelling G. et James C. 1996.

risque en divisant uniquement le revenu de cette entité par sa limite de VAR⁸⁵. Étant donné que les limites de VAR des différentes entités à risque d'une banque sont considérées comme des indicateurs du capital alloué à l'entité, ces mesures de rendement sont généralement appelées RAROC (*risk adjusted return on capital*) ou RORAC (*return on risk adjusted capital*), c'est-à-dire rendement du capital ajusté sur le risque. En comparant ces mesures au coût des capitaux propres, la direction de la banque peut évaluer si une division commerciale, une entité à risque ou même une simple transaction crée ou supprime de la valeur pour l'actionnaire.

Dans le même temps, les modèles VAR peuvent servir à déterminer la valeur des transactions financières dans lesquelles la banque établit un prix. C'est le cas lorsque la banque traite avec des interlocuteurs dont la demande de services financiers est relativement inélastique. Pour fixer une rémunération convenable du risque pris, il est nécessaire d'établir la VAR de la transaction et de connaître le coût en capital de la banque. Exemple: une opération de change à terme avec un importateur national qui couvre son risque de change en achetant des devises à terme. La banque peut établir un change à terme qui est égal au taux interbancaire en vigueur, plus une marge correspondant au produit du montant du risque associé à la transaction (VAR) et du coût en capital.

Enfin, les modèles VAR peuvent être utilisés par les directions bancaires pour répartir efficacement une ressource rare – la capacité de prise de risque de la banque ou, en d'autres termes, ses fonds propres – entre les différentes entités supportant un risque. L'attribution de capitaux supplémentaires à celles qui offrent un meilleur rendement ajusté sur le risque le permet en principe. Pour ce faire, une approche descendante est normalement mise en œuvre: le capital est d'abord réparti entre les entités commerciales d'une banque (crédit, placements, gestion de portefeuille, etc.). Ces divisions peuvent à leur tour allouer ces ressources rares au sein de leurs différentes entités à risque.

3.2.3. Réglementation des fonds propres: de l'approche normalisée au modèle interne

La réglementation des fonds propres, sous la forme d'un capital minimum requis, a vu le jour au niveau international en janvier 1987, lorsque les organismes américains de réglementation – le conseil des gouverneurs de la Banque de réserve fédérale (FRB), l'OCC (Office of the Comptroller of the Currency) et le FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) – et la Bank of England ont soumis une proposition commune établissant des normes minimales applicables aux banques commerciales des États-Unis et du Royaume-Uni⁸⁶. La mise en œuvre de cette proposition a fait l'objet d'un report afin de permettre la participation d'autres pays. En décembre 1987, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire publiait un document consultatif sur les exigences en matière de capitaux, en fonction des risques, document qui a débouché sur l'accord de juillet 1988 relatif au niveau minimal des fonds propres, adopté ultérieurement par la plupart des pays de l'OCDE et, assorti de quelques modifications mineures, dans la directive CEE sur la solvabilité des banques. Le cadre de 1988 de la BRI sur le niveau minimal des fonds propres repose sur un ratio de couverture des risques axé sur le risque de crédit⁸⁷.

⁸⁵ Voir Bralver C. et Kuritzkes A. 1993.

⁸⁶ Voir aussi le chapitre 5 du présent rapport.

⁸⁷ Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire 1988.

En mars 1993, une directive européenne étendait les ratios de capital minimum aux risques de marché⁸⁸. En 1995, le Comité de Bâle proposait d'étendre le niveau minimal de fonds propres aux risques de marché⁸⁹. La proposition visait tout d'abord à imposer des minimums pour les positions ouvertes dans les titres de créance et les titres de participation du portefeuille de placement (par opposition au portefeuille bancaire) et dans les devises. Les propositions relatives aux titres de créance et de participation reposent sur une approche dite «*par unité de structure*», qui opère une distinction entre risque spécifique propre à l'instrument et risque général partagé avec d'autres instruments. Concernant les titres de créance, les charges en fonds propres varient de 0 % à 8 % de la position nette ouverte pour le risque spécifique, selon qu'elles entrent dans la catégorie «gouvernement», «éligible» ou «autres»; les trois catégories permettent une évaluation globale du risque de crédit. Concernant le risque général, une méthode standard qui s'appuie sur la classification des positions selon différentes fourchettes d'échéance sert à déterminer le risque de taux d'intérêt attaché à un portefeuille de négoce obligataire. Selon cette méthode, le risque encouru par un portefeuille de positions sensibles aux taux d'intérêt est mesuré en multipliant la position nette pour chaque fourchette d'échéance par un facteur de risque qui, lui-même, dépend de la durée moyenne modifiée et de la volatilité du taux d'intérêt de la fourchette.

Pour les positions en actions, les propositions de Bâle de 1993 prévoient une charge en fonds propres égale à 8 % de la position brute – somme des positions à long et à court termes – pour toute action, couvrant le risque spécifique. Elles donnent également aux organismes nationaux de réglementation la possibilité d'assouplir ces exigences pour les portefeuilles à la fois liquides et bien diversifiés. Une charge de 8 % supplémentaire est définie pour la position nette sur n'importe quel marché d'actions concernant le risque de marché général. Enfin, pour ce qui est du risque de change, les propositions suggèrent une charge en fonds propres égale à 8 % de la position nette ouverte en devises, définie comme étant la plus grande somme des positions nettes à long terme et des positions nettes à court terme dans les différentes devises.

Ces propositions ont fait l'objet de commentaires de la part des acteurs du marché entre avril et décembre 1993. Le Comité de Bâle a soumis un nouveau projet de proposition en janvier 1996. La principale modification a consisté à autoriser les banques à appliquer leurs propres modèles internes pour calculer la charge en fonds propres. Toutefois, seules celles qui satisfont à des critères qualitatifs et quantitatifs stricts ont la possibilité de calculer le volant de fonds propres lié aux risques de marché avec leurs propres modèles internes: la VAR quotidienne doit être estimée sur la base d'une période d'attente de deux semaines (dix jours) et d'un niveau de confiance de 99 %; la volatilité et les corrélations doivent être mises à jour tous les trimestres à partir des données historiques portant sur au moins un an; une unité de gestion des risques indépendante doit être mise en place et des simulations de crise («stress testing») doivent être réalisées à intervalles réguliers. Quand la VAR mesurée répond à tous ces critères, la charge en fonds propres attachée aux risques de marché d'une banque est définie comme étant le montant le plus important entre la VAR du jour précédent ou un multiple de la moyenne des VAR des soixante jours précédents.

Selon l'approche du «back-testing» (comparaison des risques aux résultats réels) adoptée par le Comité de Bâle pour évaluer la précision d'un modèle interne, la valeur du facteur de marché (MF) dépend du nombre d'exceptions, c'est-à-dire du nombre de jours pendant lesquels les pertes du portefeuille de placement sont supérieures à la mesure de VAR

⁸⁸ Voir la directive n° 93/6/CEE.

⁸⁹ Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire 1995a.

correspondante sur les 250 jours de négoce précédents: un modèle VAR avec un niveau de confiance de 99 % doit produire un nombre d'exceptions égal à 1 % de la taille de l'échantillon de test (deux ou trois exceptions). Dans ce cas, le MF est égal à 3. Si, en revanche, le nombre d'exceptions est supérieur, le MF peut passer à quatre.

3.2.4. Modèles de valeur en risque: faiblesses potentielles

Les faiblesses du modèle VAR se répartissent en deux grandes catégories:

- les faiblesses «intrinsèques», essentiellement liées aux postulats explicites ou implicites;
- les faiblesses «systémiques», essentiellement liées à la façon dont les acteurs du marché financier utilisent les mesures de rendement et aux conséquences de leur application au niveau du système financier.

Le premier type de faiblesses découle des principaux postulats suivants:

- l'indépendance sérielle des rendements du facteur de marché;
- la répartition normale des rendements du facteur de marché;
- la stabilité de la volatilité et des corrélations des rendements du facteur de marché.

Ces postulats s'effondrent souvent en cas de chocs importants sur le marché financier. Les rendements du facteur de marché tendent alors à afficher une corrélation sérielle, la volatilité et les corrélations augmentent sensiblement, et les chocs semblent être de l'ordre de 10 à 15 fois supérieurs aux écarts type historiques, c'est-à-dire bien au-delà de ce qu'une répartition normale suggérerait implicitement.

Concernant les faiblesses «systémiques», il convient de souligner deux problèmes potentiels:

- si les acteurs du marché adoptent tous le même modèle pour limiter les positions à risque, il peut s'ensuivre un problème d'uniformisation qui peut avoir un effet déstabilisant sur les marchés financiers;
- si les banques et les autres établissements financiers fondent leur décisions d'adéquation de leurs fonds propres sur les modèles VAR, sans réaliser de simulations de crises pour tenir compte des chocs de marché extrêmes, un éventuel choc peut alors engendrer une situation de sous-capitalisation du secteur bancaire.

3.2.5. Questions en suspens

Outre les problèmes potentiels susmentionnés, la gestion des risques de marché soulève deux questions essentielles. La première tient aux exigences en matière d'information financière concernant les mesures de risque produites par les modèles VAR. D'une façon plus générale, un renforcement de la discipline de marché est considéré comme devant faire partie du système de contrôle des risques concernant le comportement bancaire. Il doit s'accompagner d'une plus grande transparence, à travers des exigences d'information financière explicites en termes de positions à risque et de rendements de VAR.

La seconde question a trait à l'exploitation efficace des mesures de VAR à des fins de contrôle des risques. De nombreuses grandes banques et des établissements financiers ont élaboré des modèles sophistiqués de mesure des risques mais elles ne s'appuient sur aucun système de gestion des risques. En d'autres termes, il n'existe ni système de contrôle des risques reposant sur les limites de VAR imposées aux opérateurs, ni système d'incitation basé sur les rendements ajustés sur le risque. Il est donc indispensable de définir des exigences explicites quant à l'utilisation efficace des mesures de VAR à des fins de contrôle et de gestion des risques pour améliorer la stabilité financière.

3.2.6. Politiques proposées

Plusieurs voies visant à remédier aux faiblesses et à résoudre les questions en suspens ont été proposées par les organismes de réglementation, les universitaires et différents groupes de travail et d'étude. Ces propositions, axées sur une amélioration globale de la discipline de marché, cherchent à:

- établir un ensemble de réglementations plus uniformes et homogènes sur la *divulgateion des activités des banques avec prise de risque*; il s'applique surtout aux banques qui opèrent dans des pays où la valorisation au prix du marché des positions de placement et la communication d'informations détaillées (échéance et décalage des devises, sensibilité à des variations parallèles prédéterminées de la courbe du taux d'intérêt) sur le profil de risque du portefeuille bancaire sont moins développées;
- demander formellement aux banques d'émettre *une dette subordonnée* sur une base renouvelable et dont le coût dépendrait explicitement de leur prise de risque (Evanoff, 1992);
- *interdire* explicitement les politiques de renflouement des banques non solvables, en particulier suite à une prise de risque excessive.

Ces trois mesures sont strictement interdépendantes. La première fournirait au marché une information adéquate permettant l'analyse des profils de risque des grandes banques, tandis que les deuxième et troisième inciteraient les acteurs du marché (détenteurs de dette subordonnée, détenteurs de participations et créiteurs sans garantie en règle générale) à mettre en place une surveillance et une évaluation cohérentes des risques attachés aux banques.

Par ailleurs, une meilleure *cohésion entre les techniques de mesure et de gestion des risques* serait aussi indispensable. Pour ce faire, il faudrait exiger explicitement des banques opérant au plan international qu'elles utilisent les modèles VAR dans leurs activités quotidiennes à risque (limites de risque, mesures du rendement ajusté sur le risque, etc.), mettre en place une structure organisationnelle cohérente avec la politique de gestion des risques de la banque, et demander explicitement aux directions générales de s'impliquer dans ce processus.

Références

- AVEZEDO, M. P. & LINDLEY, D.M. (1997), *Divergence in proposed EU and US derivatives accounting procedures*.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999a). *The Core Principles Methodology*, n°61, octobre.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999b), *Supervisory lessons to be drawn from the Asian crisis*, Working Papers, n° 2, juin.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999c), *A new capital adequacy framework*, n° 50, juin.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999d), *Credit Risk Modelling: Current Practices and Application*, n° 49, avril.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999e) *Principles for Management of Credit Risk*, n° 54, juillet.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999f), *Best Practices for Credit Risk Disclosure*, n° 53, juillet.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1999g), *Saines pratiques pour la comptabilisation des prêts et la communication financière*, n°55, juillet.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1995b), *An internal model-based approach to market risk capital requirements*, n° 17, avril.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1995a), *Proposal to issue a supplement to the Basel Capital Accord to cover market risks*, n° 15, avril.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE (1988), *International convergence of capital measurement and capital standards*, n° 4, juillet.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE ET COMITÉ TECHNIQUE DE L'OICV - Joint Report (1999a) *Trading and Derivatives Disclosures of banks and Securities Firms. Result of the survey of public disclosures in 1998 annual reports*, n° 64, décembre.
- COMITÉ DE BÂLE SUR LE CONTRÔLE BANCAIRE ET COMITÉ TECHNIQUE DE L'OICV - Joint report (1999b), *Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms*, n° 48, février.
- BRI-COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1998), *Enhancing Transparency Regarding the Authorities' Foreign Currency Liquidity Position*, n° 9, novembre.
- BRI-COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1998), *Review of the Disclosure Template Regarding the Authorities' Foreign Currency Liquidity Position*, n° 9a, décembre.
- BRI-COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (1999), *Data Template on International Reserves/Foreign Currency Liquidity*, n° 9b, mars.
- BRI WORKING GROUP ON TRANSPARENCY AND ACCOUNTABILITY (1998) *Reports on the international financial architecture*, octobre.

- BOYD, J.F.; HAYT, G.S., REYNOLDS R.C. & SMITHSON, C.W. (1996), *A review of industry reaction to proposed changes in derivatives accounting*, dans «Journal of International Financial Management and Accounting».
- BRALVER, C. & KURITZKES, A., “Risk Adjusted Performance Measurement in the Trading Room”, dans *Journal of Applied Corporate Finance, Continental Bank*, Vol. 6, n° 3.
- DRAGE, J. & MANN, F. (1999), “Improving the Stability of the International Financial System”, dans *Financial Stability Review*, juin.
- COMMISSION EUROPÉENNE (1999), *Disclosure of information on financial instruments*, rapport informel.
- FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (1996), *Accounting Treatment of Financial Instruments- A European perspective*.
- FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (1998), *Comments on E62*, octobre.
- FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (1997), *Comments on the IASC Discussion Paper in Financial Instruments*, août.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB) (1998), *Statement of Financial Accounting Standard n° 133, Accounting for derivatives instruments and hedging activities*, juin.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARDS-FASB (1999), *Statement of Financial Accounting Standard n° 137*, Juin.
- GROUPE DES TRENTE, GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP (1993), *Derivatives: practice and principles*, juillet.
- FMI (1999a), *A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, avril.
- FMI (1998), *Toward a Framework for Financial Stability*, Washington, janvier.
- FMI (1999a), *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, 26 avril.
- FMI (1999b), *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, 24 septembre.
- FMI (1999c), *Progress Report. Developing International Standards*, mars.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (1999), *Report of the Working Group on Transparency in Emerging Markets Finance*, mars.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (1998), *International Accounting Standard - IAS 39, Financial Instruments: recognition and measurement*.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (1995), *International Accounting Standard- IAS 32, Financial Instruments: disclosure and presentation*.
- ISDA (1996), *Equity Derivatives Definitions*, sur www.isda.org.
- ISDA (1994a), *Equity Option Definitions*, sur www.isda.org.
- ISDA (1992), *Confirmation for OTC Equity Index Option Transactions*, sur www.isda.org.
- ISDA (1994b), *Confirmation of OTC Single Share Option Transaction*, sur www.isda.org.

SHARPE, M. (1996), «The International Accounting Standards Committee: a progress report», *Journal of International Financial Management and Accounting*.

CNUCED (1997), *Financial Disclosure by banks: proceedings of an UNCTAD forum*.

ZAIK, E., WALTER, J., KELLING, G. & JAMES, C. (1996), «RAROC at Bank of America», in *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n° 2, été.

Chapitre 4

Règles de sécurité et implications pour le système monétaire international: leçons de la crise financière des marchés émergents

4.1. Introduction et méthodologie

La dévaluation du baht thaïlandais, le 2 juillet 1997, a marqué le début d'une période de turbulences sur les marchés financiers internationaux, dont l'intensité a été beaucoup plus forte que celle de la crise mexicaine de 1994. Le processus de contagion a été très rapide et, dans les mois qui ont suivi, d'autres économies d'Extrême-Orient ont enregistré un effondrement de leurs activités financières et une dévaluation de leur monnaie. L'instabilité financière a immédiatement affecté les systèmes bancaires, qui ont joué le rôle de vecteur d'extension et d'aggravation de la crise. À l'extérieur de l'Asie, les pires effets de la crise ont été ressentis en Russie, au Brésil et en Argentine, à partir du second semestre 1998. L'intégration et la mondialisation croissantes des marchés financiers internationaux ont accentué le processus de contagion jusque dans des régions et des systèmes économiques très éloignés. À la différence de ce qui s'était produit en 1994, les systèmes bancaires d'Amérique latine et d'Europe de l'Est n'ont que modérément souffert.

Les répercussions de cette crise sur ces trois zones géographiques et les différences entre les capacités de récupération s'expliquent par les spécificités des structures financières. Il semble donc important d'identifier les faiblesses et les imperfections des réglementations ou pratiques prudentielles susceptibles d'affecter la stabilité de chaque pays et du système financier international dans son ensemble.

Nous adoptons par conséquent une approche empirique et analysons le lien existant entre les pratiques et réglementations prudentielles et la stabilité financière de plusieurs économies en développement et de transition qui représentent les trois régions principalement touchées par la dernière crise⁹⁰. Pour chaque pays, nous examinerons l'évolution de certains aspects du système bancaire et identifierons les secteurs spécifiques ayant connu des situations de tension lors de la dernière crise (1997–1998). Cette analyse nous permettra de déterminer les secteurs les plus vulnérables, dans lesquels des mesures correctives pourraient être mises en œuvre pour aider les pays à se relever de la crise et prévenir toute nouvelle instabilité⁹¹. Ce sujet sera développé en détail dans le chapitre suivant, dans le contexte des mesures de politique internes.

L'analyse des systèmes financiers sera surtout axée sur le secteur bancaire. Une évaluation de la solidité financière et de la stabilité des systèmes bancaires est indispensable pour comprendre le processus d'allocation des ressources, ainsi que le fonctionnement et le potentiel de croissance des économies modernes. Ceci est particulièrement vrai dans les pays en voie de développement et en transition où le rôle des marchés financiers reste limité et où les institutions bancaires constituent la colonne vertébrale du système financier. En outre, la

⁹⁰ Voir l'annexe 4.1.

⁹¹ Il est important de noter que nous n'analysons pas les causes de la propagation d'une crise aux différents secteurs d'une économie. Si un secteur connaît une situation de tension, il peut s'agir des signes avant-coureurs d'une crise ou la conséquence d'une crise déjà existante.

récente crise traversée par les pays en voie de développement est due à la fragilité du système bancaire plutôt qu'aux problèmes liés à l'endettement ou à la balance des opérations courantes (voir le chapitre 1.4).

Le présent chapitre s'articule de la manière suivante: nous commencerons par évaluer l'adéquation des systèmes bancaires dans chaque économie afin de disposer d'une mesure du possible impact de leur instabilité. La section 4.3 propose une analyse complète des systèmes bancaires et met en avant la relation entre questions prudentielles et instabilité financière, afin d'identifier les éventuelles situations de tension. La section 4.4 analyse l'impact des facteurs «non traditionnels» sur la stabilité financière. La section 4.5 propose en conclusion des zones d'intervention possibles et souligne les problèmes en suspens.

4.2. Rôle des systèmes bancaires d'Europe de l'Est, d'Asie et d'Amérique latine

L'impact de l'instabilité du secteur bancaire sur l'activité économique dépend strictement du degré d'intermédiation de chaque économie, en termes d'augmentation de l'importance des circuits financiers et d'activités de crédit⁹². Un niveau élevé d'intensification des circuits financiers, couplé à de forts coefficients de prêt, peut indiquer que les banques jouent un rôle majeur comme moyen d'intermédiation financière, tandis que les marchés des capitaux tendent à représenter une source de financement limitée. Cette situation peut s'avérer particulièrement risquée face à des signes de crise: les banques réduisent tôt ou tard leurs prêts, provoquant un resserrement du crédit. Cela entraîne une grande diffusion de l'illiquidité et des situations de cessation de paiement, qui transforment l'instabilité initiale en crise économique grave.

Pour évaluer le degré d'intermédiation de chaque économie en termes d'intensification des circuits financiers et d'activités de crédit, deux indicateurs⁹³ sont pris en compte: le coefficient M2/PIB et le ratio entre le crédit intérieur au secteur privé et le PIB.

4.2.1. Evaluation de l'intensification des circuits financiers

Le rapport existant entre la masse monétaire au sens large (monnaie et quasi-monnaie) et le PIB reflétant le développement du secteur financier ou l'«intensité des circuits financiers» constitue une mesure type de la taille relative du secteur formel des intermédiaires financiers. Le niveau du développement financier a deux effets distincts:

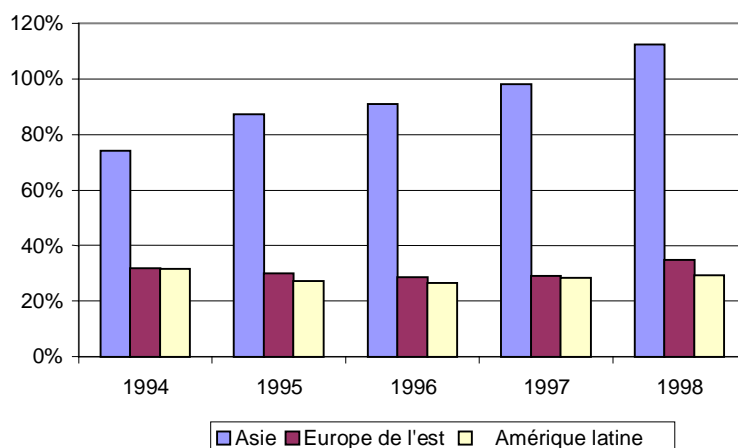
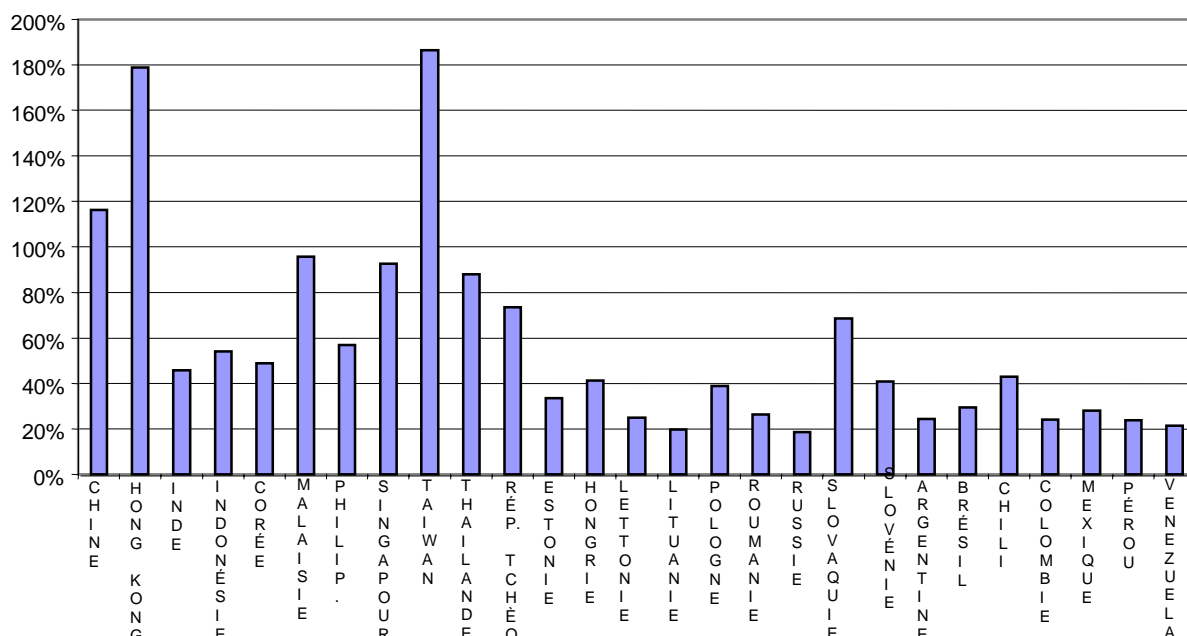
- un niveau faible freine les possibilités de croissance économique;
- un niveau élevé de développement financier et de libéralisation⁹⁴ augmente le risque d'instabilité financière et de contagion depuis l'extérieur.

Le premier prévaut à moyen et long termes, le second sur le court terme.

⁹² Dans cette section, nous considérons des variables qui prennent uniquement en compte les autorités monétaires et les banques de dépôt, en raison de leur rôle prépondérant dans les pays analysés et des données disponibles. De plus, l'analyse des bilans dans les sections suivantes repose principalement sur les données des banques commerciales.

⁹³ Tous les indicateurs considérés sont mesurés en fonction du PIB, d'où l'influence de l'évolution de cette variable sur la valeur de l'indicateur. Suite à la crise de 1997, en particulier, le net recul de l'activité économique enregistré en 1998 a entraîné l'augmentation de nos indicateurs (ou freiné le déclin) du fait de la dynamique du PIB, dans la mesure où les autres variables ne sont pas totalement liées au PIB. Par ailleurs, nos indicateurs peuvent être faussés par l'inflation puisqu'ils sont issus de ratios entre des variables de stock et de flux.

⁹⁴ Ces deux variables sont en principe étroitement liées.

Graphique 4.1. – Évolution du ratio M2/PIB

Graphique 4.2. – Valeur moyenne en 1995-1998 du ratio M2/PIB de chaque pays


Les graphiques 4.1. et 4.2. montrent le niveau élevé de l'intensification des circuits financiers en Asie⁹⁵, comparé notamment à l'Amérique latine et à l'Europe de l'Est⁹⁶. Si l'on fixe un seuil de 60 % pour cette variable, on observe que la plupart des économies excédant ce niveau sont situées en Asie (Chine⁹⁷, Hong Kong, Malaisie, Singapour, Taiwan et Thaïlande). En Europe de l'Est, seules la République tchèque et la Slovaquie dépassent ce seuil (pour des raisons historiques) alors qu'en Amérique latine, le pays enregistrant le niveau de développement financier le plus élevé est le Chili, avec 43 %.

⁹⁵ Valeur moyenne 1995-1998 égale à 97,2 %.

⁹⁶ Valeur moyenne de 27,9 % et de 30,6 % respectivement.

⁹⁷ Dans le cas de la Chine, le niveau élevé d'intensification des circuits financiers n'est pas imputable à un processus de libéralisation financière puisque le système reste presque totalement contrôlé par le gouvernement.

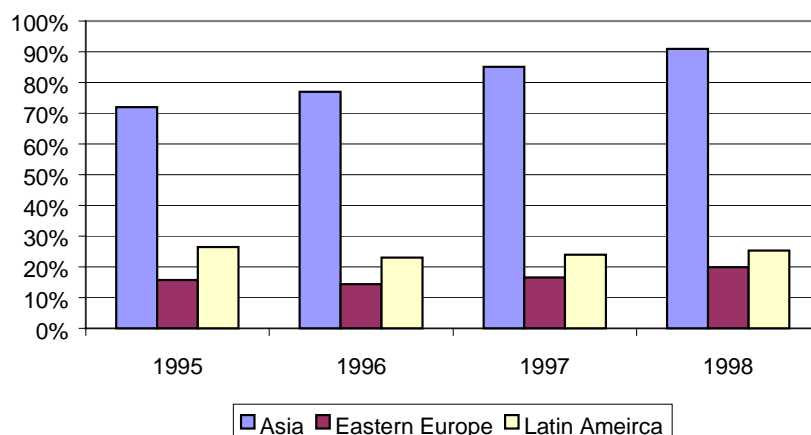
4.2.2. Evaluation du rôle des systèmes bancaires dans le financement du secteur privé

Nous analyserons le ratio entre le crédit intérieur⁹⁸ accordé au secteur privé non financier et le PIB. Cet indicateur isole les activités de crédit tournées vers le secteur privé (où les capacités d'évaluation et de surveillance d'un intermédiaire financier jouent un rôle plus important), par opposition aux crédits consentis aux gouvernements et au secteur public.

Le graphique 4.3 confirme que les pays asiatiques ont de loin le niveau d'intermédiation bancaire le plus élevé (81,2 % en moyenne sur la période 1995-1998, comparé à 16,7 % en Europe de l'Est et 24,7 % en Amérique latine). Dans la plupart des pays d'Amérique latine et d'Europe de l'Est, les banques tendent à investir dans des emprunts d'État plutôt que dans des prêts au secteur privé⁹⁹; en revanche, les besoins de financement public sont souvent limités en Asie. En ce qui concerne l'Europe de l'Est, des retards dans le processus de transition peuvent avoir influencé la taille du système bancaire. Les banques de cette région rechignent en effet à s'engager dans les activités de crédit en raison de la faible solvabilité des clients et de leurs insuffisances en matière de capacité d'analyse de leurs clients, et parce qu'elles préfèrent développer des activités plus rentables. Le rôle majeur joué par les banques dans le financement du secteur privé en Asie signifie qu'elles sont extrêmement vulnérables face à une crise économique et que le secteur privé est lui-même exposé à une crise bancaire.

En Europe de l'Est, le niveau moyen du ratio crédit intérieur/PIB pâtit des mauvais résultats de la Russie (niveau moyen de 9,4 %¹⁰⁰, mais avec une pondération supérieure à 50 % pour la région). La meilleure performance régionale est enregistrée par la République tchèque (valeur moyenne de 61 %). En Amérique latine, c'est le Chili qui réalise le score le plus élevé (58 % en moyenne). En Asie, tous les pays, à l'exception de l'Inde, enregistrent un haut niveau de crédit au secteur privé, Hong Kong affichant une valeur supérieure à 160 %. Il est intéressant de noter que la Chine avoisine les 100 %.

Graphique 4.3 – Crédit intérieur au secteur privé/PIB



⁹⁸ Par les banques de dépôt et les autorités monétaires.

⁹⁹ Avec un effet pervers sur l'accès au crédit pour le secteur privé.

¹⁰⁰ En Russie, les banques ont largement investi dans les effets publics (GKO).

4.2.3. Secteur bancaire: vecteur de transmission de la crise?

Le tableau 4.1. récapitule les résultats: il présente les pays ayant un niveau de développement financier élevé (valeur moyenne de M2/PIB sur la période 1995-1997 supérieure à 60 %) et un pourcentage important de crédit intérieur consenti au secteur privé (supérieur à 60 %). Comme indiqué précédemment, ces pays révèlent une fragilité potentielle de la relation entre secteur bancaire et économie réelle.

Il est extrêmement intéressant de noter qu'en dehors de l'Asie, seule la République tchèque et, dans une moindre mesure, la Slovaquie, connaissent un niveau élevé d'intermédiation et sont donc fragilisées. En Asie, ce problème se présente dans la plupart des pays analysés. Par conséquent, il est possible que les graves retombées de la récente crise aient résulté, du moins en partie, du rôle majeur joué par les banques dans ces économies.

Tableau 4.1.: Développement financier et intermédiation - fragilité potentielle

Pays	M2/PIB (>60 %)	Crédit intérieur/PIB (>60 %)
	Moyenne 95-98	Moyenne 95-98
Chine	116,35 %	98,37 %
Hong Kong	179,01 %	165,07 %
Corée	48,84 %	68,49 %
Malaisie	95,60 %	98,94 %
Singapour	92,56 %	99,57 %
Taiwan	186,41 %	n.d.
Thaïlande	87,94 %	107,81 %
République tchèque	73,45 %	61,03 %
Slovaquie	68,40 %	34,67 %

4.3. Systèmes bancaires et règles de sécurité

Dans un deuxième temps, nous analysons les principales caractéristiques des systèmes bancaires, et plus particulièrement les éléments liés aux règles prudentielles. Nous identifions les secteurs les plus vulnérables, dans lesquels des mesures correctives peuvent être mises en œuvre pour aider les pays à se relever de la crise et prévenir toute nouvelle instabilité. Nous nous pencherons en particulier sur la capitalisation, la qualité des actifs et la liquidité afin de comprendre comment se créent des situations de tension et déterminer s'il convient de mettre en œuvre des réglementations et une surveillance plus strictes. Nous analyserons également la rentabilité qui, sans être directement liée à une réglementation prudentielle, est un indicateur important des performances du système bancaire. Nous développerons cette analyse à partir des données sectorielles agrégées fournies par l'IBCA (voir l'annexe 4.1.).

Dans la mesure où certaines données ne sont pas disponibles, nous nous concentrerons sur les substituts des principales variables de réglementation. Des comparaisons entre plusieurs périodes et différents pays permettent néanmoins de dresser un tableau des principaux problèmes. L'analyse descriptive s'attachera aux grandes évolutions qui ont marqué la période 1995 – 1998; cependant, pour les situations de tension, nous limiterons notre étude à la récente crise économique, à savoir 1997 – 1998.

4.3.1. Capitalisation

L'absence de réglementation en matière d'adéquation des fonds propres, au moins selon la norme de Bâle (8 %), peut ne pas inciter à prévoir une capitalisation suffisante et, par là même, accroître la vulnérabilité d'une banque face à des chocs négatifs. Cependant, le ratio d'adéquation des fonds propres communiqué peut être surévalué en cas de défaut de provisions et d'absence de règles de classification, puisque la norme de Bâle fait référence à des actifs pondérés en fonction des risques.

L'évaluation des fonds propres vise à comprendre si le capital d'une banque suffit à absorber les pertes potentielles sur ses portefeuilles de prêts et de titres, ainsi que sur ses activités hors bilan. Il est important de noter que, si un faible niveau de capitalisation peut empêcher une banque de remplir ses principales obligations, des niveaux extrêmement élevés – bien au-delà des exigences légales – révèlent parfois un manque d'efficacité ou une exposition au risque. En fait, un haut niveau de provisions implique le détournement de ressources des activités de crédit. Cela réduit la rentabilité de la banque.

Les principaux pays émergents ont quasiment tous adopté des normes minimales sur l'adéquation des fonds propres, qui répondent aux exigences préconisées par l'accord de Bâle; dans un certain nombre de pays, les ratios excèdent la norme de base¹⁰¹ (tableau 4.2.). Il est intéressant de noter que, suite aux récentes turbulences financières, les exigences de fonds propres ont été portées à des niveaux très élevés en Asie. Pourtant, des normes comptables insuffisantes peuvent masquer des situations potentiellement instables (voir le chapitre 6.3). Un autre problème, qui a fait récemment l'objet de débats, concerne l'éventuelle inadaptation des normes en vigueur pour les pays en voie de développement.

Tableau 4.2.: Ratios prudentiels

	Fonds propres (% des actifs pondérés en fonction des risques)	Fonds propres minimum	Coefficient de liquidité	Coefficient de réserves obligatoires
Chine	8	1 milliard CNY	25	8
Inde	9 (en mars 2000)	1 milliard de roupies indiennes	25	10
Hong Kong	10-12	150 millions HKD	25	0
Indonésie	12 (fin 2001)	3000 milliards de rupiahs indonésiennes.		3-5
Corée	8	100 milliards de wons (national) 25 milliards (régional)	30	3
Malaisie	10 (fin 1999)	20 millions de ringgits	15	4
Philippines	10	2-5 milliards de pesos	7	7-10
Singapour	12	1,5 milliard de dollars de Singapour	18	3
Thaïlande	8,5		6	0
Argentine	11,5	5-15 millions de US\$	20	
Brésil	11	9,3 millions de réals	Aucun	75 (à vue) 20 (terme)

¹⁰¹ Cela peut être justifié par le fait que le niveau de risque et la volatilité sont supérieurs dans les économies en voie de développement.

	Fonds propres (% des actifs pondérés en fonction des risques)	Fonds propres minimum	Coefficient de liquidité	Coefficient de réserves obligatoires
Chili	8	25 millions de US\$	100 % des dépôts à vue au-dessus de 2,5 fois le capital. 10 % sur les dépôts en devises	9 (à vue) 3,6 (terme)
Colombie	9	24 millions de US\$		2,5 (moyen terme)
Mexique	8	13 millions de US\$	10 % des dépôts alloués au fonds de réserve jusqu'à capital égal	0
Pérou	9 (fin 1999)	16,9 millions de nouveaux sols	8 (domestique) 20 (devise)	7 (monnaie locale) 38 (devise)
Venezuela	8	1,2-3 milliards de bolivars	Aucun	19
République tchèque	8	500 millions de couronnes		5
Hongrie	8	2 milliards de forints		12
Pologne	8	5 millions d'euros		
Russie	8	5 millions d'euros		

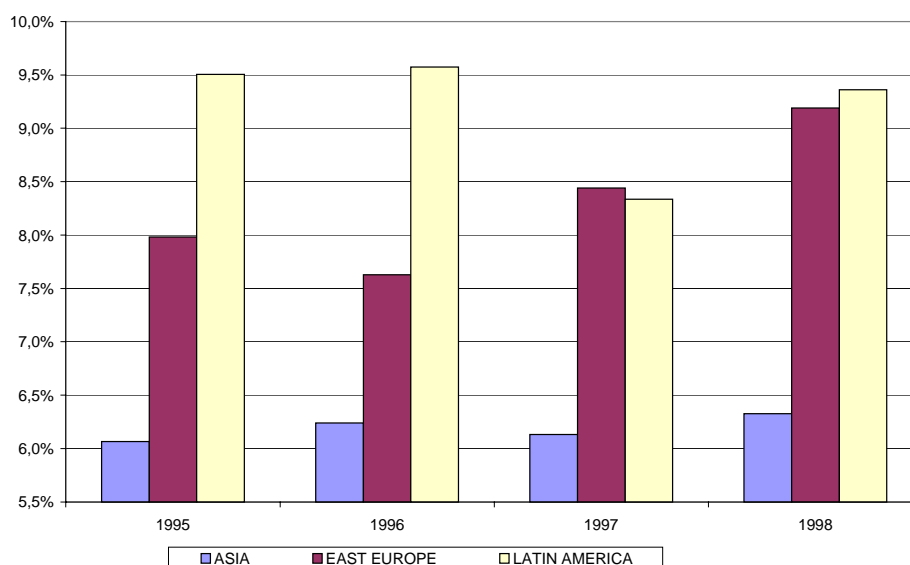
Source: Hawkins and Turner (1999), p. 86

Certaines données n'étant pas disponibles, le ratio entre les fonds propres et le total des actifs a été considéré comme un indicateur de capitalisation bancaire, sans aucune évaluation des risques liés aux actifs. Le graphique 4.4 montre le niveau faible, bien qu'en augmentation, de la capitalisation des systèmes bancaires asiatiques, comparé à ceux d'Amérique latine et d'Europe de l'Est. L'Indonésie présente une situation de risque particulière, puisque le ratio entre fonds propres et total des actifs est négatif, à -51,4 % en 1998, suite aux nombreuses faillites bancaires. Onze des vingt-quatre banques prises en compte dans l'agrégat de 1998 font état d'un ratio négatif, conséquence de l'épuisement de toutes les réserves et des capitaux en circulation, associé à un résultat d'exercice négatif.

Les pays d'Europe de l'Est se caractérisent par une tendance accrue à la capitalisation bancaire, qui découle d'un resserrement des règles prudentielles liées au processus de transition. Le niveau de capitalisation extrêmement élevé des banques roumaines (19 % en 1998) témoigne néanmoins de leur manque d'efficacité et du risque attaché à leurs activités, et non de leur solidité ou de leur stabilité. Il convient de noter que les réglementations nationales exigent de la plupart des banques d'Europe de l'Est (celles situées en Bulgarie et dans les trois États baltes) qu'elles maintiennent un ratio de fonds propres plus strict que celui énoncé par les normes de Bâle, ceci en raison du risque accru présenté par leur environnement d'activité.

La diminution du niveau de l'agrégat des fonds propres sur total des actifs en 1997 en Amérique latine découle du comportement des systèmes bancaires argentin et colombien (caractérisés l'un comme l'autre par une très forte capitalisation). En 1997, le système bancaire mexicain a également enregistré une forte réduction de la capitalisation, du fait du processus de restructuration qui a suivi la crise de 1994.

Graphique 4.4. – Capitalisation du système bancaire: fonds propres sur total des actifs, en Asie, en Amérique latine et en Europe de l'Est



4.3.2. Qualité des actifs

Une qualité médiocre des actifs peut éroder la capitalisation bancaire et augmenter la vulnérabilité aux chocs externes. Plusieurs facteurs permettent de l'identifier: un marasme économique particulièrement sévère, des politiques de crédit décidées dans l'urgence, l'intervention gouvernementale dans l'attribution des crédits et un cadre juridique inadapté.

La comparaison de la qualité des actifs dans une perspective internationale fait ressortir un sérieux problème d'homogénéité dans la définition de la créance douteuse. La définition des pertes sur prêts varie d'un pays à l'autre, notamment en l'absence d'une politique de bonne pratique internationale (voir le chapitre 3.1.). Dans une telle situation, les pays qui ne se conforment pas aux réglementations internationales sont plutôt susceptibles de reconnaître de faibles pertes sur prêts même si leur système bancaire est fragile. Ce point est important en termes de stabilité générale du système financier, car il peut masquer des situations potentiellement instables au niveau d'un pays. Le tableau 4.3. montre la classification des prêts non productifs dans plusieurs pays en voie de développement et en transition.

Tableau 4.3.: Classification des prêts non productifs

	Inférieur aux normes	Douteux	Perte
Chine	<i>Arriéré</i>		
Inde	7 M	25 M (19 M à compter de mars 2001)	Perte identifiée mais non déduite; aucune couverture; fraude
Hong Kong	3 M	Recouvrement total improbable	
Indonésie	3 M	6 M	9 M
Corée	3 M	Probablement en perte	
Malaisie	6 M	9 M	12 M
Philippines	3 M ou en contentieux		
Singapour	3 M ou emprunteur en situation financière délicate	Paiement total mis en doute	Dettes irrécouvrables
Thaïlande	3 M	6 M	12 M
Argentine	3 M	6 M	12 M
Brésil	2 M	6 M	12 M
Chili	1 M (hypothèque). 2 M (grand public)	7 M (hypothèque). 4 M (grand public)	5 M (grand public)
Colombie	4 M (logement). 1 M (autre)	6 M (logement). 4 M (commercial). 3 M (autre)	12 M (logement et commercial). 6 M (autre)
Mexique	6 M (hypothèque). 3 M (autre)		
Pérou	3 M (hypothèque). 1 M (grand public). 2 M (commercial)	4 M (hypothèque). 3 M (grand public). 4 M (commercial)	12 M (hypothèque). 4 M (grand public). 12 M (commercial)
Venezuela	«arriéré» = 1 M		
République tchèque	3 M	6 M	12 M
Hongrie	Norme internationale	Norme internationale	Norme internationale
Pologne	1 M ou emprunteur en situation financière délicate	3 M	6 M; emprunteur en faillite

Source: Hawkins and Turner (1999), p. 25

Nous utilisons le ratio entre les réserves pour pertes sur prêts et les crédits bruts comme mesure de la qualité des actifs. La relation attendue avec la stabilité du secteur bancaire est positive car les banques dont le portefeuille de prêts est de qualité médiocre couvrent leurs risques en augmentant les contributions au fonds de réserve pour pertes sur prêts. Il s'agit toutefois d'une mesure indirecte de la qualité des actifs, puisque la plupart des bilans fournis par l'IBCA ne comportent pas d'informations exhaustives sur les pertes sur prêts et que les données ne sont donc pas fiables.

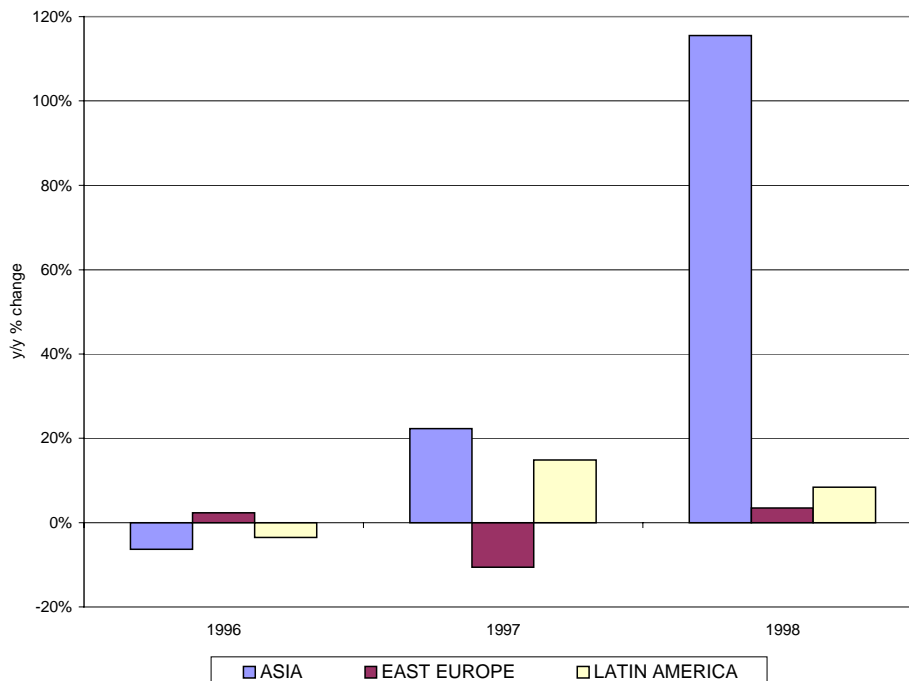
Les réserves pour pertes sur prêts dépendent des règles prudentielles internes à chaque banque et de la législation nationale relative aux exigences de provisions énoncées par les règlements sur la classification des crédits. Si elles divergent sur de nombreux points, les législations nationales exigent le plus souvent un faible montant pour les crédits productifs, 20 % pour les crédits inférieurs aux normes, 50 % pour les crédits douteux et 100 % pour les pertes. Il est clair que les différences majeures entre les définitions des trois catégories de crédits peuvent être à l'origine de variations non négligeables dans le niveau de provision requis.

L'évolution du ratio entre les réserves pour pertes sur prêts et le total des crédits dans les trois régions depuis 1995 fait immédiatement ressortir la croissance rapide qui caractérise tous les systèmes bancaires asiatiques suite:

- à la détérioration des portefeuilles de prêts (les données officielles font état d'un ratio entre les pertes sur prêts et le total des crédits égal à 10 % en moyenne pour les pays asiatiques, avec un pic à 45 % en Indonésie et en Thaïlande en 1998);
- au niveau extrêmement bas des réserves au début de la crise (1,66 % en 1997), dû essentiellement à une couverture de risque insuffisante et non à la haute qualité des crédits en circulation.

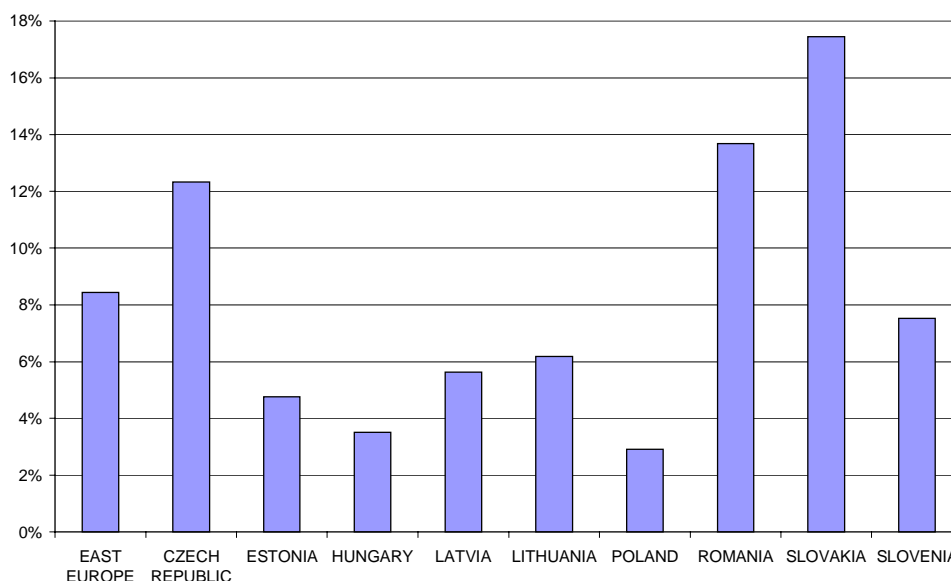
Les pays les plus sérieusement touchés par la crise enregistrent une croissance supérieure du coefficient de réserves pour pertes sur prêts: celui-ci est passé de 3,1 % à 43,7 % entre 1997 et 1998 en Indonésie, de 2,8 % à 10,7 % entre 1996 et 1998 en Thaïlande, de 2,9 % à 5,9 % en Malaisie et de 1,4 % à 5,6 % en Corée. Même le système bancaire de Singapour a connu une forte hausse des réserves pour pertes sur prêts en 1997 en raison de l'augmentation des risques de crédit et d'un très faible niveau de réserves en 1996 (le coefficient de réserves pour pertes sur prêts était de 0,08 %).

Graphique 4.5. – Qualité des actifs: taux de croissance du ratio entre les réserves pour pertes sur prêts et les crédits bruts en Asie, en Amérique latine et en Europe de l'Est



En Europe de l'Est, la qualité des actifs est beaucoup plus stable. Le niveau des réserves par rapport aux crédits bruts a toujours été supérieur à celui de l'Asie en raison d'une tradition de prêt à risques et de réglementations prudentielles plus strictes. La Pologne et la Hongrie sont les deux pays affichant le coefficient de réserves pour pertes sur prêts le plus faible, alors qu'un risque considérable est attaché aux activités de crédit en République tchèque, en Slovaquie et en Roumanie. On a enregistré une hausse considérable du taux de réserve en Roumanie (croissance de 144 % en 1996), de même qu'en Estonie (+124 % en 1998), qui démontre l'augmentation des risques d'instabilité.

Graphique 4.6. – Qualité des actifs en Europe de l’Est en 1998: réserves pour pertes sur prêts par rapport aux crédits bruts



En Amérique latine, tous les pays analysés ont enregistré une hausse du coefficient de réserves pour pertes sur prêts, qui découle d’une détérioration de la qualité du crédit. Forts taux de croissance au Brésil (41,6 %) en 1997 et en Colombie (60,5 %), au Pérou (45,3 %) et au Venezuela (68 %) en 1998¹⁰². Une situation atypique prévaut dans le système bancaire argentin, qui a connu une baisse de ses réserves pendant la période 1995-1998 en raison du ratio élevé entre prêts non productifs et crédits bruts (24,8 % en 1998 pour toutes les banques considérées). Cette diminution doit être perçue comme une conséquence de la correction des pertes plutôt que comme une amélioration de la qualité du crédit.

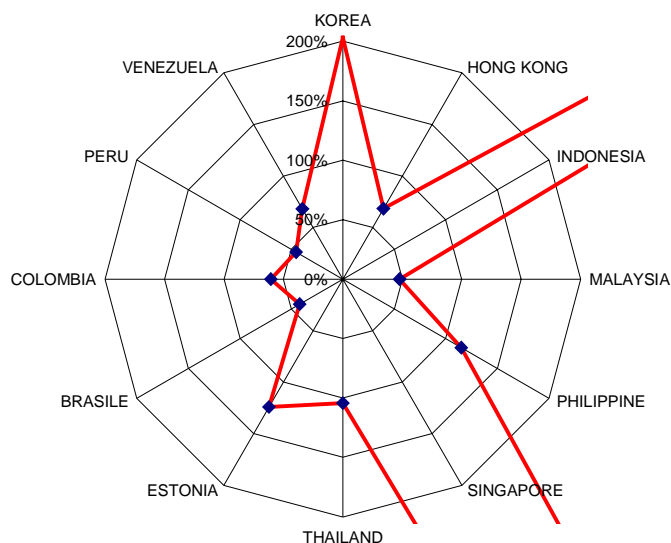
Le graphique 4.7. présente tous les pays ayant connu une forte augmentation de leur coefficient de réserves pour pertes sur prêts en 1997 et en 1998. Nous avons retenu le taux de croissance maximum sur les deux ans pour chaque secteur bancaire, et tous les pays affichant des valeurs supérieures à 40 %¹⁰³ sur l’une des deux années ont été pris en compte. Le système bancaire indonésien se distingue par la croissance extrêmement rapide de son coefficient de réserves, passé de 3,1 % en 1997 à 43,7 % en 1998, en réaction aux créances douteuses issues de la crise économique et financière. D’autres pays d’Asie ont connu des augmentations importantes du coefficient de réserves, notamment la Corée, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et Hong Kong.

En Europe de l’Est, seul le système bancaire estonien a enregistré des hausses sensibles de ce coefficient en 1998. Cependant, comme il a déjà été dit, cette région a toujours affiché un niveau de réserves plus important, qui rend compte des risques attachés aux environnements d’activité des banques. L’Amérique latine a connu des taux de croissance importants des réserves: le Brésil en 1997 et la Colombie, le Venezuela et le Pérou en 1998.

¹⁰² Le niveau moyen du coefficient de réserves pour pertes sur prêts en Amérique latine était de 7,2 % en 1995 et de 8,7 % en 1998.

¹⁰³ Cette valeur est arbitraire et doit être mise en balance avec le niveau absolu du coefficient de réserves pour pertes sur prêts. Cependant, de même que plusieurs causes peuvent expliquer une augmentation des réserves, y compris une modification des règles prudentielles, nous considérons qu’une hausse de 40 % par an est le signal d’un risque accru sur la qualité des actifs.

Graphique 4.7. – Situation de tension due à la qualité des actifs – taux de croissance annuel maximal du coefficient de réserves pour pertes sur prêts, période 1997 – 1998



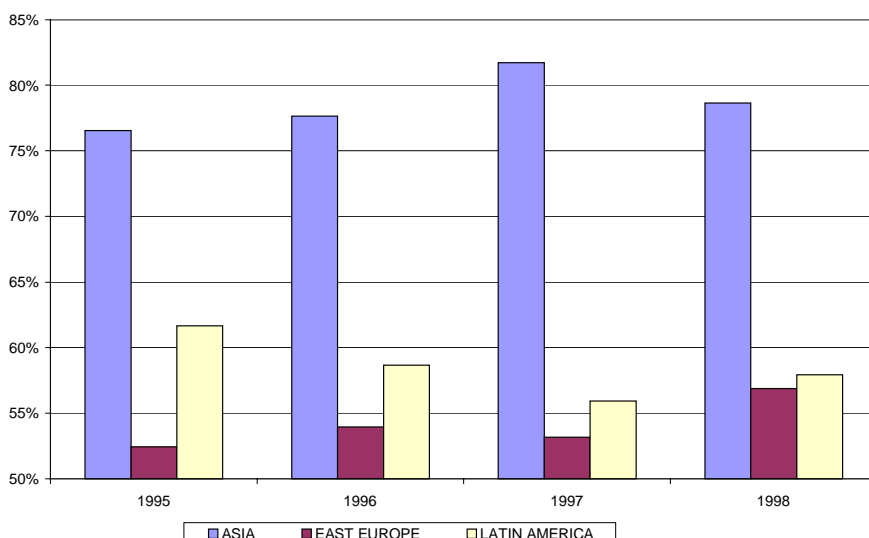
4.3.3. Liquidité

La liquidité du système bancaire renvoie à la capacité d'une banque à s'autofinancer dans une situation de tension; la liquidité est un critère particulièrement pertinent dans les économies en développement et de transition, caractérisées par un environnement d'activité très volatile et par l'absence de bases financières solides pour de nombreuses banques.

Le ratio entre le crédit net et les financements des clients et à court terme sert d'indicateur de liquidité. Un ratio élevé peut révéler dans quelle mesure les banques ont recours à des sources de financement non traditionnelles. Il peut suggérer un risque à l'échéance plus important en cas de détérioration des conditions économiques, et les banques enregistrent une baisse du niveau de liquidité en réponse à des chocs.

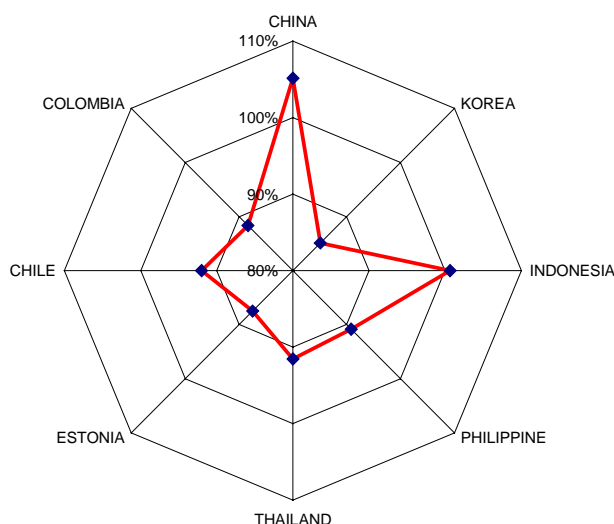
Le graphique 4.8. montre le faible niveau de liquidité qui caractérise les systèmes bancaires asiatiques, comparé notamment aux niveaux élevés en Amérique latine et en Europe de l'Est.

Graphique 4.8. – Liquidité du système bancaire: crédits nets par rapport aux financements des clients et à court terme en Asie, Amérique latine et Europe de l’Est



L’analyse par pays pour la période 1997-1998 (graphique 4.9.) montre que le faible niveau de liquidité doit être considéré comme un problème pour les systèmes bancaires de Chine, de Thaïlande, des Philippines, d’Indonésie et de Corée. En Amérique latine, des problèmes de liquidité existent en Colombie et au Chili, alors que seule l’Estonie est concernée en Europe de l’Est.

Graphique 4.9. – Situation de tension due à la liquidité: crédits nets max. par rapport aux financements des clients et à court terme sur la période 1997 – 1998



4.3.4. Risques de change et réglementations

L’exposition au risque de change constitue une source importante d’instabilité pour les systèmes bancaires. Comme le montre la crise récente des pays d’Asie, les banques internationales des pays développés n’ont jamais rechigné à prêter aux banques des pays en voie de développement. Le problème du décalage entre les dettes à court terme en devises (les emprunts extérieurs sont généralement à brève échéance) et les actifs à long terme en monnaie nationale peut devenir extrêmement aigu en cas de fluctuations importantes et

imprévisibles des taux de change. Il ne faut pas non plus oublier que les gros emprunts en devises du secteur privé constituent un facteur de risque. En cas de forte dévaluation, les clients peuvent avoir des difficultés à rembourser leurs emprunts, cette situation pouvant créer un effet de contagion dans le système bancaire, même en l'absence de passifs libellés en devises.

L'exposition au risque de change est en principe régulée par des limites exprimées en part de fonds propres (tableau 4.4.). Certains pays disposent d'une réglementation très détaillée qui, si elle s'accompagne d'une surveillance efficace, peut limiter les risques. Cependant, rares sont ceux qui réglementent les emprunts en devises des clients, ce qui peut entraîner des bouleversements importants.

Le graphique 4.13. montre les tendances de l'emprunt bancaire international dans les trois régions concernées¹⁰⁴. L'augmentation importante des flux vers l'Asie avant la crise a fragilisé ces pays. Cette situation à haut risque n'a été révélée que par la dévaluation de la monnaie en 1997 et la très forte baisse des flux des crédits internationaux qui en a résulté (- 21 % en 1998 et - 4 % au cours du premier semestre 1999).

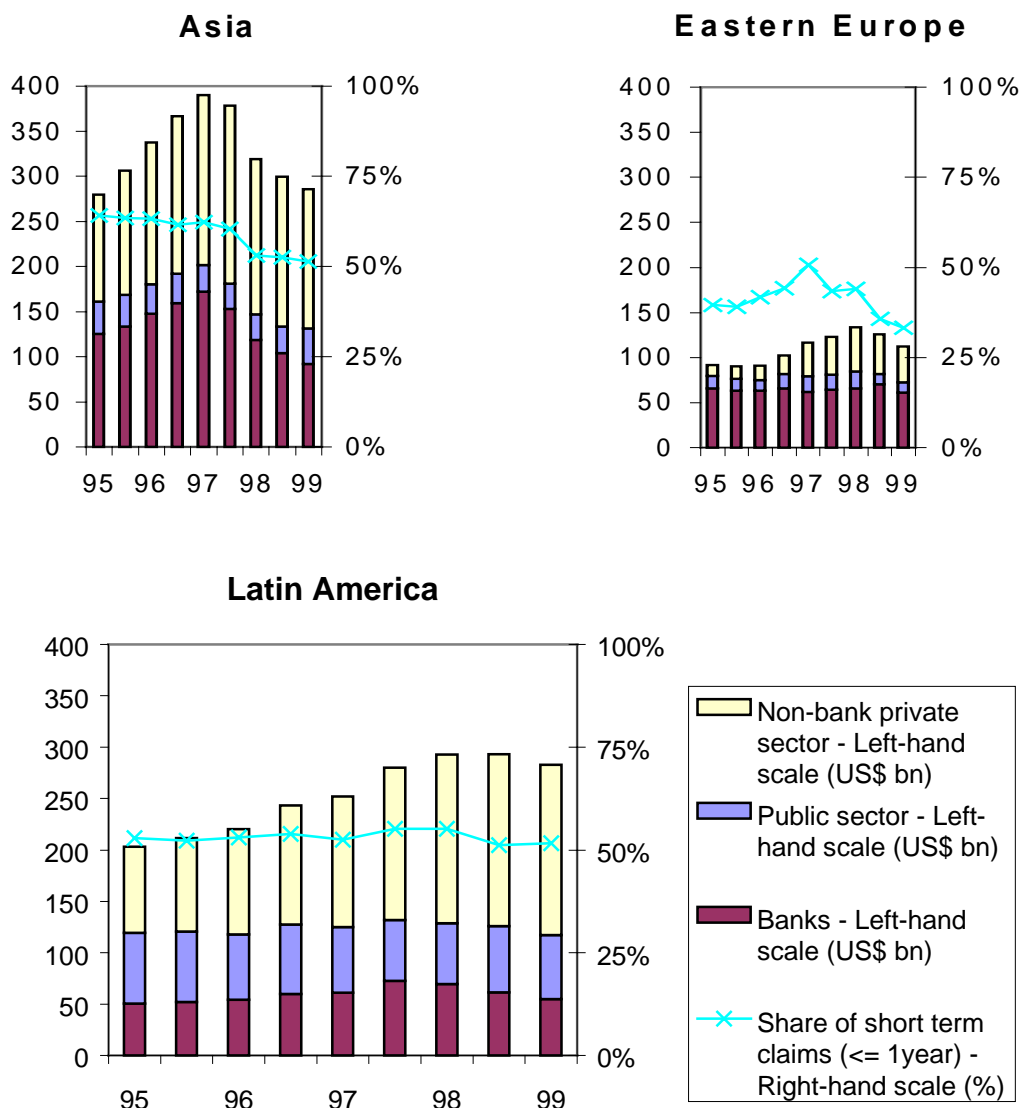
¹⁰⁴ Nous analysons une dynamique régionale, mais il existe souvent de fortes disparités entre les pays.

Tableau 4.4. – Règles prudentielles relatives au risque de change

Inde	<i>Les limites d'OP de la banque doivent être approuvées</i>
Hong Kong	<i>OP au jour le jour (sauf positions HKD/USD) des banques locales fixée à $\leq 5\%$ des fonds propres (15 % pour les institutions expérimentées)</i>
Indonésie	<i>OP nette maximale fixée à 20 % des fonds propres</i>
Corée	<i>15 % des fonds propres (surachat ou survente)</i>
Malaisie	<i>Chaque banque a ses propres limites d'OP nette</i>
Philippines	<i>Position courte maximale à 20 % des fonds propres temporairement suspendue; position longue maximale à 5 %</i>
Singapour	<i>Aucune limite formelle; les banques doivent définir, contrôler et communiquer leurs propres limites</i>
Thaïlande	<i>Position de surachat maximale à 15 % des fonds propres; position de survente maximale à 15 %</i>
Argentine	<i>Aucune directive formelle; exigences de fonds propres selon la position de change</i>
Brésil	<i>Limites sur les positions achat et vente. La nouvelle politique établira un lien entre l'exposition au risque de change et les exigences de fonds propres</i>
Chili	<i>Somme pondérée absolue de la position de change nette $< 20\%$ des fonds propres, avec pondérations reflétant la volatilité de la monnaie et les caractéristiques du pays d'émission</i>
Colombie	<i>OP entre -5% et 20 % des fonds propres</i>
Mexique	<i>Limite égale à 1,83 fois le «noyau de fonds propres»</i>
Pérou	<i>Passifs nets à $\leq 2,5\%$ des fonds propres; actifs nets à $\leq 100\%$</i>
Venezuela	<i>OP maximale à 15 % des fonds propres</i>
République tchèque	<i>OP en devise $\leq 15\%$ des fonds propres; OP en monnaie non convertible $\leq 2\%$ des fonds propres; OP globale $\leq 20\%$ des fonds propres</i>
Hongrie	<i>Somme absolue des OP $\leq 30\%$ des fonds propres</i>
Pologne	<i>Limite de 15 % des fonds propres pour toute devise; limite de 30 % pour position nette globale; limite de 40 % pour somme absolue des OP</i>
Russie	<i>OP maximale à 30 % des fonds propres</i>
OP = position ouverte	

Source: Hawkins and Turner (1999), p. 92.

**Graphique 4.10. – Crédit bancaire international¹⁰⁵
en Asie, Europe de l'est et Amérique latine**



Les banques d'Europe de l'Est détiennent la part la plus importante (60,1 % en moyenne pendant la période considérée¹⁰⁶) pour ce qui est de l'exposition du système bancaire au crédit international. En Asie, le système bancaire est le grand bénéficiaire des crédits internationaux (40,4 % en moyenne). Étant donné que les banques asiatiques détenaient surtout des portefeuilles de prêts en monnaie locale et que leur dette en devises était essentiellement à court terme (plus de 60 %), comme le montre le graphique 4.10, leurs positions étaient assez fragiles et reposaient sur une hypothèse de stabilité du taux de change. Lors de la dévaluation des monnaies, le système bancaire a été sévèrement touché. En outre, la forte exposition du secteur privé non bancaire aux crédits étrangers et l'impact négatif de la dévaluation ont également affecté indirectement la santé financière des banques. La crise a entraîné une réduction de la part du système bancaire dans l'ensemble des crédits émis par

¹⁰⁵ Mesuré sur la base des créances internationales de la BRI dans chaque pays (stocks de fin d'exercice).

¹⁰⁶ De 1995 à mi-1999.

les banques effectuant des règlements internationaux (notamment en raison de la tendance générale du secteur public à racheter la dette étrangère) et une évolution vers des échéances à long terme.

En Amérique latine, le système bancaire est moins exposé au crédit international, avec une moyenne de 23,6 % sur la période analysée, et la composition des échéances est légèrement meilleure que celle de l'Asie, avec une valeur constante d'environ 50 % (voir également le chapitre 1.3.3.).

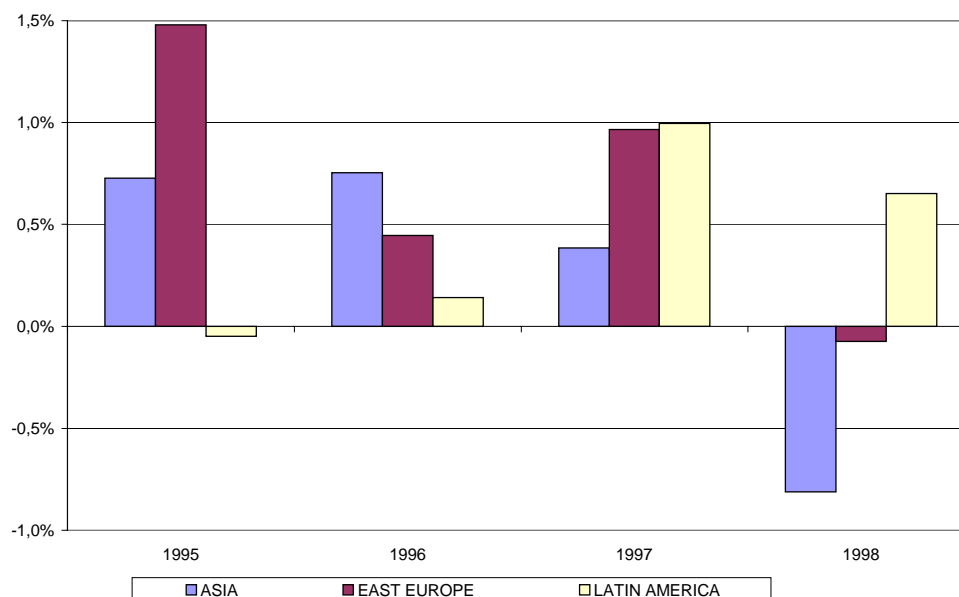
4.3.5. Rentabilité

La solvabilité et la viabilité des banques dépendent également de leur rentabilité. Les banques rentables peuvent constituer les provisions nécessaires pour faire face aux situations défavorables, augmenter leurs fonds propres et instaurer une relation de confiance avec les investisseurs en versant des dividendes attrayants; en revanche, celles qui accusent des pertes réduisent leurs fonds propres. Le rendement de l'actif moyen (ROA¹⁰⁷) est considéré comme un indicateur de rentabilité. Un faible ratio (en particulier une valeur négative) ou une tendance à la baisse peut signaler des failles dans la solidité d'un système financier.

Le graphique 4.11. montre l'évolution de la rentabilité des systèmes bancaires en Asie, Amérique latine et Europe de l'Est depuis 1995. La tendance à la baisse de l'agrégat ROA en Asie et le résultat négatif enregistré en 1998 reflètent l'émergence des problèmes de solvabilité des banques indonésiennes, thaïlandaises et coréennes (toutes affichaient des ROA négatifs en 1998).

¹⁰⁷ Dans le cas des pays en voie de développement ou en transition, il est préférable de prendre en compte le ROA plutôt que le ROE (retour sur fonds propres), et ceci pour deux raisons:

- le volant des fonds propres d'une banque est affecté par les risques attachés à son environnement d'activité via le montant de ses réserves; les banques opérant dans des environnements à plus haut risque peuvent présenter des niveaux de fonds propres supérieurs et, par conséquent, un ROE plus faible, toutes choses étant égales par ailleurs;
- un ROE positif peut résulter de rendements négatifs correspondant à des valeurs de capitaux négatives. Dans ce cas, des systèmes bancaires très instables peuvent être classés comme rentables; l'analyse du ROA permet d'éviter toute erreur de ce type.

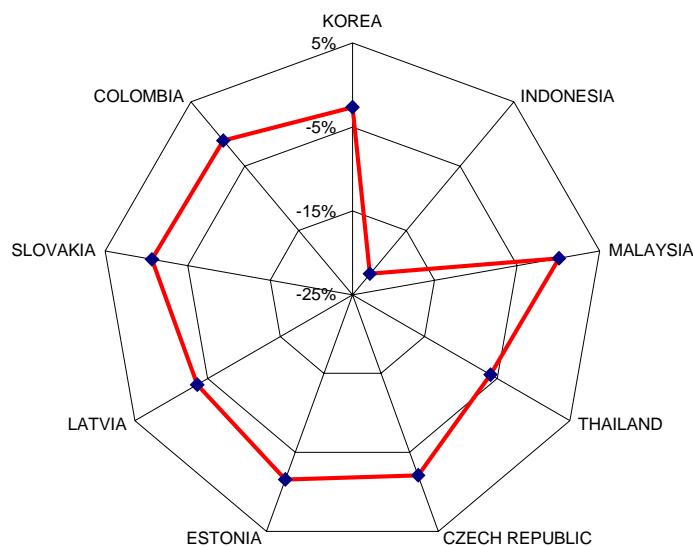
Graphique 4.11. – Rentabilité du système bancaire: ROA – rendement de l'actif moyen

En Europe de l'Est, la rentabilité négative de 1998 est imputable aux mauvais résultats des systèmes bancaires de République tchèque, de Lituanie, d'Estonie et de Slovaquie, dus aux retards pris dans le processus de transition. Les répercussions de la crise russe semblent avoir été limitées aux pays baltes. En Lituanie, le manque de règlements prudentiels adaptés, les liens économiques étroits avec la Russie et l'exposition des banques aux obligations russes (GKO), ont entraîné la faillite de deux banques l'année passée.

En Amérique latine, seul le système bancaire colombien a accusé une rentabilité négative sur la période analysée, suite à l'augmentation des pertes sur prêts qui a provoqué une réduction de la marge bénéficiaire en intérêt.

Comme indiqué précédemment, une faible rentabilité et de fortes tendances à la baisse révèlent des problèmes de santé financière. Pour cette raison, nous définissons les systèmes bancaires caractérisés par un ROA faible ou négatif et/ou une baisse de rentabilité (mesurée par un taux de croissance annuel inférieur à -90 %) comme des systèmes qui connaissent des situations de tension. Par ailleurs, il s'est avéré que tous les secteurs bancaires affichant une rentabilité négative sur la période observée enregistraient aussi un taux de croissance très négatif de l'indicateur ROA. Nous avons par conséquent décidé de représenter les conditions de tension en fonction du niveau de rentabilité plutôt que selon une dynamique de rentabilité.

**Graphique 4.12. – Situations de tension liées à la rentabilité:
ROA négatif sur la période 1997-1998 (valeur min)**



4.4. Aspects criminels et illégaux

Dans cette section, nous souhaitons souligner le rôle potentiel joué par les causes d'instabilité financière «non-traditionnelles». Une analyse de l'origine des récentes crises financières qui ont touché les pays émergents donne à penser que les activités criminelles et illégales (criminalité organisée, corruption, évasion fiscale), de même que les revenus qu'elles permettent d'injecter dans l'économie, avaient assez de poids pour influencer ou précipiter l'évolution de la crise. L'infiltration de capitaux d'origine illégale ou criminelle dans les systèmes financiers s'est probablement aggravée au cours de ces dernières années.

Pour comprendre le rôle des mouvements de capitaux illégaux, il faut prendre en compte deux aspects:

- les distorsions dans le comportement normal et régulier du marché financier;
- la crédibilité des intermédiaires et des institutions impliquées.

Différentes sources officielles montrent que le secteur bancaire a traditionnellement été, et demeure, le principal canal de blanchiment des fonds illégaux. C'est pourquoi ce problème est au cœur des préoccupations des organismes de réglementation dans de nombreux pays.

Il est de plus en plus rare que les organisations criminelles puissent réaliser une opération de blanchiment via des établissements bancaires sans que l'opérateur financier ou commercial prenne conscience de l'origine illicite de l'argent. L'implication des banques sous-entend de plus en plus souvent une complicité plus ou moins explicite, et la tendance qui se dessine semble montrer du doigt des institutions corrompues ou sous influence.

D'après les experts, le contrôle des banques par des groupes criminels ou des éléments étroitement liés à la criminalité est particulièrement inquiétant. Il semblerait, par exemple, que de nombreuses banques sur les 2 000 que compte la Russie sont contrôlées par la «mafia». Avant que la banque centrale ne décide récemment de relever ses exigences en matière de fonds propres, l'achat d'une banque revenait moins cher que celui d'une voiture de luxe. La mafia a aussi tenté de prendre des participations importantes dans de petites banques ou des banques de province afin d'y installer ses représentants à des fins de blanchiment.

D'aucuns pensent que certaines banques d'Europe de l'Est sont influencées ou contrôlées par des organisations criminelles. En dehors du contrôle par la mafia, rares sont de toutes façons les banques en Europe de l'Est qui font véritablement une distinction entre capitaux licites et illicites.

Cette situation se rencontre non seulement en Russie, mais aussi dans des établissements financiers situés dans des pays où les gouvernements ne disposent ni des mécanismes juridiques ni des pouvoirs requis pour traiter le problème du blanchiment d'argent sale; des établissements qui ne coopèrent pas aux recherches pour identifier le réel propriétaire des fonds en raison des lois sur le secret d'entreprise ou le secret bancaire.

Les bureaux de représentation constituent apparemment un autre bon moyen de blanchir de l'argent. Ces bureaux représentent une banque étrangère qui ne possède pas de succursale dans un pays spécifique. N'ayant pas le statut de banque, ils ne sont pas autorisés à exercer des activités bancaires à proprement parler, tel que disposer d'un fichier de créanciers (titulaires de comptes). En revanche, ils peuvent transférer des sommes d'argent via la banque correspondante vers l'institution mère. Les bureaux de représentation ne tiennent pas de comptabilité, si bien que les recherches ne peuvent jamais aboutir, et qu'aucun suivi des transactions n'est possible. En fournissant un récépissé, la banque mère permet au déposant de recouvrer son argent à l'étranger. Les bureaux de représentation peuvent alors s'insérer dans une chaîne de blanchiment et il s'est récemment avéré que certains bureaux situés en Turquie et au Maroc étaient impliqués dans de telles pratiques criminelles.

Face au renforcement de la législation visant à empêcher les établissements bancaires de commettre ces actes illégaux, il est intéressant de noter que les gestionnaires de fonds s'orientent de plus en plus vers l'acquisition ou le contrôle d'établissements financiers non bancaires. Affranchis bien souvent des exigences de publicité auxquelles sont soumises les banques, ils peuvent constituer des vecteurs efficaces pour les agissements criminels et permettre de se soustraire à de nombreuses exigences en matière de change et d'information.

Il va de soi que les nouveaux blanchisseurs d'argent sale, à l'instar des anciens, utilisent de plus en plus les mêmes instruments financiers que ceux employés au quotidien par les entreprises commerciales légitimes. Ils privilégient certains instruments pour leur aspect pratique ou parce qu'ils facilitent la dissimulation de l'origine des fonds représentés.

Pour évaluer la vulnérabilité des pays aux mouvements de capitaux illégaux, nous pouvons utiliser le modèle dit du «multiplicateur du blanchiment d'argent». Selon une perspective analytique qualitative, il apparaît que le blanchiment représente un multiplicateur du pouvoir économique – et par conséquent politique – des organisations criminelles. Cette situation est rendue possible dans la mesure où le blanchiment remplit une fonction économique spécifique, à savoir transformer le pouvoir d'achat potentiel des fonds provenant de sources illicites en un pouvoir d'achat réel, dont bénéficient les détenteurs de l'argent blanchi.

Voici le raisonnement qui explique les effets multiplicateurs du blanchiment, eu égard à la puissance économique du sujet en cause: à partir du crime ou délit initial et des actes illégaux qui génèrent des revenus «sales», le processus de blanchiment permet – à un certain coût – de réinvestir ces fonds dans des secteurs légaux et illégaux de l'économie. La part qui passe dans le secteur illégal produira d'autres revenus sales à blanchir; c'est le début du cycle du blanchiment d'argent, dont chaque étape – à condition qu'aucun obstacle ne vienne entraver le processus – contribue à accroître la puissance économique et financière des criminels.

Le blanchiment d'argent peut être un dangereux facteur de pollution au moins sur trois plans:

- il accentue la *pollution financière* puisqu'il nécessite l'intervention d'intermédiaires bancaires et financiers plus ou moins informés;
- il augmente le taux de *pollution réelle* en amplifiant les revenus et les actifs financiers illégaux puisqu'il permet aux criminels de réinvestir ces capitaux;
- il renforce le pouvoir économique des organisations criminelles et accroît inévitablement leur influence sur la vie politique et sociale d'un pays, avec en contrepartie une aggravation de la *pollution sociale*.

Toutes choses étant égales par ailleurs, les effets de la pollution tendent à augmenter la probabilité d'instabilité financière.

Il n'existe pour l'heure aucune estimation cohérente des risques d'instabilité dus à des facteurs criminels ou illégaux. Sur le plan des décisions politiques, il sera en revanche crucial à l'avenir d'encourager les études internationales spécifiques sur ce sujet sensible, dans la mesure où la multiplication des intermédiaires financiers internationaux, alimentée par le processus de mondialisation, va permettre aux criminels d'étendre leurs activités.

Une meilleure compréhension des relations entre instabilité financière et facteurs illégaux permettra d'envisager l'élaboration d'une législation anti-blanchiment d'argent tenant compte de la pénurie des ressources, de la limitation des capacités techniques et des effets indésirables sur les environnements juridiques.

De ce point de vue, il est important de développer un modèle du «multiplicateur du blanchiment d'argent» de manière exhaustive afin de disposer d'un cadre théorique permettant de sélectionner les instruments financiers, les marchés et les institutions à contrôler et à confier aux missions anti-blanchiment.

En fait, les mesures politiques ne doivent pas nécessairement s'appliquer aux dispositifs financiers les plus couramment utilisés, mais plutôt à ceux qui sont les plus dangereux. Le fait de concentrer les efforts et les ressources répressifs sur les principaux instruments, établissements et marchés financiers qui contribuent au développement des systèmes criminels devrait produire trois effets bénéfiques:

- a) réduire le coût imposé par la législation à une large partie du système financier (celle qui est la plus utilisée par les citoyens ordinaires);
- b) concentrer les efforts sur des cibles bien définies et délimitées, encourager les économies d'échelle et comprendre les effets cumulatifs dans les activités d'application de la loi;
- c) réduire les possibilités offertes aux criminels de passer d'un dispositif contrôlé à un dispositif non contrôlé. Seuls devraient échapper au contrôle les dispositifs financiers les moins appropriés sur le plan économique (en termes d'expansion des activités criminelles).

4.5. Conclusions

Le présent chapitre a analysé la relation existant entre les questions prudentielles et la stabilité du secteur bancaire dans plusieurs pays en voie de développement et en transition, pendant une période de bouleversement général du système financier mondial. La pertinence de ce lien s'est avérée un facteur clé de la stabilité, en particulier lors de la dernière crise. Il est clair aujourd'hui que leurs déficiences internes ont rendu ces pays incapables de réagir à des pressions externes, transformant les systèmes bancaires en voies de transmission et d'amplification de la crise.

Notre analyse a mis au jour plusieurs facteurs d'instabilité liés aux règles prudentielles. En particulier, dans le cas des banques asiatiques, un faible niveau de fonds propres et de liquidité, ainsi qu'une exposition importante au risque de crédit en devises, ont compté parmi les causes de la crise. Par ailleurs, les caractéristiques intrinsèques des banques d'Amérique latine et d'Europe de l'Est expliquent leur capacité de résistance lors de l'extension de la crise. Nous avons aussi examiné le rôle des facteurs criminels et illégaux, qui apparaissent comme des causes d'instabilité financière non négligeables.

D'une façon générale, nous avons relevé des faiblesses imputables à une insuffisance de règles prudentielles, auxquelles il faut remédier pour augmenter la stabilité des systèmes financiers nationaux et internationaux. Les différences majeures de réglementation et de définition entre les pays ont des conséquences importantes non seulement en termes d'efficacité des règles prudentielles, mais aussi d'évaluation comparative de la situation de ces pays. L'établissement de normes internationales – mais aussi dans d'autres secteurs, tels que la comptabilité – s'avère donc indispensable pour améliorer la prise de décision des investisseurs internationaux (voir le chapitre 3.1.). Il convient de souligner qu'un bon environnement de réglementation n'a aucune utilité en l'absence d'autorités de surveillance efficaces et d'instruments permettant d'imposer des sanctions.

Un aspect important est lié à la structure du système financier, puisque nous avons vu qu'une dépendance excessive à l'égard du système bancaire pouvait avoir des conséquences dommageables sur l'économie en cas de crise du secteur bancaire. Il faut donc développer un système financier plus équilibré et plus diversifié, tant en termes de marchés des capitaux que d'établissements financiers non bancaires (leasing, sociétés d'affacturage et de capital-risque, banques d'affaires, fonds de pension, compagnies d'assurance, fonds mutuels).

Il est important de prendre en considération les risques attachés à la libéralisation et à la déréglementation financières. Une augmentation de la concurrence diminue la valeur de franchise des établissements financiers et augmente l'incitation à prendre des risques. Nous souhaitons là encore souligner qu'une politique de libéralisation doit impérativement s'accompagner d'une réglementation et d'une surveillance efficaces.

Enfin, nous voulons mettre en avant le rôle des facteurs non traditionnels (criminels et illégaux) comme possibles vecteurs d'instabilité. Nous relevons qu'il n'existe aucune estimation appropriée des risques d'instabilité causés par les facteurs illégaux et criminels. Pour ce qui est des recommandations en matière de politique, nous suggérons la réalisation d'études internationales spécifiques sur ce sujet. Une meilleure compréhension des relations entre instabilité financière et facteurs illégaux fournira des indicateurs permettant d'envisager une législation anti-blanchiment d'argent prenant en compte la pénurie des ressources, la limitation des capacités techniques et les effets indésirables sur les environnements juridiques. De plus, il est important de développer plus complètement le modèle du multiplicateur du blanchiment d'argent afin de disposer d'un cadre théorique permettant de sélectionner les instruments financiers, les marchés et les établissements à contrôler, et à charger de la lutte contre le blanchiment d'argent. La réalisation de ces objectifs est impérative car la mondialisation a entraîné une augmentation des intermédiaires financiers, offrant aux criminels un moyen d'étendre leurs activités illégales dans le futur.

Références

- BARTH, J. R., CAPRIO, G. & LEVINE, R. (1999), *Financial regulation and performance*, Milken Institute
- DAVIS, P. (1999), “Financial data needs for macroprudential surveillance – what are the key indicators of risks to domestic financial stability?”, *Handbooks in Central Banking*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Lecture Series n° 2.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. & DETRAGIACHE, E. (1997), *The determinants of banking crisis: evidence from developed and developing countries*, Banque mondiale, Working Paper n° 1828
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. & DETRAGIACHE, E. (1998), *Financial liberalisation and financial fragility*, Banque mondiale, Working Paper n° 1917
- GOLDSTEIN, M. & TURNER, P. (1996), *Banking crisis in emerging economies: origins and policy options*, BRI, Economic Papers, N° 46, octobre
- HAWKINS, J. & TURNER, P. (1999), *Bank restructuring in practice: an overview*, in “Bank restructuring in practice”, BRI, Policy Papers n. 6
- HONOHAN, P. (1997), *Banking system failures in developing and transition countries: diagnosis and prediction*, BRI, Economic Papers, n° 39, janvier
- LEVINE, R. (1997), “Financial development and economic growth: views and agenda”, *Journal of Economic literature*, Vol. XXXV
- LINDGREN, C.J., GARCIA, G. & SAAL, M. (1996), *Bank soundness and macroeconomic policy*, FMI
- ROSSI, M. (1999), *Financial fragility and economic performance in developing economies: do capital controls, prudential regulation and supervision matter?*, FMI, Working Paper, WP/99/66
- THE BANKER, différents numéros, édition du Financial Times

Chapitre 5

Instruments de politique interne disponibles

5.1. Introduction

L'explosion du volume des transactions financières, la complexité accrue des instruments financiers modernes et le coût réel des crises financières ont porté la *stabilité financière* en tête des préoccupations des responsables politiques. La multiplication des transactions financières et l'intégration des marchés des capitaux ont augmenté l'interdépendance des établissements financiers et mis en évidence le problème du risque inhérent au système. Si les flux de capitaux internationaux améliorent d'une façon générale la répartition efficace de l'épargne et des investissements, ils peuvent aussi battre en brèche les politiques économiques nationales et déstabiliser les systèmes financiers.

Les raisons de faire de la santé du système financier un problème de politique générale se ramènent à deux postulats.

Premièrement, le système financier livré à lui-même est sujet à des poussées d'instabilité.

Deuxièmement, cette instabilité peut provoquer des réactions en chaîne considérables (externalités)¹⁰⁸, dont l'ampleur suffit probablement à justifier que la stabilité et son maintien deviennent des objectifs de politique générale.

Il est néanmoins difficile de déterminer la façon dont les autorités publiques peuvent favoriser la stabilité. Globalement, elles doivent parvenir à un équilibre entre le besoin de stabilité financière et le désir de mettre en place un système financier novateur et efficace.

Ce chapitre porte sur la conception de politiques permettant de garantir la sûreté, la stabilité et l'efficacité du système financier, et sur les réponses à apporter aux crises financières. Il met l'accent sur le rôle des instruments de politique interne, les points liés à la dimension internationale de la stabilité financière et à la nécessité de réformer la structure financière internationale étant traités dans le chapitre 6. Le présent chapitre s'articule comme suit: la section 5.2 examine la réglementation financière prudentielle et les filets de sécurité

¹⁰⁸D'une façon moins succincte, l'effondrement d'une société financière impose des coûts directs aux actionnaires qui perdent leur investissement, aux salariés qui perdent leur travail, et aux déposants et créanciers ordinaires, qui risquent de perdre leurs créances. Les coûts directs ou privés de l'instabilité financière des sociétés et des marchés financiers ne diffèrent donc pas, du point de vue qualitatif, de ceux des autres secteurs de l'économie. En outre, si une pression s'exerce toujours pour compenser les pertes privées, il est généralement admis que le seul jeu de la discipline du marché sert mieux l'intérêt public – sauf en cas de preuve manifeste d'un mauvais fonctionnement du marché. Les raisons pour lesquelles les difficultés d'une société financière peuvent susciter des préoccupations de politique générale peuvent être liées à plusieurs facteurs (interdépendants): (1) les pertes des déposants et autres créanciers peuvent être aggravées en raison de la vulnérabilité particulière des établissements financiers aux «paniques»; (2) le risque important de diffusion des pertes à d'autres établissements financiers par «contagion» ou exposition directe; (3) l'éventualité de dépenses budgétaires découlant du besoin perçu de protéger les déposants ou de renflouer des établissements en difficultés; (4) l'éventualité d'une augmentation des conséquences macroéconomiques de l'instabilité du secteur financier; et (5) une perte de confiance de l'intermédiation financière peuvent entraîner une «répression» financière, qui se traduira par des niveaux d'épargne insuffisants et une mauvaise répartition des investissements. Les deux premiers points concernent l'éventualité d'une «tendance à l'instabilité» du système financier; les trois derniers ont trait aux coûts externes imputables à cette instabilité.

financière en tant qu'instruments de base destinés à favoriser la stabilité financière. Après un bref aperçu du cadre théorique de la stabilité financière, le point 5.2.2 décrit le fonctionnement du modèle américain et le point 5.2.3 examine la possibilité de l'appliquer à la zone euro, en soulignant les particularités de la stabilité financière européenne. Enfin, le point 5.2.4. analyse la réglementation prudentielle et les «filets de sécurité» dans les pays en voie de développement. La section 5.3. traite du rôle des banques étrangères en tant qu'instrument destiné à améliorer le fonctionnement et la stabilité du système financier, et la section 5.4. analyse le choix du régime de taux de change – un instrument de politique qui a joué un rôle majeur lors des récentes crises asiatiques.

5.2. Politiques de maintien de la stabilité financière: réglementation et filets de sécurité

5.2.1. Cadre institutionnel de la stabilité financière: ce que la théorie nous enseigne

La réponse standard à apporter pour prévenir toute instabilité financière dans le contexte des pays industrialisés passe par un cadre institutionnel composé de deux piliers:

- la réglementation financière prudentielle, et
- les filets de sécurité financière.

Les *mesures réglementaires prudentielles et de contrôle* englobent en principe les actions officielles (législation, réglementations, politiques et procédures entérinées officiellement) qui:

- (1) favorisent la santé financière des établissements en obligeant à une gestion adéquate du risque, en encourageant une conduite interne efficace et en stimulant la discipline du marché;
- (2) protègent les investisseurs contre des pratiques frauduleuses et trompeuses, en garantissant l'exercice des responsabilités fiduciaires par des agents spécialisés.

D'une façon plus spécifique, une réglementation prudentielle doit être envisagée pour:

- (1) renforcer les incitations privées afin que les banques (et autres acteurs des marchés financiers) reconnaissent les risques pris; et
- (2) permettre aux autorités de surveiller les éventuelles menaces pesant sur la stabilité systémique afin de pouvoir prendre des mesures correctives, le cas échéant.

En termes de portée et de contenu, les mesures et procédures prudentielles connaissent actuellement une importante évolution dans le monde entier, qui reflète entre autres la mise à jour des techniques d'identification, de mesure et de gestion du risque financier, ainsi que le besoin toujours croissant d'harmonisation des formes de contrôle au niveau international.

Ces dernières années, la réglementation financière visant à promouvoir la stabilité systémique se présentait principalement sous la forme de *l'adéquation des fonds propres basée sur le risque* (voir aussi chapitre 3.2.). Libéralisation et déréglementation ont intensifié la concurrence qui, à son tour, a réduit la rentabilité des banques et diminué les valeurs de franchise. Il s'ensuit que la réglementation destinée à limiter la concurrence et à soutenir la rentabilité des établissements financiers ne constitue plus un moyen pratique ou acceptable de garantir la stabilité systémique. Plutôt que de limiter les activités des banques, les organismes de contrôle ont cherché à leur garantir une capitalisation adéquate¹⁰⁹ contre les

¹⁰⁹ Deux raisons sont généralement avancées pour expliquer que les banques méritent un traitement spécial dans le maintien de la stabilité financière. La première est liée au fait que les engagements bancaires sont

risques encourus. Cette philosophie sous-tend une série de documents publiés par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire: les superviseurs ont réparti les actifs en plusieurs classes de risque et spécifié le montant de fonds propres minimum pour se prémunir contre chaque classe de risque. Si une telle approche offre plusieurs avantages, certains aspects ayant trait à sa mise en œuvre présentent des inconvénients, qui sont de plus en plus visibles.

Du fait de ces imperfections, une plus grande attention est aujourd'hui accordée à une mise en œuvre de la réglementation qui vise à mieux exploiter les incitations du marché pour soutenir la stabilité. En d'autres termes, la réglementation doit autant que possible chercher à renforcer les tendances autorégulatrices du marché. Cela signifie qu'elle doit être moins normative et mieux accepter les contrôles internes des acteurs du marché (voir aussi le chapitre 3.2), soutenus par des mécanismes qui encouragent davantage à un comportement prudent. Sur tout marché, l'auto-réglementation est une force importante. Les plus fortes incitations à la prudence et à l'intégrité viennent de ceux qui ont le plus à perdre en cas de non-respect des règles prudentielles. Des moyens sont envisagés depuis peu pour renforcer les incitations, en direction des différents établissements, pour qu'ils gèrent leurs propres affaires avec prudence, d'une part, et de leurs contreparties pour qu'elles exercent une discipline appropriée, d'autre part: en jargon financier, on parle de «*réglementation financière compatible avec des incitations*».

Le débat semble s'orienter vers une distinction entre la *mesure* du risque, qui est réalisée de façon optimale par les acteurs les plus proches du portefeuille et disposant des outils adaptés, et la *capitalisation* du risque, pour laquelle les décisions soulèvent des problèmes de politique générale. En garantissant la stabilité du système financier, les autorités offrent essentiellement une assurance contre le risque de catastrophe aux établissements financiers; il est donc légitime qu'elles limitent le recours potentiel à une telle assurance par des exigences en matière de fonds propres minimums.

Il est même possible d'aller plus loin et de prendre également des décisions en matière de fonds propres applicables au secteur privé. Cette philosophie est à la base de l'approche de «*pré-engagement*» (voir aussi chapitre 3). L'établissement choisirait lui-même le montant des fonds propres destinés à couvrir la valeur en risque (VAR) de son portefeuille. Si les pertes excèdent la probabilité calculée, alors l'établissement est soumis à une sorte de pénalité.

remboursables au pair sur demande, tandis que les actifs ne sont pas liquides en comparaison. Cela les rend plus sujets aux paniques (en cas d'événement qui ébranle la confiance), qui entraînent un manque de liquidité, voire une insolvabilité. La seconde tient au fait que les banques continuent d'être responsables du fonctionnement du système de paiement. En d'autres termes, les difficultés d'un établissement se transmettent de façon semi-automatique au reste du système financier, avec le risque, dans le pire des cas, de se répercuter sur les systèmes de paiement. Ces deux raisons sont toujours valables, mais peut-être moins que par le passé. Les banques restent à part, dans le sens où l'instabilité du système bancaire présente une plus grande capacité à générer une contagion systémique que les difficultés rencontrées dans une autre partie du secteur financier. Cela dit, les distinctions s'estompent car les problèmes d'un établissement clé non bancaire génèrent un effet de contagion de plus en plus important.

À plusieurs égards, la taille est désormais plus importante que le statut d'un établissement pour déterminer son importance systémique. Les organismes de contrôle refusent souvent la doctrine du «*trop-grand-pour-faire-faillite*». Cela peut se comprendre dans la mesure où les explications flirteraient avec l'aléa moral. Pourtant, il est juste réaliste de reconnaître que certains établissements (bancaires ou non bancaires) détiennent un rôle si central dans le système financier que leur faillite constituerait une crise systémique. Leurs obligations envers des contreparties sont si importantes que tout manquement à leurs engagements entraînerait aussi une contagion importante.

L'idée d'une utilisation des forces d'autodiscipline est aussi sous-entendue dans les propositions du Groupe des Trente visant à développer des normes sectorielles de gestion du risque, des contrôles de fonctionnement en interne et la publication d'informations financières (voir aussi le chapitre 3.1). En permettant au secteur de proposer des moyens plus efficaces pour réduire le risque, on diminue le danger de voir des sociétés «arrondir les angles» pour échapper à une réglementation officielle pesante. Pourtant, à l'exception possible de la Nouvelle-Zélande, où des circonstances particulières s'appliquent, aucun pays n'a adopté la position selon laquelle les forces du marché peuvent être considérées comme seul garant de la stabilité des établissements financiers¹¹⁰.

Les filets de sécurité sont généralement constitués par un ensemble d'organismes, de lois et de procédures qui renforcent l'aptitude du système financier à résister aux paniques bancaires et autres perturbations systémiques. Si le meilleur filet de sécurité est celui qui se fait oublier des acteurs du marché, c'est le dosage des composantes (garantie des dépôts, instruments du prêteur de dernier ressort, exigences de fonds propres, surveillance et règles en matière d'information et de recapitalisation) qui détermine la conception d'un bon dispositif. Ce dosage doit garantir un contrôle précis du montant du risque supporté par le gouvernement. Si la réglementation prudentielle n'implique pas obligatoirement la création d'un filet de sécurité explicite, la réglementation du système financier par l'État amène souvent ce dernier à intervenir en temps de crise, même si le gouvernement n'a aucun rôle formel à jouer.

La garantie des dépôts est une forme de filet de sécurité dans lequel les déposants, avec ou sans limite de montant, sont assurés contre les pertes dues à une faillite bancaire. En règle générale, un système de garantie des dépôts est géré par un organisme public qui prélève une prime périodique sur les assurés (banques membres); ces ressources alimentent un fonds utilisé en cas de faillite pour rembourser les déposants. L'aspect le plus délicat d'un plan de garantie des dépôts (comme pour tout contrat d'assurance) concerne probablement le système de prime: bien que la plupart des plans établissent des appels de fonds proportionnels à la taille (c'est-à-dire que le montant de la prime varie selon la taille de l'établissement), une approche plus prometteuse ajuste la prime au profil de risque de l'assuré.

La garantie des dépôts n'est pas le seul moyen dont disposent les gouvernements pour protéger les déposants. Ils sont souvent prêts à soutenir les banques nationales en cas de panique, et ce même en absence de garantie des dépôts. Ce soutien peut prendre la forme d'un prêt consenti par la banque centrale aux établissements en difficulté: c'est le *rôle de*

¹¹⁰ Mais si la solution du seul jeu du marché ne rencontre guère d'écho au plan officiel, elle bénéficie en revanche d'un soutien important dans les cercles universitaires.

En bref, l'argument en faveur de cette solution est le suivant: lorsque tous les acteurs, notamment les déposants, les contreparties, les gestionnaires et les actionnaires d'établissements financiers, réalisent qu'ils sont «livrés à eux-mêmes», ils se montrent beaucoup plus prudents et les établissements financiers sont poussés à adopter un comportement plus sain et moins risqué. Un établissement a donc moins de risque de faire faillite, et le risque de contagion systémique devient quasi-inexistant. L'aléa moral impliqué par une intervention officielle est supprimé, ce qui a des répercussions favorables sur l'efficacité de l'allocation des ressources.

Les arguments contre la solution du marché se situent à plusieurs niveaux. Le principal fait valoir que certains événements se produisent très rarement, ne sont donc pas prévisibles, mais peuvent déstabiliser le système financier si rien n'est fait. D'une façon plus prosaïque, comme l'ont souligné Goodhart et d'autres, les pressions politiques sont telles qu'il est difficile pour des autorités élues de refuser leur assistance aux établissements dont les déposants ont un poids électoral non négligeable. Étant donné que la plupart des acteurs du marché en sont conscients, toute annonce ex ante d'un gouvernement de ne pas soutenir le système financier ne peut apparaître comme crédible. Impossible alors d'éviter l'aléa moral. Par conséquent, si l'idée de s'en remettre aux seules forces du marché semble attrayante, la plupart des observateurs acceptent qu'elle est insuffisante pour garantir la stabilité en toutes circonstances.

prêteur de dernier ressort de la banque centrale. Dans d'autres cas, c'est le gouvernement qui fournit directement ces fonds ou qui reprend les établissements en difficulté, en garantissant le recouvrement de la totalité des dépôts.

Si un filet de sécurité gouvernemental peut s'avérer efficace pour protéger les déposants et éviter les paniques bancaires, il s'agit pourtant d'une arme à double tranchant. Son principal inconvénient tient à l'aléa moral, dans la mesure où les déposants ne s'attendent pas à supporter des pertes en cas de faillite bancaire. Ces derniers sont moins enclins à imposer aux banques la discipline du marché, en retirant leurs dépôts s'ils suspectent qu'une banque prend des risques trop importants. Par conséquent, les banques qui bénéficient d'un filet de sécurité sont incitées à prendre des risques plus importants.

Un moyen de résoudre ce problème consiste à facturer une prime de garantie des dépôts ajustée sur le risque (dans tous les cas, l'existence d'un filet de sécurité gouvernemental incite moins les banques à disposer de portefeuilles diversifiés, même lorsque les organismes de régulation tentent d'imposer une prime de garantie des dépôts ajustée sur le risque). L'efficacité d'un tel filet de sécurité institutionnel dépend de sa capacité à encourager des niveaux de fonds propres adéquats dans les banques et les sociétés, à élaborer des mécanismes efficaces de surveillance et de contrôle et à imposer des sanctions appropriées (fermeture de banque ou changement de direction) en cas de recours au filet de sécurité. Ces dispositifs sont là aussi pour renforcer et non pour supplanter les mécanismes de capitaux privés, de surveillance et de fermeture d'établissement.

La politique de fermeture constitue le point faible de tout filet de sécurité gouvernemental explicite ou implicite visant à protéger le système financier. Face à l'incapacité de fermer des banques en faillite, les détenteurs des fonds propres de la banque recourent au rollover des pertes sur prêts et autres pratiques de prêt à risque; ils attirent ainsi les dépôts d'autres institutions et poussent le reste du système financier à consentir des prêts à risque. Il suffit de quelques banques fonctionnant sur ce modèle pendant une période de prospérité économique pour affaiblir la capacité du système dans son ensemble à supporter des chocs importants.

Les raisons pour lesquelles la politique de fermeture constitue un tel casse-tête dans la réglementation bancaire sont d'ordre technique et politique. D'un point de vue technique, la liquidation bancaire est généralement une solution de dernier ressort pour éviter la perte de la valeur d'exploitation actuelle de la banque. Entre les deux pôles que sont la période de grâce et la liquidation, un large éventail de possibilités est offert, y compris la recapitalisation volontaire par les propriétaires de la banque, l'acquisition au moyen des espèces d'un autre établissement, l'administration temporaire par une agence de type gouvernemental et le prélèvement forcé sur les dépôts¹¹¹.

D'un point de vue politique, laisser une banque faire faillite provoque non seulement la colère des prêteurs sans garantie, mais va aussi à l'encontre des intérêts des responsables politiques, qui s'appuient sur les propriétaires des banques. Les problèmes auxquels sont confrontés les concepteurs des filets de sécurité découlent du fait qu'ils doivent élaborer des accords *ex ante* qui permettent difficilement de revenir *ex post* sur la position «pas de renflouement». Étant donné que la faillite imminente d'une grande banque peut désorganiser le système de paiement, les différentes options d'intervention doivent être clairement définies, en détail et par avance, afin de faciliter le processus de résolution sans recourir à un sauvetage politique des propriétaires de la banque.

¹¹¹ Aux problèmes techniques que pose une fermeture bancaire viennent s'ajouter d'autres problèmes liés aux difficultés à contrôler la valeur nette réelle des banques.

5.2.2. Cadre institutionnel de stabilité financière concret et cohérent: le modèle américain

Si l'instabilité financière représente un problème très sérieux pour les pays des marchés émergents, qui en subissent les conséquences d'une façon disproportionnée, elle n'épargne pas les pays industrialisés. Suite à la crise de S&Ls (Savings and Loans) – qui a coûté fort cher au contribuable américain – les États-Unis ont adopté la Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) en 1991, afin de mettre en œuvre un nouveau modèle de réglementation financière destiné à créer des incitations ad hoc pour toutes les parties concernées. Ce cadre réglementaire a non seulement bien fonctionné aux États-Unis, mais il a été récemment adopté sous une forme similaire par le Japon et le Canada. Il semble qu'il représente désormais la formule dominante en matière de réglementation financière des pays industrialisés.

Les principaux éléments du plan américain susmentionné sont les suivants:

- des exigences de fonds propres bancaires basées sur le risque (voir aussi le chapitre 3);
- un système de garantie des dépôts bancaires dont les primes sont proportionnelles au risque;
- une répartition claire des responsabilités entre les différentes agences de contrôle, notamment la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) et la Fed, pour la gestion des deux principales composantes du filet de sécurité financière que sont la garantie des dépôts et les instruments de prêts de dernier ressort; et
- l'introduction d'une réglementation claire en matière de fermeture bancaire.

S'agissant de la mise à disposition d'instruments de prêts de dernier ressort par la banque centrale, la FDICIA limite l'adoption *de facto* du traitement «trop-grand-pour-faire-faillite» par la Réserve fédérale par le biais de son escompte officiel. Autoriser une banque à emprunter au taux d'escompte officiel permet le retrait des dépôts non garantis avant la décision de liquidation de la banque, en fournissant la liquidité nécessaire pour couvrir les retraits. La FDICIA limite ces prêts à 60 jours sur toute période de 120 jours pour les banques sous-capitalisées, sauf si la Réserve fédérale ou sa principale autorité de surveillance certifie que la banque est viable.

Pour les banques affichant une sous-capitalisation critique, la Réserve fédérale doit demander un remboursement au plus tard après cinq jours. En cas de dépassement du délai, la Fed répond d'une partie du surcoût vis-à-vis de la FDIC, et le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale doit notifier au Congrès tout paiement à la FDIC aux termes de cette disposition. Dans le cadre de la FDICIA, l'escompte officiel de la Réserve fédérale garde une autorité légale solide pour les prêts aux banques en difficulté, mais tout manquement à ce volet de la loi expose la Fed à une forte pression politique a posteriori.

Dans le cas d'une politique de fermeture, un engagement ferme est crédible est pris, selon lequel

- les banques peuvent être fermées par l'autorité compétente;
- elles peuvent être fermées avant de devenir insolubles si elles ne respectent pas les obligations spéciales (augmentation des coefficients de fonds propres, vente de créances douteuses avec une décote, restructuration ou arrêt de certains pans de leur activité, etc.);
- l'autorité impose ses règles si les indicateurs prudentiels signalent une situation de risque grandissant et/ou une détérioration inquiétante de leur rentabilité.

Cette procédure de surveillance financière, appelée PCA (*Prompt and Corrective Action* – action corrective rapide), limite le pouvoir discrétionnaire des organismes de contrôle et vise à les empêcher de s'abstenir de rappeler à l'ordre ou de fermer des banques proches de l'insolvabilité. Le principal indicateur est le coefficient de capitaux/actifs de la banque; des mesures correctives sont imposées dès qu'il passe en dessous d'un certain seuil (voir le tableau 5.1.).

La PCA représente probablement l'élément le plus novateur du modèle américain. Depuis son introduction aux États-Unis en 1991, elle est apparue comme une approche prometteuse et intéressante pour le Japon et le Canada, qui ont mis en place des procédures de contrôle similaires au milieu des années 90.

5.2.3. Stabilité systémique de la zone euro

La présente section examine si le cadre de surveillance financière complexe mais apparemment cohérent en vigueur aux États-Unis est applicable à l'Union européenne. S'il semble que l'UE tirerait profit de l'application du modèle américain, plusieurs sujets sensibles doivent d'abord être débattus entre les décideurs européens. Ils concernent les principales composantes de l'approche de surveillance financière susmentionnée (surveillance financière prudentielle et filets de sécurité financière), ainsi que la nécessité pour l'Europe de coordonner les rôles et les compétences des autorités nationales et de la BCE. Nous analyserons ces sujets afin de comprendre si des actions politiques supplémentaires sont nécessaires au niveau européen. Enfin, cette section montre que l'absence de fonction de prêteur de dernier ressort bien définie, ainsi que la séparation des compétences de contrôle financier entre les autorités nationales et centrales, affectent la stabilité systémique de la zone euro.

Tableau 5.1. – Version américaine de l'action corrective rapide (PCA)

Catégories de surveillance	Seuil de capitalisation		Obligations	Dispositions discrétionnaires
	Coefficient de capitaux ajustés sur le risque ^a	Ratio d'endettement ^b		
Bonne capitalisation (Zone 1)	$\geq 10\%$	$\geq 5\%$		
Capitalisation adéquate (Zone 2)	$\geq 8\%$	$\geq 4\%$	Aucun dépôt de courtage sauf si approbation de la FDIC	
Sous-capitalisation (Zone 3)	$< 8\%$	$< 4\%$	Aucun dépôt de courtage Suspension des dividendes et frais de gestion Exigence d'un plan de restauration des fonds propres Restriction de la croissance des actifs Approbation nécessaire pour les acquisitions, les créations de succursales et les nouvelles activités	Demande de recapitalisation Restriction des transactions interaffiliées Restriction des taux d'intérêt de dépôt Restriction de certaines autres activités Toute autre action visant à améliorer l'action corrective rapide
Sous-capitalisation importante (Zone 4)	$< 6\%$	$< 3\%$	Comme pour la Zone 3 Demande de recapitalisation Restriction des transactions interaffiliées Restriction des taux d'intérêt de dépôt Restriction du paiement des membres de la direction	Toute action discrétionnaire de la Zone 3 Mesure conservatoire ou syndicat de faillite en cas de non soumission ou de non mise en œuvre du plan ou de la recapitalisation Toute autre disposition de la Zone 5 si elle est nécessaire pour entreprendre une action corrective rapide
Sous-capitalisation critique (Zone 5)		$\leq 2\%$	Comme pour la Zone 4 Administration judiciaire/conservatoire dans les 90 jours Liquidation si la banque reste dans la Zone 5 pendant 4 trimestres Suspension des paiements sur dette subordonnée Restriction de certaines autres activités	

Source: Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale (1991)

^a Coefficient de capitaux ajustés sur le risque: capital total (fonds propres, dette subordonnée et actions

privilégiées) divisé par les actifs pondérés en risque.

^b *Ratio d'endettement: niveau 1, y compris les fonds propres, divisé par le total des actifs moyens.*

Le cadre de stabilité financière de l'UE a été défini en 1985. Dans le plan original, trois aspects étaient considérés comme cruciaux pour la stabilité du système financier européen: l'établissement d'exigences de fonds propres minimums basées sur le risque bancaire, l'établissement de plans de garantie des dépôts bancaires obligatoires dans chaque pays membre et des politiques de fermeture bancaire.

La question des exigences de fonds propres minimums a été amplement traitée dans deux directives importantes (89/299/EEC et 89/647/EEC). Néanmoins, même si ces exigences sont les mêmes au sein de l'UE, des méthodes comptables divergentes entre les pays empêchent une totale uniformité. Nous renvoyons à l'examen de ces questions (chapitre 3), mais pensons que de nouveaux efforts de coordination dans ce secteur seraient souhaitables et que l'UE devrait jouer un rôle de chef de file dans la révision des critères de Bâle.

Bien qu'une directive européenne relative à la garantie des dépôts ait été adoptée (94/19/EC), la réglementation européenne manque d'une discipline spécifique concernant plusieurs aspects clés d'un tel système de garantie. Tandis que la directive de 1994 établissait des exigences minimales communes pour les systèmes de garantie des dépôts européens, les dispositifs spécifiques à chaque pays diffèrent à plusieurs égards:

- le degré de couverture prévu (entre 20 000 euros, minimum exigé par la directive européenne, et 100 000 prévus par le système de garantie italien);
- le statut juridique du système (certains plans sont administrés par l'État, d'autres par des organismes privés);
- le type de primes appliquées (peu de pays utilisent une prime liée au risque).

Cette grande hétérogénéité est imputable en partie au manque de directives spécifiques de la part des autorités européennes et au fait que le mécanisme usuel combinant le principe du pays d'origine et le principe de reconnaissance mutuelle n'a pas abouti à une harmonisation *de facto* des systèmes de garantie des dépôts.

La directive de 1994 sur la garantie des dépôts nécessite une importante mise au point. Elle manque d'ambition pour ce qui est des procédures de financement et du plafond de la garantie (et par conséquent de l'étendue de la coassurance). Pour garantir une vraie «situation équitable», les systèmes consolidés doivent être la règle, le prix de la garantie des dépôts doit reposer sur le risque global de chaque banque, et une relation claire doit être établie entre la garantie des dépôts et les réglementations en matière de coefficient de capitaux.

Dans le secteur des politiques de fermeture, l'Union européenne ne dispose pas d'un cadre unifié. À la fin des années 80, la Commission avait élaboré des projets de directive, mais aucune n'a vu le jour. Plus récemment, elle a publié une communication adressée aux États membres rappelant la nécessité de créer un «cadre d'action»¹¹². Nous pensons qu'en termes de politique de fermeture, l'expérience américaine analysée dans la section précédente peut s'avérer très utile pour l'UE, en particulier si cette dernière adopte une procédure bien définie d'intervention précoce et de résolution des faillites bancaires.

La stabilité systémique dans la zone euro peut être sérieusement affectée par l'absence d'une

¹¹² «Financial Services: Building a Framework for Action», Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, 28 octobre 1998, disponible en ligne à l'adresse

<http://europa.eu.int/comm/dg15/en/finances/general/fsen.htm>

fonction de prêteur de dernier ressort bien définie. Dans le cadre actuel, il n'existe pas de disposition explicite à ce sujet. Les actions éventuelles de la BCE en cas de crise financière n'ont pas été spécifiées et restent largement et dangereusement ambiguës. Or, pour gérer efficacement la fonction de prêteur de dernier ressort, il est impératif de mettre en place une procédure transparente et bien organisée. En d'autres termes, une stratégie de crise bancaire telle que la stratégie européenne, qui ne prévoit pas de rôle officiel explicite pour le prêteur de dernier ressort, n'est pas suffisamment transparente et manque de crédibilité. Comme nous le verrons par la suite, elle peut même aggraver les effets des conflits d'intérêts potentiels entre autorités nationales et centrales, et provoquer un comportement incohérent en matière de prise de risque et d'aléa moral.

Tandis que la fonction de prêteur de dernier ressort se rapporte à la phase de gestion d'une crise systémique, la surveillance financière prévient quant à elle l'instabilité financière. Dans ce secteur, la BCE n'a quasiment aucune responsabilité et il n'existe aucune harmonisation à l'échelon européen. Le contrôle est essentiellement laissé aux États membres, et les différents pays ont mis en place des dispositions divergentes. Dans certains, la compétence revient à la banque centrale nationale ou à un organisme gouvernemental, alors que dans d'autres, la banque centrale nationale et un organisme gouvernemental exercent un contrôle conjoint. En outre, les dispositions existantes relatives à la coordination et à l'échange d'informations entre les autorités de surveillance nationales et la BCE n'imposent que des exigences minimales. Si la BCE peut demander des informations sur les différentes banques auprès des autorités de surveillance nationales, celles-ci n'ont pas obligation de les divulguer dans leur intégralité.

Comme plusieurs auteurs l'ont récemment souligné, la séparation des compétences dans le secteur du contrôle financier complique singulièrement la mise en œuvre de la fonction de prêteur de dernier ressort, dans la mesure où les autorités de surveillance nationales ne disposent pas des incitations adéquates pour communiquer en toute bonne foi les informations des banques en difficulté. Une banque insolvable étant traitée comme une banque sans liquidité, le coût de l'insolvabilité est partiellement déplacé vers le reste de l'Union¹¹³. Ainsi, même si les informations pertinentes sont disponibles au sein du SEBC, il est fort possible qu'elles ne soient pas communiquées pour étayer la décision relative aux mécanismes de prêteur de dernier ressort.

Plusieurs propositions de réforme ont été suggérées. Certains auteurs avancent que l'harmonisation des procédures de surveillance diminuerait ces problèmes. D'autres sont convaincus que l'élimination des problèmes d'incitation nécessiterait une surveillance financière centralisée au niveau européen. Bien qu'il s'agisse là de réformes importantes, il semble qu'elles puissent intervenir sans modification formelle du traité de Maastricht.

5.2.4. Réglementation financière et filets de sécurité dans les pays en voie de développement

La mise en œuvre d'un plan de réglementation financière efficace et de filets de sécurité convenablement conçus est de première importance pour les pays en voie de développement, comme l'a montré la récente instabilité financière au niveau mondial.

Une analyse de la pertinence de la réglementation financière interne des marchés émergents a été développée au chapitre 4. En identifiant les principales fragilités des systèmes bancaires

¹¹³ Plusieurs auteurs ont mentionné ce problème (par exemple, Bruni et de Boissieu, 1999), ainsi que des organismes tels que le FMI (Prati et Schinasi, 1998), le Centre des recherches politiques et économiques (Begg et al., 1998), et le Centre pour l'étude des politiques européennes (Lanoo, 1999).

dans plusieurs pays en voie de développement ou en transition, nous avons mis l'accent sur la réglementation financière. Nous avons pu relever que, malgré la mise en place de mesures internes – obligatoires dans la plupart des pays – visant à empêcher l'instabilité (taux d'adéquation des fonds propres ajusté sur le risque), plusieurs problèmes viennent entraver leur bon fonctionnement. Comme nous l'avons déjà mentionné, une bonne réglementation n'a aucune valeur en l'absence d'une autorité de surveillance qui fonctionne correctement. De plus, l'efficacité de la réglementation financière peut être limitée par le manque de mesures comptables et d'information financière.

Des carences sur ces deux points ont été mises en évidence dans la plupart des pays en voie de développement. Pour cette raison, il est possible que des banques, insolvable au regard des normes internationales, continuent à fonctionner en dissimulant leurs problèmes par des pratiques comptables «créatives» ou par l'absence d'information financière.

Un problème bien plus grave encore peut survenir lorsque les réglementations nationales ne prévoient pas d'instruments de sortie du marché adéquats applicables aux établissements insolvable. En cas de manquement d'une banque aux exigences de réglementation financière, l'absence d'une réglementation des faillites, qui empêche de fait les banques insolvable de se retirer du marché, réduit les possibilités d'intervention de la banque centrale, perpétuant ainsi l'instabilité au sein de l'ensemble du système. Une telle situation, courante dans la plupart des pays en voie de développement pendant les premières années de transition, se rencontrait en Asie au début des récentes turbulences financières internationales.

De même, la conception de filets de sécurité qui fonctionnent, de systèmes de garantie des dépôts ou de prêteur de dernier ressort, semble constituer une tâche particulièrement urgente dans les pays en voie de développement. Il semble que tant les avantages des filets de sécurité (éviter une crise systémique) que les risques (générer de mauvaises incitations) sont accrus dans le contexte des pays en voie de développement.

En matière de prévention du risque systémique, l'épine dorsale du système financier de la plupart des pays en voie de développement est composée de banques, en raison du sous-développement des instruments financiers sophistiqués. Une perte de confiance consécutive à une crise globale peut entraver durablement le développement économique à venir et l'intermédiation financière.

Dans les économies de transition, le rôle limité de l'intermédiation financière dans les États baltes, par exemple, découle d'une perte de confiance du public, en raison des faillites du début des années 1990. Il faut cependant noter que dans certaines économies en développement, où les relations réciproques entre banques et l'utilisation de systèmes de paiement peu évolués sont limitées, le risque de contagion directe entre banques peut être réduit, ce qui diminue la probabilité d'une défaillance de tout le système.

En termes d'incitation, un filet de sécurité mal conçu peut s'avérer bien plus dangereux que dans les pays développés. Une assurance multirisque complète pour couvrir les déposants peut gêner leur rôle de surveillance des banques, tandis qu'une intervention de sauvetage avec garantie sur une banque insolvable peut totalement fausser les politiques de prêt bancaire et de prise de risque.

Les premières années de transition de l'Europe de l'Est en donnent là encore un exemple pertinent: l'intervention automatique de la banque centrale en tant que prêteur de dernier ressort a entraîné une augmentation considérable du problème des créances douteuses. Les banques locales ont en fait été utilisées pour refinancer des entreprises insolvable, puisqu'elles étaient sûres d'être recapitalisées par la banque centrale. Le problème d'incitation

a même été aggravé par le rôle de l'État en tant qu'actionnaire de poids des banques locales.

Le tableau 5.2. présente les principaux problèmes posés par les systèmes de garantie des dépôts et les interventions de prêteur de dernier ressort dans les principales économies en développement et de transition. Il convient de noter que la plupart des pays analysés ont désormais mis en place des dispositifs de protection des déposants. La plupart des mesures se concentrent sur les petits déposants et ne garantissent pas les dépôts interbancaires, limitant ainsi les mauvaises incitations.

De plus, les interventions officielles visant à sauver les banques en difficulté évoluent lentement pour passer d'interventions de sauvetage avec garantie systématique pour toutes les grandes banques à des mesures sélectives vers les banques non liquides à haut niveau d'interrelation (le Mexique est un exemple de cette évolution).

Ce type d'approche sélective qui propose des instruments de prêteur de dernier ressort doit réduire le problème du «trop-grand-pour-faire-faillite».

Tableau 5.2. – Principale réglementation affectant la probabilité de contagion

Pays	Système de protection des dépôts	Prêteur de dernier ressort et recapitalisation
Chine	<i>Politique informelle de protection des intérêts des déposants; système plus formel pour les établissements financiers de dépôt de petite taille et de taille moyenne</i>	
Inde	<i>Garantie des dépôts et société de garantie de crédit depuis 1962</i>	<i>Recapitalisation gouvernementale pour certaines banques d'État</i>
Hong Kong	<i>Aucun dispositif formel en place, mais les petits déposants bénéficient d'une priorité de paiement depuis 1995</i>	<i>Soutien aux liquidités par le fonds de change; le gouvernement a racheté trois banques comme mesure de sauvetage</i>
Indonésie	<i>Promesse de garantie informelle depuis janvier 1998, système formel à l'étude</i>	<i>Soutien aux liquidités par la banque centrale et à l'insolvabilité par l'agence de restructuration bancaire (Bank Restructuring Agency)</i>
Corée	<i>Société de garantie des dépôts (Korea Deposit Insurance Corporation) depuis 1996</i>	<i>Soutien aux liquidités par la banque centrale. Soutien à l'insolvabilité par le gouvernement et le fonds de garantie des dépôts</i>
Malaisie	<i>Aucune protection mise en place</i>	<i>Agence spéciale (Danamodal) pour l'insolvabilité</i>
Philippines	<i>Société de garantie des dépôts (Philippines Deposit Insurance Corporation)</i>	<i>La banque centrale fournit des avances d'urgence pour éviter les problèmes de liquidité</i>
Singapour	<i>Aucune protection mise en place</i>	
Thaïlande	<i>Fonds de développement des institutions financières</i>	<i>Ministère des finances pour l'insolvabilité et fonds de développement des institutions financières pour les problèmes de non liquidité</i>
Argentine	<i>FGD (fonds de garantie des dépôts des institutions financières) depuis 1995</i>	
Brésil	<i>Fonds de garanties de crédit des institutions financières</i>	<i>Prêt de dernier ressort par la banque centrale</i>
Chili	<i>Système de dépôt d'État pour les dépôts à terme fixe; dépôts à vue entièrement garantis par la banque centrale</i>	<i>Banque centrale, tant pour les problèmes de liquidité que d'insolvabilité</i>
Colombie	<i>Fonds de garantie des institutions financières depuis 1985</i>	<i>Banque centrale pour les liquidités et fonds d'assurance dépôts pour l'insolvabilité</i>
Mexique	<i>Nouveau plan de garantie depuis janvier 2000 avec garantie limitée (inférieure à la garantie totale précédente)</i>	<i>Fonds de garantie des dépôts. Sauvetage non automatique DEPUIS janvier 2000.</i>
Pérou	<i>Fonds de garantie des dépôts depuis 1991 (IDF)</i>	<i>Prêt de dernier ressort par la banque centrale</i>
Venezuela	<i>Garantie de dépôt en banque et fonds de protection depuis 1985</i>	<i>Le fonds de garantie des dépôts a sauvé trois banques</i>
République tchèque	<i>Fonds de garantie des dépôts depuis 1994</i>	<i>Prêt de dernier ressort par la banque centrale</i>
Hongrie	<i>Fonds de garantie des dépôts national depuis 1993</i>	<i>Pour les problèmes de liquidité, les banques sont aidées pour les exigences de réserves et les interventions massives en termes de recapitalisation</i>
Pologne	<i>Fonds de garantie bancaire depuis 1995</i>	<i>Interventions de la banque centrale pour les problèmes de liquidité et d'insolvabilité</i>

Source: Hawkins et Turner (1999), pp. 47/48, 56 et 59.

5.3. Activités des banques étrangères

Le problème de la libéralisation des activités des banques étrangères est un autre choix politique qui a des effets notables en termes de stabilité et d'efficacité du système financier. Tout comme les points précédents, il s'agit d'un instrument de politique interne, à disposition de chaque gouvernement national, dans les pays développés comme dans ceux en voie de développement. Les retombées directes d'une telle politique risquent d'être variables selon l'environnement économique dans lequel elle est mise en place. Si les principales conséquences en termes de stabilité risquent de se faire sentir dans les pays en voie de développement, on peut s'attendre à un renforcement de la concurrence et à des gains de

performances dans les économies plus développées. L'arrivée de banques étrangères semble être tout à fait un sujet d'actualité en Europe suite à la libéralisation du système bancaire lancée par les première¹¹⁴ et seconde¹¹⁵ directives de l'Union européenne, et renforcée par l'UEM.

Nous définissons les activités des banques étrangères comme la pénétration d'une banque dans un pays étranger à travers l'acquisition de parts dans une banque locale ou l'établissement d'une succursale, ou encore d'un représentant, afin de fournir toute une gamme de services au marché hôte. Il ne s'agit pas d'un commerce transfrontalier de services financiers, à savoir l'arrivée d'une banque internationale et un flux de capitaux liés à un compte de capital (voir l'analyse dans le chapitre 1).

5.3.1. Facteurs déterminants dans les activités des banques étrangères

Deux raisons motivent le développement des activités des banques en dehors de leur pays d'origine:

- favoriser l'expansion de leurs activités au niveau international. Cette motivation a trait essentiellement aux activités d'investissement bancaire dirigées vers les centres financiers internationaux dans lesquels se concentrent généralement les transactions des marchés financiers. Elle peut aussi se rapporter à un investissement bancaire dans des centres à exonération fiscale temporaire;
- adopter de nouvelles stratégies de développement. En fait, face à la mondialisation des systèmes financiers, les banques ne peuvent plus se contenter des stratégies de concurrence au niveau national mais doivent poursuivre des politiques d'expansion mondiales.

Concernant la première raison mentionnée, Hultman et McGee (1990), ainsi que Grosse et Goldberg (1991), ont analysé les activités des banques étrangères aux États-Unis. Ils ont montré que l'arrivée de banques étrangères est liée d'une façon positive aux relations internationales existant entre le pays hôte et l'étranger, de même qu'à la taille du système bancaire étranger. Il est par conséquent fort probable que l'investissement bancaire direct vers les systèmes bancaires les plus avancés vise essentiellement à soutenir son propre développement au plan international. Fisher et Molyneux (1994), qui ont analysé la présence des banques étrangères à Londres, sont parvenus à des conclusions similaires. Ils ont montré que la taille du secteur bancaire étranger ainsi que les relations commerciales entre le pays hôte et le pays étranger semblent être des éléments déterminants de la pénétration des banques étrangères.

Des stratégies d'investissement similaires peuvent être observées dans les paradis fiscaux ou les systèmes dans lesquels la pression fiscale est légère. Le développement des activités d'investissement des banques européennes au Luxembourg et en Irlande, qui sont les deux pays de l'Union européenne offrant les taux d'imposition les plus faibles, en est un bon exemple. En outre, la récente réduction du nombre de banques étrangères opérant à Londres, mise en avant par «The Banker» (novembre 1999), est due au moins en partie au déplacement des objectifs de développement des banques japonaises, des marchés internationaux vers les marchés nationaux, à la suite de la récente période de crise.

¹¹⁴ 77/780 CEE modifiée par 85/345 CEE, 86/137 CEE, 86/524 CEE, 89/646 CEE, 95/26 CE, 96/13 CE, 98/33 CE.

¹¹⁵ 89/646 CEE en vigueur depuis 1993.

En ce qui concerne les nouvelles stratégies de développement, il semble que plusieurs points liés à la structure du système financier international aient influencé l'expansion des investissements directs des banques. Il s'agit, en premier lieu, de la transformation radicale de l'environnement d'exploitation des banques suite au développement de la mondialisation, de la libéralisation et de la concurrence. Elle a contraint les banques à se tourner vers l'international et à s'implanter sur d'autres marchés pouvant être considérés comme une extension de leur secteur national.

Grâce au développement continu des technologies de l'information, la taille devient de plus en plus une variable stratégique fondamentale dans un système bancaire intégré qui peut bénéficier d'économies d'échelle et améliorer ainsi ses performances. Un processus de concentration impliquant une expansion internationale est en marche, expansion qui peut être dirigée vers les pays développés ou en voie de développement. Quelle que soit la destination, il doit exister entre l'investisseur et le système bancaire hôte un écart de développement ou de performances qui justifie la décision d'investir.

D'une façon générale, les principales raisons de l'expansion des activités bancaires vers les marchés étrangers sont les suivantes:

- Une attitude «d'écoute du client», c'est-à-dire que les banques suivent leurs clients nationaux lorsqu'ils commencent à travailler sur de nouveaux marchés. Si cette stratégie d'investissement est poursuivie, cela signifie que les banques étrangères sont prêtes à pénétrer sur de nouveaux marchés pour protéger la relation exclusive qu'elles entretiennent avec leurs clients nationaux, en suivant à la fois les flux commerciaux et d'investissement dans le secteur concerné. Ce comportement est motivé par l'existence d'une relation unique entre une banque et sa clientèle, en raison des avantages en matière d'information conférés par les relations de crédit existantes. Si une banque souhaite conserver ses atouts vis-à-vis de la concurrence, elle doit être en mesure de proposer toute une gamme de services et d'être présente localement là où le client l'exige. Pour cette raison, les investissements directs dans le secteur bancaire ont habituellement un lien positif avec l'investissement étranger direct et le commerce du secteur concerné.
- Le développement des relations commerciales et la proximité culturelle et géographique. Cette motivation peut s'avérer extrêmement pertinente lorsque le marché national devient trop petit pour les banques locales. Dans ce cas, les banques peuvent chercher à étendre leurs activités vers des pays qui sont proches du marché interne tant géographiquement que culturellement. Citons à l'appui plusieurs exemples: la récente politique expansionniste des banques espagnoles au Portugal ou les anciens investissements en Amérique latine, les investissements des banques suédoises et finlandaises dans la zone baltique, les investissements autrichiens et allemands en Europe centrale et orientale.
- L'exploitation des opportunités fournies par un nouveau marché. Dans une telle situation, les investisseurs tendent à devenir des acteurs plus importants et plus efficaces que les banques locales. Ils proposent à un moindre coût de nouveaux ou de meilleurs services et produits.
- Le cadre de la concurrence internationale. En fait, seul un nombre limité d'acteurs d'envergure internationale peut tenter de pénétrer sur de nouveaux marchés en fonction des stratégies de concurrence d'un jeu oligopolistique¹¹⁶.

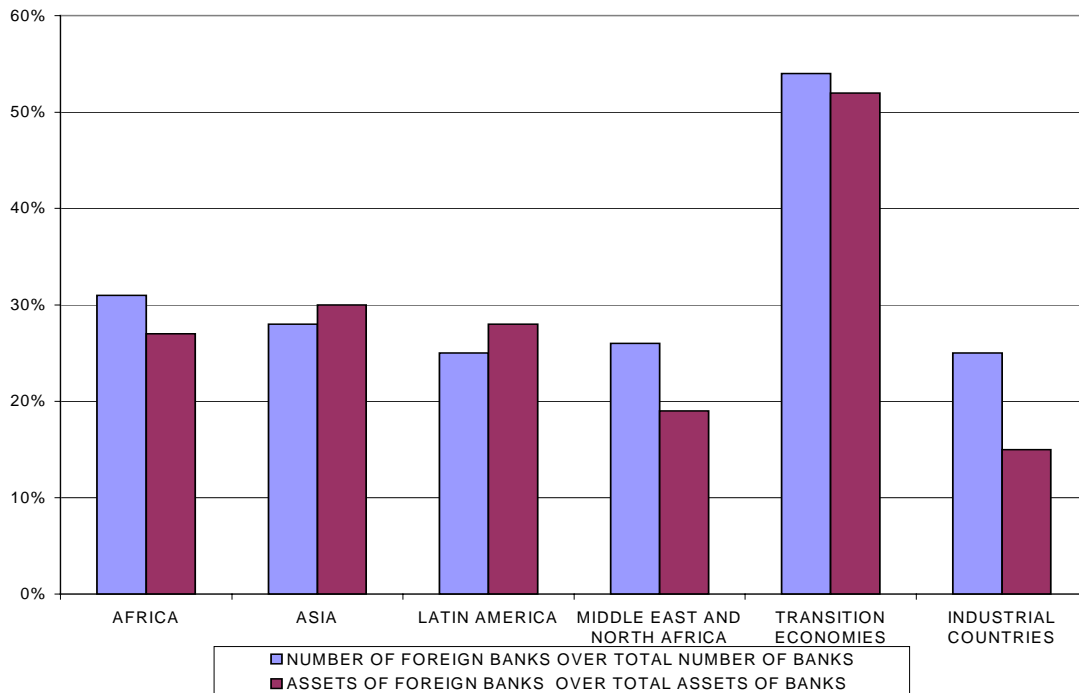
¹¹⁶ Si une telle banque arrive sur un nouveau marché, ses concurrents directs suivent.

Bien que toutes ces raisons puissent s'appliquer aux économies développées comme aux pays en voie de développement, l'accent peut être mis sur des éléments différents selon le cas. Pour ce qui est des marchés en voie de développement, l'attitude qui vise à suivre le client tend à être la motivation principale, au moins les premières années. Les opportunités du marché et la proximité géographique peuvent ensuite jouer un rôle important. En revanche, dans les pays développés, les pressions exercées par la concurrence, tant au niveau national qu'au plan international, peuvent avoir une incidence non négligeable. En Europe, par exemple, un processus de concentration transfrontalière a été récemment imputé à une forte augmentation de la concurrence, principalement déterminée par l'UEM.

5.3.2 Activités bancaires dans un pays étranger

Le graphique 5.1. montre l'importance de l'activité des banques étrangères dans différentes zones géographiques du monde, en tenant compte à la fois du rapport entre le nombre des banques étrangères et le nombre total de banques opérant dans un pays donné et du pourcentage d'actifs liés aux capitaux étrangers par rapport au total des actifs du système bancaire local.

Graphique 5.1.: Rôle des banques étrangères dans différentes zones géographiques, 1998



Source: Claessens (1999), tableau 4.

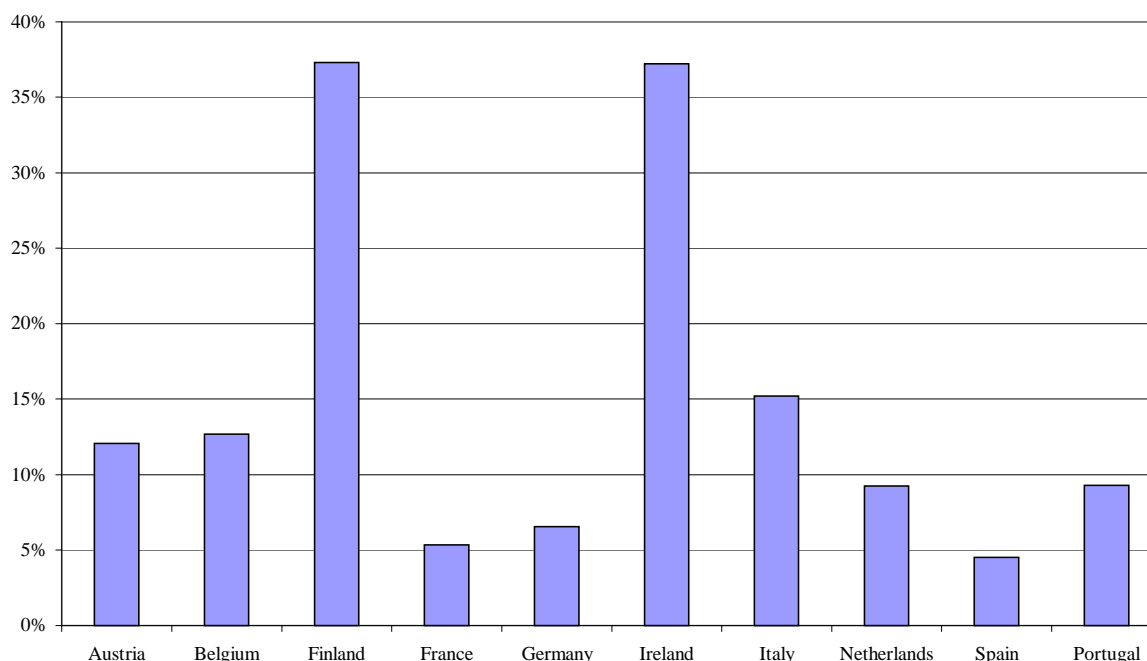
Les banques étrangères ont moins d'impact sur les systèmes bancaires locaux dans les pays développés. Bien que la libéralisation des services financiers remonte à vingt ans, la plupart des banques ont continué de poursuivre des politiques non agressives à l'égard des autres pays développés.

Le cas de l'Europe est particulièrement intéressant. En introduisant la libéralisation du commerce des services financiers et la liberté d'établissement des banques, le marché unique de 1992 a constitué la première étape fondamentale du développement d'un marché financier intégré en Europe. La persistance des obstacles techniques (essentiellement dus aux différentes monnaies, aux traditions culturelles, aux régimes fiscaux et aux pratiques de surveillance) a même permis ultérieurement de maintenir une plus grande segmentation du système bancaire. Les banques européennes ont continué d'agir au sein de leur marché intérieur, à suivre des politiques de concurrence axées essentiellement sur la défensive au plan national et sur la non-agression sur les marchés extérieurs, en vue d'éviter toute interaction directe avec des établissements étrangers.

Ce n'est que récemment que la création de l'Union monétaire et l'introduction de l'euro comme monnaie européenne unique ont modifié la donne. Le développement d'un marché totalement intégré, l'émergence de pressions concurrentielles transfrontalières et le besoin, ressenti par toutes les banques, de se faire une place au sein du marché pour réaliser des économies d'échelle et de portée, ont imposé un repositionnement en termes de localisation géographique et commerciale. C'est le point de départ d'un processus de consolidation de ce secteur. Dans une première phase, il implique surtout les banques nationales. Cependant, la levée progressive des obstacles techniques et stratégiques à la concurrence internationale devrait entraîner un repositionnement des banques dans un contexte transfrontalier. Si de grandes fusions transfrontalières n'ont pas encore vu le jour, la multiplication des prises de participation minoritaire déjà enregistrée parmi les banques européennes doit être considérée comme le signe d'une intégration croissante du système bancaire européen.

Le graphique 5.2. montre le degré de pénétration transfrontalière parmi les banques européennes, en considérant la part des actifs liés aux capitaux étrangers (en provenance d'un autre pays européen) par rapport au total des actifs du système bancaire local. Les systèmes finlandais et irlandais sont les plus internationalisés d'Europe, pour ce qui est de la pénétration étrangère par les banques européennes. Tous deux présentent un actionnariat étranger supérieur à 40 % du total des actifs du système bancaire. Comme il a déjà été dit, cela résulte de l'intégration d'un marché englobant des banques de l'Europe du Nord dans le premier cas, et du régime fiscal favorable au marché financier dans le second.

Graphique 5.2.: Pénétration bancaire transfrontalière en Europe, 1999



L'Espagne, la France et l'Allemagne sont les trois pays où le taux de pénétration des banques étrangères est le plus faible, puisque la part des actifs dans le secteur bancaire pouvant être assimilée à un actionnariat étranger ne représente que 5 %. En France, ce résultat est principalement imputable au faible volume des investissements étrangers par rapport à la taille de l'ensemble du système bancaire, bien que la France soit la première destination, en termes de nombre et de valeur des initiatives d'investissement en provenance des pays de l'UEM. En Allemagne et en Espagne, en revanche, cette faible pénétration se retrouve également en valeurs absolues.

Les systèmes bancaires des Pays-Bas, de la Belgique, de l'Autriche et du Portugal sont légèrement plus ouverts et affichent une pénétration étrangère égale à 10 % du total des actifs bancaires. En Italie, la part du total des actifs pouvant être liée à un actionnariat étranger représente 15 %; elle atteste d'une internationalisation progressive, qui montre l'intérêt croissant des investisseurs étrangers pour ce pays.

Pour revenir au graphique 5.1., il est intéressant de noter l'importance des banques étrangères dans les économies de transition. Dans ces pays, le processus de transformation du système économique a nécessité une restructuration rapide, et les banques étrangères, qui disposaient des compétences nécessaires en termes de capitaux, ont alors joué un rôle essentiel. Pourtant leur présence est limitée par les politiques de chaque pays en matière de privatisation et de libéralisation.

Dans les autres régions du monde, la pénétration des banques étrangères est la plus forte en Afrique pour deux raisons: la présence des banques étrangères en Afrique du Sud et le développement limité des autres systèmes bancaires. En Asie, les banques étrangères représentent 30 % du total des actifs bancaires, avec des niveaux très différents d'un pays à l'autre. Avant la récente crise, la pénétration des banques étrangères était extrêmement limitée dans la plupart des pays. Cette situation a évolué récemment. En Indonésie par exemple, tout obstacle à l'accès des banques étrangères a été levé; la participation des banques étrangères en Malaisie est autorisée à concurrence de 30 %, tandis que la Thaïlande autorise une période de participation majoritaire de 10 années maximum. Un grand nombre de banques étrangères opèrent à Hong Kong et à Singapour.

Même en Amérique latine, la libéralisation est considérée comme un instrument de stabilité des systèmes bancaires. Une libéralisation substantielle a succédé à de longues périodes de protectionnisme. À titre d'exemple, les récentes réformes juridiques au Mexique ont supprimé les réglementations jusqu'alors en vigueur qui limitaient la participation étrangère dans les banques locales. Au Brésil, la discrimination à l'encontre des banques étrangères a été supprimée, et en Argentine, les banques étrangères jouent désormais un rôle majeur sur le marché.

D'une façon générale, le processus de pénétration des banques étrangères analysé dans cette section s'inscrit dans un processus plus large de libéralisation des services commerciaux en vertu de l'Accord général sur le commerce des services (GATS) de l'OMC. Cet accord comporte un volet spécifique portant sur les services financiers, qui couvre l'assurance, les services liés à l'assurance, la banque et les autres services financiers. Le dernier cycle de négociations, fin 1997, a donné lieu à la rédaction d'un nouvel ensemble d'obligations concernant les services financiers. Le cinquième protocole du GATS comprend le calendrier et la liste d'exemptions de la nation la plus favorisée. Il a été accepté par 61 pays et 10 autres doivent le ratifier prochainement.

5.3.3. Arguments pour et contre la pénétration des banques étrangères

Les pays ont des positions différentes sur la pénétration des banques étrangères, comme en témoignent les ouvrages théoriques qui avancent un grand nombre d'arguments convaincants en faveur ou contre l'arrivée des banques étrangères.

5.3.3.1. Arguments contre la pénétration des banques étrangères

Les principaux arguments théoriques tendant à refuser la pénétration des banques étrangères renvoient aux peurs des gouvernements de perdre le contrôle qu'ils exercent sur le système financier et à l'inadaptation présumée des banques locales face à une concurrence externe. Ces arguments concernent les points spécifiques suivants:

- La notion «d'industrie balbutiante», qui est largement mise en avant. L'idée principale est celle selon laquelle, en présence d'économies d'échelle et de portée, les banques locales généralement plus petites et donc moins efficaces que les banques étrangères vont sérieusement souffrir de la pression exercée par la concurrence. Une protection généralisée, sur une durée limitée, leur permettrait d'atteindre la taille minimale pour exploiter les économies d'échelle et de portée et améliorer ainsi leurs performances. Plusieurs contre-arguments peuvent être opposés. Par le passé, la protection des systèmes bancaires a rarement généré des processus de concentration; la rationalisation et la consolidation étaient bien plus fréquentes lors des périodes de libéralisation, quand la crainte de la concurrence étrangère se faisait nettement sentir.

- La peur des gouvernements de perdre le contrôle qu'ils exercent sur le système bancaire. En fait, dans la plupart des pays, une grande partie du système bancaire est depuis longtemps sous influence directe ou indirecte de l'État. Les gouvernements peuvent mettre en œuvre leurs politiques par le biais d'activités de prêt sélectives (accordés à des régions, des segments de marché spécifiques, etc.). L'arrivée des banques étrangères devrait réduire ces phénomènes et limiter le pouvoir d'intervention des gouvernements. Il y a aussi des chances que la conduite bancaire en soit améliorée, permette une répartition efficace des ressources en termes économiques et réduise les problèmes d'instabilité.
- La poursuite par les banques étrangères d'objectifs différents et l'adoption d'un comportement qui se distingue de celui des banques locales. En particulier, il a été suggéré que les banques étrangères réorientaient parfois leurs fonds vers d'autres environnements moins risqués, privant ainsi l'économie de ses ressources de financement interne. Aucune preuve formelle n'a cependant pu être apportée. De plus, il a été avancé que les banques étrangères étaient généralement moins engagées dans les activités de prêt à l'intérieur du pays hôte, ce qui en affectait le développement. L'Argentine a connu ce type de situation où, par exemple, la participation étrangère dans le système bancaire est très courante. Les capitaux étrangers ont partiellement stabilisé le secteur bancaire. Cependant, les banques tendent à ne pas prêter. En imposant aux banques étrangères des exigences minimum de prêt, il est possible de rectifier la répartition interne, inefficace, des ressources.
- Une attitude de «mise en danger» de la part des banques étrangères. Lorsqu'elles pénètrent sur le marché, elles auraient tendance à exploiter tous les segments et les clients du marché les plus rentables, laissant aux banques domestiques des affaires extrêmement risquées. Un contre-argument à opposer pourrait être que les banques étrangères et les banques locales disposent d'atouts différents en termes d'information, et devraient par conséquent se spécialiser dans des activités distinctes. Plus précisément, les banques étrangères devraient d'abord se concentrer sur les sociétés étrangères et les grandes entreprises, les banques locales disposant d'un avantage en ce qui concerne les petites et moyennes entreprises.
- Les pressions concurrentielles extérieures exercées sur les banques locales. La réduction de la valeur de franchise, due à l'augmentation de la concurrence, peut diminuer les incitations à mener des politiques prudentielles et affecter ainsi la stabilité du système bancaire.

5.3.3.2. Arguments pour la pénétration des banques étrangères

Les ouvrages théoriques ont exposé plusieurs avantages dont peut bénéficier le pays qui héberge des activités bancaires étrangères. Ils apparaissent essentiellement s'il existe une différence de développement et de performances entre les deux systèmes.

- D'abord, la pénétration étrangère devrait augmenter la concurrence au sein du secteur bancaire hôte. En termes de politique de prix, cela implique une contraction de la marge sur le taux d'intérêt des banques et des commissions. S'il est clair que l'impact sur la rentabilité des banques peut être négatif, il doit être considéré comme positif pour le développement économique général en raison de la réduction des coûts d'investissement. Il faut aussi noter que l'impact négatif sur la rentabilité qui découle de la contraction des marges bancaires peut être contrebalancé par une expansion des activités d'intermédiation. Celle-ci peut être obtenue par des pratiques plus agressives en matière de prêts (qui doivent cependant s'accompagner de meilleures pratiques de gestion du risque de crédit) et de provisions, ou par le développement de produits nouveaux ou de meilleure qualité.

- Un autre avantage apparaît lorsque la pénétration revêt la forme d'une acquisition de banque locale. Dans ce cas, l'arrivée des capitaux étrangers tend à améliorer les performances et la solidité financière de la banque locale. En particulier, l'introduction étrangère peut augmenter la capitalisation bancaire et, par conséquent, l'aptitude de la banque à réagir à des problèmes de liquidité. En outre, elle peut apporter de nouvelles pratiques de gestion du risque, des formations et des compétences supplémentaires, une gouvernance efficace et, de manière générale, des pratiques plus efficaces qui pourraient augmenter la rentabilité et réduire les coûts. Ces compétences peuvent également se diffuser dans l'ensemble du système bancaire.
- Dans un contexte d'économies d'échelle et de portée considérables, l'arrivée d'un grand établissement étranger par le biais d'une acquisition peut faire bénéficier les banques locales d'un minimum de profit, en réduisant les coûts et en améliorant leurs performances. Ce point est particulièrement pertinent lorsque des investissements informatiques considérables doivent être entrepris pour moderniser le système bancaire hôte.
- Les banques étrangères peuvent aussi proposer de nouveaux produits et services qui nécessitent des compétences ou des technologies plus poussées. Un tel comportement produit des externalités non négligeables dans la mesure où les banques locales peuvent tenter de les imiter. En fonction de l'écart de développement existant entre les deux systèmes, une nouvelle gamme de produits et services peut être proposée, allant des services traditionnels générant une commission à des services bancaires via Internet.
- Les banques étrangères peuvent offrir un meilleur accès aux capitaux de par leurs relations avec leur pays d'origine et les marchés financiers internationaux. De plus, la présence de capitaux étrangers peut soutenir le développement de marchés financiers efficaces.
- Comme le note Calomiris (1998), l'ouverture du secteur bancaire d'un pays à la concurrence étrangère a des chances de réduire la taille du système local. En cas de crise systémique, le coût de renflouement des banques sera diminué.
- Enfin, il a été avancé que la pénétration des banques étrangères pouvait inciter à une grande diffusion des bonnes pratiques bancaires. Les banques mères jouissant d'une réputation de probité financière ont intérêt à appliquer à leurs partenaires étrangers (succursales ou sociétés parentes) les normes de surveillance interne et de comptabilité les plus récentes, même si cela n'est pas imposé par la loi. Comme l'indique Levine (1996), les banques locales peuvent tenter d'imiter leurs homologues étrangers, en suivant les pratiques de gestion des risques ou le comportement de surveillance prudentielle qu'ils préconisent. Le cas échéant, c'est tout l'environnement bancaire qui gagne en sécurité, même en l'absence d'exigences prudentielles obligatoires.

5.3.4. Banques étrangères et système bancaire hôte: preuves empiriques et conséquences sur la stabilité financière

Un grand nombre d'études tentent d'identifier les effets de la pénétration des banques étrangères sur le système bancaire hôte et sur les différentes banques locales. La plupart sont des études de cas par pays dans la mesure où il n'existe pas de bases de données internationales. Les effets envisagés sont généralement positifs, même si certains aspects (tels que les effets sur les normes réglementaires et les conséquences sur des catégories particulières de clients, comme les PME) sont difficiles à mesurer en raison du manque de données.

Claessens, Demirgüç-Kunt et Huizinga (1999) ont étudié les différences de comportement des banques locales et étrangères dans 80 pays sur la période allant de 1988 à 1995. Ils ont découvert que les schémas de performance des banques étrangères dans les pays en voie de développement différaient de ceux des pays développés. Ils ont notamment établi que, dans les pays en voie de développement, les banques étrangères pratiquent généralement des marges d'intérêts plus élevées, présentent une rentabilité et paient des impôts plus importants que les banques domestiques, tandis que l'inverse est constaté dans les pays développés. De plus, une forte participation des banques étrangères va de pair avec une réduction de la rentabilité et des dépenses totales des banques domestiques. Ces indications laissent à penser qu'il existe un effet positif sur le bien-être des clients. Ils ont aussi montré que les banques domestiques réagissent immédiatement à la pénétration des banques étrangères, sans attendre que celles-ci acquièrent une part de marché substantielle.

Papi et Revoltella (1999) ont analysé les régions de l'Europe centrale et orientale et, contrairement à d'autres études, ils ont opéré une distinction entre les niveaux de participation étrangère. Ils ont constaté que la rentabilité était améliorée en cas de participation des banques étrangères, par rapport aux banques domestiques, notamment en raison d'une meilleure qualité des prêts. En outre, les premières ont une rentabilité supérieure, mais uniquement lorsque la participation étrangère excède 70 % du capital bancaire. Dans leur étude portant sur huit pays asiatiques, Claessens et Glaessner (1999) ont observé une relation négative entre l'ouverture aux fournisseurs de services financiers étrangers d'une part, et les marges nettes et la rentabilité d'autre part, ce qui laisse à penser que la pénétration étrangère intensifie les pressions concurrentielles.

Au niveau des études de cas par pays, Clarke, Cull, D'Amato et Molinari (1999) ont montré dans leur étude sur l'Argentine que les activités des banques étrangères se concentrent sur certains secteurs spécifiques (comme le prêt aux entreprises industrielles et le prêt hypothécaire). Leur pénétration sur ces marchés a entraîné une baisse des profits et une augmentation des frais généraux. Dans d'autres secteurs où les banques étrangères n'interviennent pas, les banques domestiques n'ont pas été affectées. Steiner, Barajas et Salazar (1999), pour la Colombie, et Denizler (1999), pour la Turquie, ont trouvé que l'arrivée des banques étrangères intensifiait la concurrence, avec une diminution des marges d'intérêt et de la rentabilité de l'ensemble du système bancaire. En Colombie, certaines conséquences sont observées: détérioration de la qualité des prêts et augmentation des frais administratifs (due à des mises à jour technologiques) du côté des banques domestiques.

Le processus d'élargissement de l'UE et la libéralisation consécutive des systèmes financiers, qui acceptent la pénétration étrangère, dans les nouveaux États membres, ont fait l'objet de plusieurs études. Pastor, Pérez et Quesada (1999), pour l'Espagne, et Honohan (1999), pour la Grèce et le Portugal, ont montré que la pénétration étrangère a été limitée dans ces trois pays, mais que la pression concurrentielle, en particulier dans le cas de l'Espagne, a encouragé les banques domestiques à améliorer leurs performances et à profiter des économies d'échelle (par le biais de fusions et d'acquisitions), sans augmentation majeure du risque.

D'une façon générale, les preuves empiriques montrent que les effets les plus courants de l'arrivée des banques étrangères sont un renforcement des pressions concurrentielles mais aussi des transferts de compétences, une amélioration en matière de conduite d'entreprise et de capitalisation, des performances accrues, avec d'éventuelles répercussions sur l'ensemble du système bancaire. Les avantages attendus sont donc plus importants que les coûts associés, notamment lorsque l'écart entre les performances technologiques des systèmes bancaires domestique et étranger est important. Bien que ces conséquences générales

puissent s'appliquer aux pays développés comme à ceux en voie de développement, il convient d'être particulièrement attentif lors du processus de libéralisation de ces derniers.

L'impact positif attendu de la pénétration des banques étrangères suggère la possibilité d'utiliser la libéralisation du système bancaire comme un instrument visant à empêcher et à corriger des situations d'instabilité dans les pays en voie de développement, et comme un instrument d'amélioration de l'efficacité et de la concurrence dans les pays développés.

Dans ce dernier cas, le processus de libéralisation mis en place augmente largement la concurrence, en supprimant les anciens privilèges des banques domestiques, et contribue de ce fait à améliorer l'efficacité des services et des ressources proposés. De plus, le processus de concentration qui y est associé, influencé certainement par l'intensification de la concurrence, tend à accentuer l'efficacité des incitations, en créant des établissements nouveaux ou plus grands, capables de tirer profit des économies d'échelle et de portée.

Dans les pays en voie de développement, en revanche, le principal impact de la libéralisation du système bancaire se définit en termes de stabilité, dans la mesure où les banques étrangères semblent jouer un rôle avant et après une crise bancaire. Les effets positifs de la pénétration étrangère, en termes d'augmentation des performances et de la capitalisation du secteur bancaire, peuvent rendre le système plus flexible en cas de choc. La réponse positive du secteur bancaire argentin confronté aux troubles financiers de 1997-1998 découle en partie de la pénétration des banques étrangères quelques années plus tôt. Dans le contexte d'une économie de transition, les banques étrangères qui ont introduit de nouveaux services, apporté de nouvelles compétences et des capitaux, augmentent la stabilité de l'ensemble du système bancaire. Il est clair que la Hongrie et la Pologne, les deux pays affichant la plus forte participation de capitaux étrangers, ont les systèmes bancaires les plus stables de la région.

Les banques étrangères peuvent aussi jouer un rôle important dans la restructuration des systèmes bancaires, comme le montre l'expérience de certains pays. Au Mexique et au Venezuela, elles ont été des acteurs clés du processus de recapitalisation suite à la crise bancaire. Il convient cependant de noter, comme il a déjà été dit, que la pénétration étrangère peut accroître l'instabilité dans la mesure où l'augmentation de la concurrence diminue la valeur de franchise des banques et les force à prendre de plus grands risques. Pour cette raison, le processus de libéralisation du système bancaire doit être prudent et s'appuyer sur des réglementations prudentielles et une surveillance rigoureuses.

5.4. Rôle du régime de change pour prévenir l'instabilité financière

Nous avons traité dans la section 5.3 du rôle de la libéralisation des activités des banques étrangères en tant qu'option de politique interne ayant des effets notables sur la stabilité et les performances financières. Comme nous l'avons déjà dit, la question n'a rien à voir avec celle de la libéralisation du compte de capital. La première n'implique pas la seconde, et l'inverse est certainement vrai.

Dans cette section, nous examinerons brièvement un aspect important lié à la libéralisation du compte de capital et à ses effets sur la stabilité et sur les performances du système financier: le choix du régime de change. Même s'il est en rapport avec l'environnement économique international, le choix du régime de change est surtout une décision de politique intérieure et, pour cette raison, il doit être traité dans ce chapitre. Il convient en outre de souligner que, si le choix du régime approprié est aussi un sujet sensible dans les pays développés, il est de première importance pour les pays en voie de développement dans le contexte de la stabilité financière.

Comme nous l'avons indiqué, le moyen évident de réduire le risque d'instabilité financière consiste à renforcer les pratiques de gestion du risque d'une banque, et à donner aux autorités de surveillance la possibilité de mieux les contrôler et les réglementer. Cependant, dans les pays en voie de développement surtout, les banques et les organismes de surveillance ont respectivement une capacité limitée de gestion des risques et de contrôle des activités bancaires. Lorsque le compte de capital est partiellement ou totalement ouvert, les établissements financiers peuvent emprunter à l'étranger et entraîner une discordance entre leurs dettes, libellées en devises étrangères, et leurs activités, libellées en monnaie locale.

La combinaison d'une mauvaise gestion, d'une surveillance inefficace et d'une discordance des bilans des établissements financiers liée à l'ouverture aux marchés internationaux, peut avoir des effets pervers en cas de fortes baisses imprévues du taux de change. Dans ce cas, l'augmentation importante de la valeur des engagements, couplée à une valeur constante des activités, intensifie la pression sur les établissements financiers et accentue le risque de défaillance. Comme nous l'avons vu dans le chapitre 4, c'est exactement ce qui s'est produit en Asie lors de la dernière crise.

Il existe deux moyens de gérer l'instabilité financière décrite plus haut.

Le premier est lié à l'ouverture du compte de capital, aux pratiques de surveillance et de gestion et à la capitalisation des établissements financiers. Cela implique que, dans les pays dont le système financier est faible ou embryonnaire, le processus de libéralisation du compte de capital et l'élaboration de mesures prudentielles deviennent plus raffinés. Pour des raisons prudentielles, il peut être nécessaire pour ces pays de développer leurs établissements financiers, leurs marchés et les instruments appropriés avant d'être en mesure de libérer de façon permanente leur compte de capital. Dans le cadre d'un programme de libéralisation du compte de capital, il serait bon de veiller notamment au renforcement des systèmes bancaires pour la simple raison que, dans de nombreux pays en voie de développement, les banques sont les principaux intermédiaires financiers et canaux des flux de capitaux (voir les chapitres 4 et 6).

Le second problème, qui est examiné ci-après, est lié au choix du régime de change.

Une méthode courante pour réduire ou maîtriser l'inflation consiste à indexer la valeur de sa monnaie sur celle d'un grand pays à faible inflation. Dans certains cas, cette stratégie implique d'indexer le taux de change à une valeur fixe sur celui de la monnaie de l'autre pays, afin de calquer son taux d'inflation sur celui du pays choisi. Dans d'autres cas, elle implique une parité à crémaillère dans laquelle la monnaie du pays peut être dépréciée selon un taux constant, par rapport à celle de l'autre pays, de sorte que son taux d'inflation peut être supérieur à celui du pays sur lequel il est indexé.

Bien que l'adhésion à un régime de change indexé puisse constituer une bonne stratégie de maîtrise de l'inflation, nous avons déjà souligné qu'elle s'avère particulièrement dangereuse si le pays émergent a un système bancaire fragile, des dettes à court terme et un volume important de dettes libellées en devises. Les pays qui ont le plus souffert de la crise asiatique sont les pays en voie de développement dont les banques centrales maintenaient des taux de change indexés sur le dollar américain.

Il existe un consensus intellectuel et politique croissant sur l'idée que les parités fixes ajustables, le moyen traditionnel pour «fixer» le taux de change, ne conviennent pas aux économies émergentes. Les parités doivent pouvoir flotter librement ou être fixées de manière irrévocable (conseil monétaire ou «dollarisation» de l'économie).

Un régime de change flexible présente l'avantage de donner des fluctuations du taux de change beaucoup plus linéaires qu'un régime indexé. En fait, les fluctuations quotidiennes dans un régime de change flexible signalent clairement aux sociétés, aux banques et aux gouvernements l'existence d'un risque substantiel dans l'émission d'encours en monnaie étrangère. De plus, une baisse du taux de change peut transmettre aux décideurs un signal d'alerte, en leur indiquant que leurs politiques doivent être révisées pour limiter le risque de crise financière. Enfin, le flottement permet à un pays de conserver un certain degré de contrôle national sur sa politique monétaire puisqu'il n'a pas à défendre le taux de change.

Cependant, les marchés peuvent dépasser nettement les fondamentaux économiques. Ils peuvent pousser une monnaie à descendre nettement en dessous de sa valeur économique sous-jacente, générant ainsi de l'inflation et des coûts de service de la dette importants, ou à monter bien au-dessus de son niveau, gênant alors la compétitivité du pays et faisant courir à sa balance commerciale le risque d'un déficit important. Les taux de change fixés de manière irrévocable permettent d'éviter ces coûts si les autorités sont capables d'établir convenablement le taux à un niveau raisonnable et de convaincre le marché qu'ils peuvent maintenir ce niveau. En outre, les taux fixes réduisent les coûts des transactions du commerce international et de l'investissement. Enfin, comme nous l'avons déjà dit, un taux fixe peut constituer un ancrage utile à la stabilité des prix.

5.5. Conclusion

Nous résumerons en conclusion les principales recommandations politiques mises en avant dans ce chapitre.

- La réglementation des établissements financiers est capitale. Il faut renforcer les incitations destinées aux banques (et aux autres acteurs du marché financier) pour qu'elles reconnaissent les risques encourus (réglementation financière compatible avec les incitations), et des autorités doivent surveiller les menaces potentielles pesant sur la stabilité systémique de façon à pouvoir prendre les mesures correctives nécessaires (institutionnalisation possible d'une procédure de surveillance, dite d'action corrective rapide).
- Au niveau des filets de sécurité financière, les deux principaux instruments – à savoir la garantie des dépôts et les mécanismes de prêts de dernier ressort – doivent être conçus de manière à renforcer – et non à supplanter – les capitaux privés, les mécanismes de surveillance et de contrôle, et à réduire au minimum le problème d'aléa moral.
- Les suggestions précédentes ont plusieurs conséquences pour la stabilité systémique de la zone euro. Dans le domaine des exigences en matière de fonds propres bancaires, une meilleure coordination des méthodes comptables serait souhaitable. De plus, la gestion efficace des instruments de prêteur de dernier ressort nécessiterait davantage de transparence et une meilleure organisation de la procédure actuelle. Enfin, le fait que la directive en vigueur sur la garantie des dépôts est incomplète et que la BCE n'a pas de rôle spécifique en matière de contrôle financier fait ressortir l'urgence d'une définition de la stratégie européenne à adopter en cas de crise bancaire.
- Sur le plan de la libéralisation des systèmes bancaires, il convient d'opérer une distinction entre pays développés et pays en voie de développement. Dans le premier cas, en supprimant les privilèges dont bénéficient les banques domestiques, la libéralisation du système bancaire tend à augmenter la concurrence et les performances, et à améliorer l'efficacité des services et des ressources proposés. C'est d'autant plus vrai lorsque la concurrence stimule un processus de concentration dans l'industrie, qui peut permettre

aux banques locales de se développer et de tirer parti des économies d'échelle et de portée.

- Dans les pays en voie de développement, l'ouverture aux banques étrangères peut être un instrument interne important pour améliorer la stabilité du système bancaire, à la fois en évitant et en corrigeant des situations d'instabilité. L'expérience met en lumière l'impact positif possible de la pénétration des banques étrangères. Ceci est particulièrement vrai lorsque ces établissements ont un niveau de compétence élevé et disposent de meilleures procédures de gestion des risques. Il faut toutefois noter que la pénétration étrangère peut aussi favoriser l'instabilité dans la mesure où la concurrence accrue diminue la valeur de franchise des banques et peut les conduire à prendre des risques plus grands. Pour cette raison, le processus de libéralisation du système bancaire doit être prudent et assorti de réglementations prudentielles et d'une surveillance strictes.
- Concernant le régime de change le mieux adapté aux pays en voie de développement, il existe un consensus politique croissant sur l'idée que ces pays doivent recourir à un taux flottant ou fixé de manière irrévocable (conseils monétaires ou «dollarisation» de l'économie). Les parités «fixes ajustables», qui constituent le moyen traditionnel de fixation des taux de change, ne conviennent pas aux économies de marché émergentes. Il s'agit d'un point particulièrement important pour éviter les problèmes d'instabilité financière générés par la combinaison d'une mauvaise gestion bancaire, d'un contrôle inefficace, de l'ouverture du compte de capital et d'un taux de change «fixe ajustable».

Références

- BEGG, D. *et al* (1998), *The ECB: Safe at Any Speed?*, Monitoring the European Central Bank 1, CEPR, octobre.
- BHATTACHARAYA, J. (1993), *The Role of Foreign Banks in Developing Countries: A survey of Evidence*, Cornell University, mimeo.
- BINI SMAGHI, L. (1999), *Who takes care of financial stability in Europe?*, mimeo.
- BLOMSTROM, M. & KOKKO, A. (1997), *How Foreign Investment Affect Host Countries*, World Bank Policy Research Working Paper, 1745.
- BONIN, J. *et al* (1999), *Banking in Transition Economies*, Edward Elgar.
- BRIMMER, A. & DAHL, F. (1975), "Growth of American International Banking: Implications for Public Policy", *Journal of Finance*, 30 (2), 341-363.
- BROCK, P. L. (1998), *Financial Safety Nets and Incentive structures in Latin America*, Août, Université de Washington, Seattle, Washington.
- BRUNI, F. & DE BOISSIEU, C. (1999), *Lending of Last Resort and Systemic Stability in the Eurozone*, mimeo.
- CALOMIRIS, C. W. (1997), *The Post-Modern Bank Safety Net -- Lessons from Developed and Developing Economies*, AEI Press, Washington D.C..
- CALOMIRIS, C. W. (1998): *Blueprints for a new global financial architecture*, mimeo, Columbia Business School.
- CLAESSENS, S., DEMIRGUC-KUNT, A. & HUIZINGZ, H. (1999), *How does foreign presence affect domestic banking markets?*, WB Policy Research Working Paper.
- CLAESSENS, S. & GLAESSNER, T. (1999), *Internazionalization of financial services in Asia*, document présenté à la conférence "Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference", à Genève le 10 mai 1999.
- CLARKE, G., CULL, R.; D'AMATO, L. & MOLINARI, A. (1999), *The effect of foreign entry on Argentina's domestic banking sector*, World Bank Policy Research Working Paper.
- DANTHINE, J., *et al* (1999), "The Future of European Banking", *Working paper Series*, N° 7, Banque centrale européenne, septembre.
- DE LA TORRE, J. (1981), "Foreign Investment and Economic Development: Conflict and Negotiation", *Journal of International Business Studies*, automne, pages 9-32.
- DEMIRGUC-KUNT, A. & HUIZINGA, H. (1997), *The Taxation of Domestic and Foreign Banking*, The World Bank, mimeo.
- DENIZER, C. (1999), *Foreign entry in Turkey's banking sector, 1980-1997*, document présenté à la conférence "Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference", à Genève, le 10 mai 1999.
- COMMISSION EUROPÉENNE (1998), "Financial Services: Building a framework for Action", Communication au Conseil et au Parlement européen, 28 octobre.
- EUROPEAN SHADOW FINANCIAL REGULATORY COMMITTEE (ESFRC) (1998), *Statement no. 2*, Francfort, 19 octobre.

- FERNANDEZ-ARIAS, E. & MONTIEL, P.J. (1996), "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, N° 1.
- FISHER, A & MOLINEUX, P (1994), "A note on the determinants of foreign bank activity in London between 1980 and 1989", Institute of European Finance, University College of North Wales.
- GOLDBERG, L. & JOHNSON, D. (1990), "The Determinants of US Banking Activities Abroad", *Journal of International Money and Finance*, n 9, 123-137.
- GROS, D. & TABELLINI G. (1998), *The Institutional Framework for Monetary Policy in Europe*, CEPS Working Document No. 126.
- GROSSE, R & GOLDBERG, L. G. (1991): "Foreign bank activity in the US", *Journal of Banking and Finance*, vol. 15, n° 6.
- HONDROYANNIS, G. & PAPAPETROU, E. (1996), "International Banking Activity in Greece: the Recent Experience", *Journal of Economics and Business*, vol. 48, 205-214.
- HONOHAN, P. (1999), *Consequences for Greece and Portugal of the opening-up of the European banking market*, document présenté à la conférence "Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference", à Genève, le 10 mai 1999.
- JOHNSTON, B. R. (1998), *Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial sector Reform*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment 98/8, juillet, Washington D.C..
- KINDLEBERGER, C. (1983), "International Banks as Leaders and as Followers of International Business", *Journal of Banking and Finance*, vol. 7, 583-595.
- LANNOO, K. (1999), *Financial Supervision in EMU*, CEPS, mimeo.
- LEVINE, R. (1996), *Foreign Bank, Financial Development and Economic Growth*, in Barfield C, (ed)., *International Trade in Financial Services*, Washington DC: American Enterprise Institute.
- McFADDEN, C. (1994), *Foreign banks in Australia*, The World Bank, mimeo
- MILLER, G.P. (1996), "Is Deposit Insurance Inevitable? Lessons From Argentina", *International Review of Law and Economics*, vol. 16, pages 211-232.
- MISHKIN, F. S. (1998), *International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*, NBER Working Paper Series, n. 6390.
- PAPI, L. & REVOLTELLA, D. (1999), *Foreign Direct Investment in the Banking Sector: a Transitional Economy Perspective*, qui sera publié dans Claessens and Jansen (2000): *Internalisation of financial services*, Kluwer Academic Press.
- PASTOR, J., PEREZ, F. & QUESADA, J. (1999), *The opening of the Spanish banking system: 1985-98*, document présenté à la conférence "Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference", à Genève, le 10 mai 1999
- PRATI, A. & SCHINASI, G. (1998), *Will the European Central Bank be the Lender of Last Resort in EMU?*, document présenté au colloque SUERF-CFS "The Euro: A Challenge and Opportunity for Financial Markets" à Francfort, du 14 au 17 octobre
- ROSSI, M. (1999), *Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter?*, FMI Working Paper 99/66, mai, Washington D.C.

- SAGARI, S.B. (1992), *United States Foreign Direct Investment in the Banking Industry, Transnational Corporations*, vol. 1(3), pages 93-123.
- SCHNEIDER, F. & FREY, B. (1985), “Economics and Political Determinants of Foreign Direct Investment”, *World Development*, vol. 13, n° 2, 161-175.
- STEINER, R., BARAJAS, A. & SALAZAR, N. (1999), *Foreign investment in Colombia’s financial sector*, document présenté à la conférence “Liberalization and Internationalization of Financial Services Conference”, à Genève, le 10 mai 1999.
- TERREL, H. S. (1986), “The Role of Foreign Banks in Domestic Banking Markets”, in H. Cheng (ed.) *Financial Policy and Reform in Pacific-Rim Countries*, Lexington, Lexington Books.
- THE BANKER, différents numéros, édition du Financial Times
- URSACKI, T. & VERTINSKY, I. (1992), “Choice of Entry Timing and Scale by Foreign Banks in Japan and Korea”, *Journal of Banking and Finance*, 16, 405-421.
- WANG, Z.Q. & SWAIN, N.J. (1995), “The determinants of FDI in transforming economies: Empirical Evidence from Hungary and China”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 131, 2, 359-82.

Chapitre 6

Réforme de l'architecture financière internationale: objectifs, problèmes et solutions

6.1. Introduction

La fréquence, l'ampleur et la propagation à l'échelle mondiale des crises financières des économies émergentes survenues au cours de ces cinq dernières années ont révélé de graves lacunes dans la structure et la réglementation des marchés financiers et suscité un vaste débat sur la réforme de l'«architecture financière internationale»¹¹⁷.

L'expression *architecture financière internationale* désigne les institutions, les structures et les politiques de prévention et de gestion des crises¹¹⁸ ou, d'une façon plus générale encore, l'ensemble des institutions, des dispositions et des incitations qui influencent la prise de risques financiers et l'imputation des pertes et profits afférents¹¹⁹. Ce problème revêt un intérêt majeur pour deux raisons:

Premièrement, les liens entre chaque pays et l'économie mondiale sont beaucoup plus forts qu'il y a vingt ou trente ans.

Deuxièmement, dans le système financier international actuel, les perturbations financières peuvent rapidement se propager via la *contagion financière*¹²⁰.

Bien que les diverses propositions de réforme soient fondamentalement différentes quant à leur nature, leurs objectifs et leurs principales recommandations politiques, elles présentent cependant certains points communs¹²¹.

¹¹⁷ Le chapitre 1 analyse la nature de ces crises (la crise mexicaine de 1994 («crise tequila»), qui s'est étendue à l'ensemble de l'Amérique latine, la crise d'Asie orientale en 1997 et 1998 et de Russie en 1998, victime dans une certaine mesure de la crise asiatique, qui a touché l'Amérique latine, l'Europe orientale et le reste de l'ex-Union soviétique).

¹¹⁸ Voir Eichengreen B., 1999.

¹¹⁹ Voir Calomiris C., 1998.

¹²⁰ Il existe plusieurs raisons à cette contagion. La première tient à l'irrationalité des investisseurs. La deuxième a trait au rééquilibrage rationnel des portefeuilles par les investisseurs internationaux – si les investisseurs considèrent qu'un risque de défaillance est attaché à la dette qu'ils contractent, ils réduiront le risque de dépréciation des actifs dans un pays en réponse aux pertes de capitaux ou ils augmenteront leur prise de risque en achetant des actifs dans un autre pays. La troisième raison renvoie aux échanges internationaux qui sont susceptibles de propager le déclin économique, qui se répercutera ensuite sur le prix des actifs. La quatrième raison repose sur l'association de plusieurs équilibres liés soit aux changements d'opinion des spéculateurs à propos des risques de mauvais équilibres économiques, soit aux réductions des liquidités de la banque centrale suite à une «fuite vers la qualité».

¹²¹ Les propositions de réforme de l'architecture financière internationale ne manquent pas. Le gouvernement britannique propose de fusionner le FMI, la Banque mondiale et la Banque des règlements internationaux pour créer une supra-autorité de surveillance des marchés financiers. La France propose de conférer un plus grand pouvoir de décision au comité provisoire des ministres des finances (qui supervise les opérations du FMI) dans le but d'accroître la transparence, d'autoriser l'institution à réagir plus rapidement aux crises et de permettre à l'Europe de contrebalancer l'influence excessive du ministère des finances américain. Le gouvernement allemand a soumis l'idée de maintenir les taux de change dans des zones cibles pour éviter toute perturbation monétaire. Le gouvernement canadien propose que le FMI autorise un moratoire sur les paiements de la dette en

- Premièrement, elles tiennent généralement compte des récentes crises financières, qui ont été marquées par le rôle prépondérant des facteurs financiers liés à la déréglementation financière nationale et à la libéralisation financière internationale¹²².
- Deuxièmement, elles tentent de définir une politique capable d'apaiser l'instabilité aux niveaux national et international, notamment en trouvant des mesures susceptibles d'être mises en œuvre par les gouvernements nationaux et les institutions financières internationales (FMI, Banque mondiale, Banque des règlements internationaux) afin de réduire les risques de déclenchement et de propagation des crises financières et de limiter les coûts afférents¹²³.
- Troisièmement, elles impliquent trois types d'acteurs principaux: les économies émergentes, les pays industrialisés et les institutions financières internationales. Concernant les économies émergentes, elles mettent généralement l'accent sur l'amélioration des politiques économiques, le renforcement des systèmes financiers et bancaires, la conduite des entreprises, et la capacité de faire face aux mutations des flux de capitaux. En ce qui concerne les pays industrialisés, d'où proviennent les flux de capitaux, les propositions portent sur des mesures visant à améliorer la réglementation des activités des investisseurs internationaux et l'information sur celles-ci.
- Enfin, il est demandé aux institutions financières internationales de contrôler davantage les mouvements de capitaux à court terme, d'encourager les économies émergentes à adopter les normes bancaires et autres normes internationales et à veiller à leur mise en œuvre, d'informer davantage les marchés et l'opinion publique, de tenir compte de l'évolution des pratiques de prêts en accordant également des garanties et, éventuellement, des prêts d'urgence et de précaution¹²⁴.

Notre examen des réformes politiques débutera par une brève description des problèmes spécifiques. Ils sont de deux types:

- (1) ceux qui semblent fragiliser le système et conduisent à l'émergence d'une crise; et
- (2) ceux qui sont strictement liés à la phase de gestion et de règlement de la crise.

L'association dangereuse de banques mal gérées et de marchés internationaux de capitaux sans frontières durant les crises récentes appartient au premier groupe, tandis que les problèmes de coordination du rééchelonnement de la dette et l'offre de mesures financières d'urgence (rôle du FMI) entrent dans la seconde catégorie.

Concernant les politiques de *prévention des crises*, nous analyserons en détail les propositions visant à limiter ou à imposer les emprunts bancaires souscrits à l'étranger, à

cas de difficultés financières. Le Groupe des 22, un comité ad hoc regroupant des pays en voie de développement et des pays industrialisés, a publié trois rapports sur la réforme des institutions et des arrangements financiers internationaux. Le Groupe des 7 a présenté une déclaration distincte sur la réforme du système financier international. Le directeur général du FMI a prononcé plusieurs discours tels que «Toward an Agenda for International Monetary and Financial Reform» (Vers un calendrier de la réforme financière et monétaire internationale). George Soros propose de créer une compagnie internationale d'assurance-faillite, Henry Kaufman un organisme d'évaluation international et Jeffrey Garten un tribunal des faillites international et centralisé. Voir Eichengreen B. 1999.

¹²² La libéralisation des marchés financiers nationaux et internationaux s'opère à travers les profondes mutations des technologies de l'information et de la communication qui rendent difficile toute limitation des transactions financières.

¹²³ Voir Swoboda A., 1999 et Calomiris C., 1999.

¹²⁴ Voir Fischer S., 1999.

imposer les entrées de capitaux à court terme, à contrôler les sorties de capitaux et à imposer les opérations de change. D'importants efforts ont été déployés pour élaborer des mécanismes de prévention des crises. Toutefois, étant donné que les crises restent inévitables, il convient également de résoudre les problèmes liés à la *gestion des crises*, en créant une série de mécanismes institutionnels destinés à remédier à l'asymétrie de l'information et aux problèmes d'action collective qui empêchent de mettre rapidement fin à ces crises.

Concernant ces derniers instruments, l'accent a été mis sur les mesures visant à impliquer le secteur privé et à lui faire supporter une part plus importante des charges liées à la gestion des crises. Enfin, nous analyserons les diverses propositions de réforme du FMI – cette institution internationale a joué un rôle majeur dans la récente crise financière. Le rôle du prêteur de dernier ressort international devrait idéalement être confié à un réseau de banques centrales plutôt qu'au FMI.

Il n'existe à l'évidence aucun consensus international sur les options politiques de base (régime de change le plus approprié, imposition des entrées de capitaux et des opérations de change, contrôles des sorties de capitaux). En revanche, beaucoup s'accordent sur la nécessité de renforcer et d'améliorer l'information et la transparence, et sur l'adoption de règles internationales de conduite par les organismes du secteur privé compétents en la matière (l'IASC, *International Accounting Standards Committee*, et l'ICGN, *International Corporate Governance Network*) et par les comités internationaux des autorités nationales de surveillance (OICV, Comités de Bâle). Il ne fait cependant aucun doute que la mise en œuvre de ces mesures implique certains choix difficiles et que leur contenu soulève des questions délicates.

La section 6.2. de ce chapitre décrit brièvement la nature du problème et la corrélation entre un système bancaire faible et les mouvements de capitaux dans les économies émergentes. La section 6.3. analyse les options politiques visant à prévenir les crises financières. Enfin, la section 6.4. examine les missions éventuelles du Fonds monétaire international dans le cadre de la gestion des crises.

6.2. Banques et mouvements de capitaux: nature du problème

Les banques constituent un problème spécifique dans les économies émergentes: elles sont beaucoup trop souvent sollicitées pour fournir des services d'intermédiation financière car les infrastructures juridiques et réglementaires des pays en voie de développement sont relativement faibles. Les économies tributaires des banques sont fragiles. Dans de nombreuses économies émergentes, la libéralisation financière a favorisé l'émergence de crises bancaires en permettant aux banques de développer leurs activités à risque sans que la surveillance et la réglementation, destinées à vérifier que ces risques sont correctement gérés et à les limiter le cas échéant, aient été renforcées parallèlement.

La libéralisation des mouvements internationaux de capitaux peut accroître sensiblement ces risques. Plus les marchés financiers internationaux et nationaux sont intégrés, plus les systèmes financier et économique nationaux sont sensibles aux taux d'intérêt étrangers. Si ces derniers sont les déclencheurs immédiats des crises bancaires, ils peuvent avoir dès lors un impact plus important¹²⁵. En outre, plus la mobilité des capitaux est élevée, plus les banques cherchent à développer leurs activités à risque en trouvant des capitaux à l'étranger. Les investisseurs étrangers financeront plus volontiers ces activités dans les marchés émergents s'ils sont certains que les gouvernements considèrent ces banques comme trop

¹²⁵ Voir Eichengreen B., 1999.

importantes pour faire faillite. En présence de garanties gouvernementales, ils seront attirés par les taux d'intérêt élevés propres aux marchés émergents à faibles capitaux sans être dissuadés par les risques encourus.

Les crises asiatiques s'expliquent principalement par la faiblesse du système financier. En effet, dans les mois précédents, les banques et/ou leurs entreprises clientes ont vu leur dette à court terme en devises étrangères augmenter sensiblement. Les taux d'intérêt des économies locales étaient beaucoup plus élevés que les taux d'intérêt étrangers, favorisant ainsi le recours aux prêts étrangers. Comme les monnaies asiatiques étaient relativement stables par rapport au dollar américain dans les années 1990¹²⁶, les risques de change ne semblaient pas importants. Les gouvernements ont encouragé les banques à octroyer des prêts aux entreprises. Le nombre d'emprunts, destinés essentiellement aux acquisitions immobilières et aux augmentations de capital, s'est accru pendant la période qui a précédé la crise. Dès lors que la conjoncture s'est dégradée et que les taux d'intérêt ont augmenté, les prix de l'immobilier ont chuté et les défaillances sur les prêts se sont multipliées. Les normes de prêts furent aussi mises à mal en raison des interventions gouvernementales dans le système bancaire ou de l'actionnariat public ainsi que de crédits accordés aux propriétaires, directeurs ou gérants de banque et/ou à leurs sociétés). La faiblesse du cadre juridique et comptable et des exigences d'information est venue aggraver la situation. Le capital des banques était insuffisant compte tenu de l'environnement à risque dans lequel elles opéraient.

Dans de nombreux pays victimes de la crise, les agences de surveillance bancaire manquaient d'indépendance, des ressources et de l'autorité juridique requises pour exercer leur mandat. Dans la mesure où les gouvernements avaient mené une politique budgétaire rigoureuse et avaient soutenu généreusement les établissements en difficulté, on estimait qu'en cas de défaillance des banques les gouvernements auraient les moyens et la volonté de rembourser les déposants, les créanciers et les actionnaires.

Étant donné que le marché de la dette des économies émergentes n'était pas suffisamment développé, les banques étaient la principale source d'intermédiation financière. Lors de l'effondrement du système bancaire, les autres sources de crédit étaient peu nombreuses, d'où l'impact d'autant plus important de la crise bancaire sur l'économie réelle.

6.3. Solutions politiques existantes

Une façon évidente de limiter le danger que constitue l'existence simultanée de banques mal gérées et de marchés internationaux de capitaux ouverts est de *renforcer les pratiques de gestion des risques des banques* ainsi que *le contrôle et la réglementation* de ces pratiques. Ces questions ont été examinées en détail dans les chapitres 3 et 5, consacrés à la transparence des opérations bancaires et à la nécessité de renforcer les pratiques de gestion des risques des banques.

Toutefois, comme nous l'avons déjà indiqué, les banques et les autorités de surveillance ont respectivement une capacité de gestion des risques limitée et de surveillance bancaire restreinte dans de nombreux pays en voie de développement. En outre, les exigences de fonds propres sont très différentes dans la théorie et dans la pratique. Compte tenu de l'insuffisance des normes en matière d'audit et de comptabilité, et des situations politiques,

¹²⁶ L'hypothèse selon laquelle le taux de change était stable a profondément affecté le comportement économique de ces pays, notamment au sein du système bancaire, et contribué à la sévérité des crises de post-dévaluation. Quoi qu'il en soit, la crise asiatique était due essentiellement à la faiblesse du système financier et à l'endettement excessif des entreprises des pays concernés, et non à de profonds décalages entre les taux de change.

les transferts de capitaux font rarement l'objet d'une trace écrite. Cela signifie que la révision de l'accord de Bâle sur les fonds propres minimums ainsi que sur le degré de risque des investissements a peu de chance de s'avérer efficace.

Dans un tel environnement, le libre accès aux emprunts étrangers, et notamment aux marchés à court terme, ne peut aller de pair avec la stabilité financière¹²⁷. Ceci justifie la mise en œuvre d'une troisième ligne de défense contre l'instabilité financière, à savoir limiter ou imposer les emprunts contractés par les banques à l'étranger, dans les pays où les première et deuxième lignes (surveillance des pratiques de gestion des risques et réglementation de ces pratiques) ne suffisent pas. Lorsque les banques parviennent à contourner ces mesures en demandant aux entreprises de contracter des emprunts et de leur reverser les fonds, il est nécessaire de prendre des mesures de plus large portée, comme un impôt visant à limiter les emprunts à court terme de toutes les entités nationales (voir ci-après).

La grande majorité des pays en voie de développement ne dispose ni d'une gestion prudente de la dette¹²⁸, ni des accords de liquidité requis pour faire face à l'instabilité des marchés internationaux de capitaux. Les emprunteurs peuvent procéder de la façon suivante pour accroître leurs liquidités, réduire leur risque de change et leur niveau d'endettement:

- premièrement, ils peuvent obtenir des échéances de remboursement de leur dette plus longues afin de réduire le risque d'emprunt de consolidation;
- deuxièmement, ils peuvent accroître leurs réserves internationales dans le but d'amortir les chocs externes sur les marchés des biens et des capitaux¹²⁹;
- troisièmement, ils peuvent soumettre leurs banques à des exigences de liquidités et de réserves strictes afin que les avoirs disponibles soient suffisants en cas de retraits soudains des dépôts;
- quatrièmement, ils peuvent utiliser des instruments dérivés pour couvrir leur taux d'intérêt et prévenir le risque de change;
- cinquièmement, ils peuvent limiter la part de la nouvelle dette privée et publique en devise étrangère;
- sixièmement, ils peuvent négocier des lignes de crédit avec des banques commerciales ou d'autres créanciers commerciaux pour s'assurer des liquidités en cas de besoin¹³⁰;
- enfin, ils peuvent éviter de recourir à la dette à moyen et long termes avec droit d'encaissement par anticipation (dette assortie d'une clause de remboursement anticipé qui peut s'exercer à la demande du créancier).

¹²⁷ Les prêts étrangers permettent aux banques de rembourser leurs dettes par anticipation ou d'entreprendre des activités à risque pour tenter de se refaire une santé. Des garanties gouvernementales en faveur de banques jugées trop importantes pour faire faillite encouragent les investisseurs étrangers de leur faire crédit. Mais une perte de confiance pourrait les pousser à se désengager à tout moment; la courte échéance de leurs prêts leur donne la possibilité de se retirer à tout moment et leur départ peut précipiter l'émergence d'une crise bancaire et monétaire. Voir Eichengreen B., 1999.

¹²⁸ Pour de plus amples informations sur l'UDROP (report des dettes moyennant une pénalité, *Universal Debt Rollover Option with a Penalty*), voir ci-après.

¹²⁹ Il convient de souligner que les pays disposant de réserves très importantes ont mieux géré les crises récentes que ceux dont les réserves étaient limitées (Fischer, 1999).

¹³⁰ L'Argentine, par exemple, a négocié l'échéance de sa dette publique de telle sorte que sa dette à court terme s'élève désormais à seulement 3 % de sa dette totale. En outre, elle a obtenu un crédit d'urgence de 6,7 milliards de dollars auprès de 14 banques internationales et ses réserves internationales sont supérieures aux exigences fixées par son conseil monétaire. L'Argentine a imposé des exigences de liquidité strictes aux banques nationales.

6.3.1. Imposition des entrées/sorties de capitaux et des opérations de change

Comme nous l'avons précisé dans le paragraphe précédent, en l'absence d'une gestion des risques de la part des banques et d'une surveillance réglementaire adéquates, une troisième ligne de défense est mise en œuvre, qui consiste à *limiter les emprunts des banques à l'étranger*, en particulier par des impôts¹³¹, ou à limiter quantitativement les emprunts à court terme en devises étrangères. Les entreprises peuvent néanmoins contracter des emprunts offshore puis placer ces fonds auprès des banques nationales, en échange de taux de rémunération des dépôts relativement attractifs, dans la mesure où l'accès des banques aux emprunts étrangers est restreint. Les banques prêtent ensuite ces fonds à leurs propres clients nationaux. Si les entreprises se protégeaient des risques en effectuant des dépôts en devises étrangères, les banques supporteraient le même risque de change à court terme que si leur capacité d'emprunter à l'étranger était illimitée. À supposer que la pression exercée sur les autorités pour qu'elles offrent des garanties aux banques reste inchangée, les investisseurs étrangers seraient incités à accorder des prêts à court terme en devises étrangères car ils seraient quasiment certains d'être remboursés.

La solution la plus évidente consisterait à instaurer un *impôt sur toutes les entrées de capitaux à court terme* (pas uniquement sur les entrées de capitaux du secteur bancaire) afin d'éliminer les distorsions qui résultent d'une dépendance excessive à l'égard des emprunts à l'étranger à court terme. Compte tenu de la difficulté à distinguer les termes des emprunts suivant le type d'instrument, un impôt sur la durée de placement, qui frappe essentiellement les investissements à court terme, aurait davantage d'impact qu'un impôt sur des instruments spécifiques¹³².

Les partisans d'une telle mesure affirment que les économies de marché émergentes et matures devraient adopter des politiques différentes à l'égard du compte de capital et qu'il est crucial d'opérer une distinction entre les contrôles visant à empêcher la réalisation de transactions financières internationales à n'importe quel prix, d'une part, et les impôts qui cherchent simplement à corriger l'écart entre coûts privés et coûts sociaux, d'autre part. La critique selon laquelle l'imposition des entrées de capitaux augmentera le coût des emprunts à court terme des marchés émergents apparaît dénué de fondement car il s'agit précisément du rôle de cette mesure.

L'idée de *contrôles sur les sorties de capitaux* est encore moins défendable dans la mesure où ils ont un effet moins dissuasif sur les prises de risque excessives par les banquiers ou les responsables financiers. Ces contrôles tentent d'éviter que le système bancaire ne devienne instable, non pas en empêchant les banquiers et responsables financiers de se couvrir, mais en empêchant les déposants inquiets de retirer leurs capitaux et d'ébranler le système. En somme, ils traitent davantage les symptômes que le mal.

Les impôts sur les transactions internationales (*taxes Tobin*) sont probablement moins efficaces que les prélèvements de type chilien. Premièrement, une taxe sur toutes les entrées

¹³¹ Les marchés émergents, par exemple, pourraient instaurer des incitations en fixant des exigences de fonds propres selon le degré de risque de financements des banques et de leurs actifs. Les pays industrialisés devraient, pour leur part, s'accorder pour relever la pondération des risques appliquées aux créances à court terme sur les banques, qui s'élève actuellement à seulement 20 % selon l'accord de Bâle, et pondérer différemment les prêts bancaires destinés aux pays qui respectent les normes comptables internationales et les exigences d'information financière de ceux destinés aux pays qui ne les respectent pas.

¹³² Le Chili a longtemps soumis les entrées de capitaux étrangers sans prise de participation au capital à une obligation de dépôt d'une durée d'un an sans intérêts, ce qui se traduit de fait par un impôt inversement proportionnel à la durée de l'investissement. Ces exigences ont eu plus d'impact sur la composition des entrées de capitaux que sur leur volume.

de capitaux frapperait de la même façon les transactions financières entre résidents et non-résidents et serait donc moins sujette à un transfert d'actifs. Deuxièmement, elle limiterait la vulnérabilité des pays face aux conséquences déstabilisantes des sorties de capitaux soudaines, non pas en tentant de juguler ces mouvements, ce qui s'avèrerait inefficace, mais en taxant les capitaux à leur entrée dans le pays lorsque les risques d'évasion sont encore négligeables.

Il est évident qu'une taxe de type chilien sur les entrées de capitaux est vouée à l'échec si ce sont les résidents qui fuient la devise. Mais la mise en œuvre de ces mesures politiques se justifie dès lors que les entrées excessives de capitaux, encouragées par des garanties gouvernementales permettant aux banques nationales de se couvrir, se traduisent par des problèmes et, en définitive, par un risque de sortie de capitaux. En outre, comme nous l'avons déjà expliqué dans le chapitre 5, il n'existe aucun consensus clair sur un dispositif optimal en matière de change.

6.3.2. Proposition UDROP: une petite contribution à la nouvelle architecture financière internationale (Buiter – Sibert, 1999)

La proposition UDROP (report des dettes moyennant une pénalité, *Universal Debt Rollover Option with a Penalty*) vise à empêcher les crises de refinancement des dettes libellées en devises étrangères. À l'échelle mondiale, ces dettes n'ont rien à voir avec celles contractées auprès du prêteur de dernier ressort national ou garanties par des assurances nationales de dépôt. Toutes les dettes en devises étrangères devraient être assorties d'une option de report, qui autoriserait l'emprunteur à proroger ou à différer le paiement de la dette arrivée à échéance pour une période donnée. La négociation des conditions du report incomberait aux parties contractantes¹³³. Cette proposition ne prévoit aucun engagement financier des gouvernements nationaux ou des institutions internationales telles que le FMI. La proposition UDROP garantit également le remboursement automatique de tous les créanciers, privés et publics. Cette proposition, qui repose sur les réglementations, s'applique à toutes les dettes en devises. Elle est exercée à la discrétion de l'emprunteur.

Cette option est en totale opposition avec les facilités de refinancement accordées au cas par cas, sur une base politique et discrétionnaire, par le FMI. Cette stratégie a été adoptée récemment dans le cadre des lignes de crédit préventives (LCP) du FMI.

La proposition UDROP est axée sur le marché: créanciers et emprunteurs négocient les termes et les conditions des prêts en devises étrangères et l'option de report afférente. Elle échappe à la critique de la «stratégie de couverture dynamique» qui offre la possibilité à l'emprunteur d'annuler l'effet de l'assurance obligatoire de report et en négociant des créances conditionnelles, dans la mesure où toutes les dettes en devises étrangères, y compris les éléments hors bilan, seraient nécessaires pour pouvoir exercer une option de report. Dans le cas des éléments hors bilan, le montant de l'assurance de report serait égal à la dette en devises étrangères lorsque survient l'éventualité définissant la créance conditionnelle.

La proposition UDROP est censée s'appliquer uniquement en cas de marchés en crise. Même lorsque les conditions du marché sont favorables, des entrées ou sorties soudaines et importantes de capitaux peuvent bouleverser profondément l'économie réelle. La proposition UDROP ne permet ni de résoudre plus efficacement les problèmes de surévaluation des taux

¹³³ Diverses formules subordonnent la possibilité pour l'emprunteur d'exercer sa clause de report à une déclaration préalable de l'état de crise du marché faite par la banque centrale nationale, le FMI ou l'indicateur des marchés en crise.

de change et de surchauffe des économies, ni de remédier à la cause première de ces problèmes communs. Elle est compatible avec les propositions susmentionnées (taxes Tobin ou taxes de type chilien) visant à restreindre les mouvements de capitaux mais son efficacité ne dépend pas de leur succès.

6.3.3. *Gestion de la crise: renflouement du secteur privé*

Tandis que la prévention des crises requiert surtout des actions à l'échelle nationale, leur traitement implique davantage l'intervention de la communauté internationale. Cette dernière peut aborder les crises de deux façons strictement opposées: soit elle vient à la rescousse du pays concerné, soit elle reste à l'écart et laisse les événements suivre leur cours. Les deux situations peuvent être évitées à travers une définition claire du rôle du FMI (voir ci-après) et un rééchelonnement plus méthodique des dettes problématiques.

Dans les circonstances actuelles, le rééchelonnement des dettes problématiques reste exclu car trop difficile à mettre en œuvre. Le problème est qu'il n'existe ni code de faillite international ni, dans la majorité des cas, de législation nationale adéquate sur les faillites ou des clubs similaires à ceux de Paris et de Londres (qui sont chargés du rééchelonnement des dettes publiques).

Entre les années 1980 et 1990, les flux de capitaux privés à destination des économies émergentes ont été marqués par la forte baisse des prêts bancaires syndiqués et par l'augmentation des autres types de flux – surtout des obligations, pour les mouvements bruts de capitaux, et des investissements directs étrangers et des mouvements de portefeuilles (valeurs mobilières et obligations) pour les flux nets. L'importance croissante des obligations et de la titrisation posent un nouveau problème: à la différence des prêts syndiqués, les contrats obligataires souverains ne sont pas facilement rééchelonnables. En effet, leur rééchelonnement requiert en principe une approbation unanime. Les obligataires ont la possibilité de poursuivre l'émetteur, et les actions judiciaires peuvent donner lieu à une clause de défaillance croisée sur d'autres valeurs mobilières et à un remboursement anticipé. Il n'est pas obligatoire de partager les créances recouvrées en contentieux avec les autres créanciers obligataires. En outre, la détention d'obligations devient assez répandue et – contrairement aux prêts bancaires pour lesquels il existe des comités consultatifs – aucun comité directeur permanent n'est chargé de défendre les intérêts des créanciers; la réunion de ces derniers peut donc s'avérer coûteuse et longue. Par ailleurs, les autorités de surveillance ont moins la possibilité de faire pression sur les obligataires que sur leurs banques.

Face à toutes ces difficultés, un débiteur peut considérer que le rééchelonnement est trop pesant et y renoncer – même si celui-ci profiterait à la majorité des débiteurs et créanciers.

La solution au problème pourrait consister à modifier les termes des contrats obligataires et à inclure des «clauses d'action collective» (votes à la majorité, partage et non-remboursement anticipé en cas de défaut) qui empêcheraient quelques créanciers mal inspirés de bloquer le rééchelonnement et d'organiser des *comités directeurs permanents*¹³⁴ pour mener les négociations futures. Les créanciers privés s'opposent à l'inclusion obligatoire de clauses de rééchelonnement dans les contrats obligataires car elles favoriseraient les défauts de paiement. D'aucuns s'accordent à dire qu'en aidant les débiteurs à fuir leurs dettes, ces dispositions augmentent les coûts des prêts. L'aléa moral et les autres défaillances du

¹³⁴ Plus les informations sont incomplètes, plus les négociations de rééchelonnement sont difficiles. La création d'un comité permanent de représentants des diverses catégories de créanciers – porteurs d'obligations, banques, fonds spéculatifs – faciliterait la communication et permettrait de remédier au manque d'information. La création d'un comité permanent de créanciers réduirait ainsi les coûts des transactions en temps de crise.

marché ne doivent pas conduire les gouvernements à compter de façon excessive sur les prêts étrangers¹³⁵.

L'absence de progrès laisse à penser que des obstacles notables freinent la réforme du marché. L'effet d'annonce en fait partie: si seuls quelques émetteurs incluent des clauses de vote à la majorité qualifiée dans les contrats d'emprunt, les créanciers pourraient estimer que les débiteurs envisagent de demander un rééchelonnement dans un futur proche. Sans l'application de la législation et la réglementation actuelles dans les pays créditeurs, la situation risque peu d'évoluer dans ce domaine. Le FMI pourrait également faire progresser la situation à grands pas (voir ci-après).

Les crédits interbancaires à court terme posent davantage de problèmes: les prêts interbancaires à court terme n'étant régis par aucun contrat officiel, la modification des dispositions contractuelles ne peut faciliter la renégociation. En outre, étant donné que les banques sont la clé de la stabilité du système de crédit et de paiement d'un pays, les gouvernements sont peu disposés à envisager des solutions qui risqueraient de menacer leurs dispositions. Ces facteurs rendent extrêmement difficile la réduction des créances étrangères sur les banques nationales.

Les investisseurs ne sont guère favorables à la création de comités permanents de créanciers. Ils craignent que ces comités permettent aux débiteurs d'engager trop facilement des négociations de rééchelonnement et qu'ils soient trop tentés de suspendre leurs remboursements. Mais l'intérêt de la communauté internationale, qui cherche une alternative viable aux renflouements des pays en crise, est tout autre.

6.4. Quel rôle pour le FMI?

Le FMI occupe une place majeure dans le débat sur l'architecture financière du fait, notamment, de sa composition quasi-universelle et de son rôle de sauvegarde de la solidité et de la stabilité financières du système monétaire international¹³⁶. S'agissant des questions majeures qui se posent – transparence et responsabilité, renforcement des systèmes financiers, implication du secteur privé dans la gestion et le règlement des crises économiques – il apparaît que le FMI joue un rôle actif dans ces trois domaines.

Mais le FMI n'est pas simplement un acteur. Situé au cœur du débat sur la réforme de l'architecture financière internationale, il est de ce fait l'un des éléments du problème.

6.4.1. Évolution du rôle du FMI

La mission initiale du FMI était de promouvoir la coopération en termes de politique monétaire et de change. En juillet 1944, 300 représentants de 44 pays se sont rencontrés à Bretton Woods et ont défini un système de taux de change fixe (système de Bretton Woods),

¹³⁵ Dans la pratique, on peut se demander si les coûts des emprunts augmenteront réellement. Le vote à la majorité qualifiée, le partage et le non-remboursement anticipé en cas de défaut simplifieraient la renégociation des dettes non recouvrées. Mais s'ils permettent d'éviter une longue période d'impasse et donc de ne pas léser la majorité des investisseurs, rien ne justifierait une baisse du volume d'émission des obligations de ce type. Les petits porteurs d'obligations, qui ne peuvent tenter une action faute de ressources financières suffisantes, seraient mieux lotis si ces clauses évitaient une longue période de non-paiement des intérêts et de dépréciation des obligations durant laquelle le gouvernement et les créanciers mènent leur guerre d'usure.

¹³⁶ Dans ce contexte, le FMI procède chaque année à une consultation et à un exercice de surveillance concernant la politique économique de chacun de ses membres. Par le biais de ces examens annuels, connus sous le nom de consultations au titre de l'article IV, le FMI instaure un vaste dialogue politique avec les pays membres pour tenter de résoudre et d'anticiper les problèmes spécifiques. Les gouvernements membres sont obligés de prendre part à cette mission de surveillance.

modifiable uniquement par consentement unanime et sur approbation du FMI. Le système s'est écroulé en 1973 lorsque les États-Unis ont décidé d'augmenter leur masse monétaire pour atteindre certains objectifs nationaux. La hausse de l'inflation américaine allait à l'encontre de l'engagement du pays de maintenir la parité entre le dollar et l'or. Les États-Unis, qui ne souhaitaient pas mener une politique déflationniste, ont laissé le système s'effondrer. À partir de 1973, les pays ont été libres de laisser flotter leur taux de change sans le consentement du FMI.

Après l'effondrement du système de Bretton Woods, le FMI a changé de mission. À la fin des années 1970, la dette extérieure des pays d'Amérique latine a sensiblement augmenté. Le FMI a joué un rôle majeur dans les crises qui ont suivi car il a été chargé de coordonner le rééchelonnement des dettes extérieures. Le démantèlement de l'Union soviétique au début des années 1990 et la nécessité de financer sa transition vers une économie de marché ont donné un nouvel élan au FMI.

Plus récemment, le FMI s'est vu doter d'un nouveau rôle. En 1994, le gouvernement mexicain a eu des difficultés à procéder au renouvellement de sa dette à court terme, pouvant se traduire par une défaillance. Le FMI et le gouvernement américain ont résolu le problème en apportant un soutien financier conséquent.

Plusieurs auteurs, dont Friedman (1998) et Schwartz (1998), affirment que les taux d'intérêt de cette enveloppe financière étaient plus attractifs que ceux du marché et qu'il s'agissait donc d'un *renflouement*. Celui-ci aurait conduit les créanciers à croire que les autres pays en voie de développement bénéficieraient d'un traitement similaire en cas de crise. Le renflouement du Mexique les aurait donc dissuadés de s'informer sur la situation d'autres pays avant d'accorder des prêts de même nature. La perspective d'autres renflouements similaires aurait également découragé les gouvernements de mener une politique rigoureuse, mais responsable, pour convaincre les créanciers de leur solvabilité.

À cet égard, les politiques de renflouement du FMI peuvent accroître le *risque moral* du côté des gouvernements et des créanciers. Le FMI pourrait donc finir par déstabiliser les marchés financiers internationaux. Durant les récentes crises asiatiques, qui ont été analysées dans la section 6.3, le FMI a contribué à l'octroi de prêts substantiels aux pays touchés.

6.4.2. Prêteur de dernier ressort international ou réseau de banques centrales?

Les détracteurs comme les partisans du FMI affirment que ses activités récentes s'apparentent à celles d'un prêteur de dernier ressort à l'échelle internationale. Fischer estime que le FMI devrait résoudre trois problèmes:

- Premièrement, il devrait s'assurer que les défaillances des gouvernements des pays en voie de développement ne s'étendent pas à d'autres pays (effet de contagion), conduisant ainsi à des crises financières mondiales.
- Deuxièmement, il devrait empêcher les situations de panique dans les pays en voie de développement, même quand elles ne risquent pas de déstabiliser les marchés financiers internationaux.
- Troisièmement, il devrait favoriser et faire appliquer une réforme politique générale, même si elle n'est pas liée directement aux systèmes financiers desdits pays.

C'est dans le cadre du premier objectif – à savoir la nécessité d'éviter que la crise ne se propage sur les marchés financiers – que le FMI joue le rôle de prêteur de dernier ressort international. L'argument en sa faveur est le suivant: dans la mesure où il est nécessaire de

disposer d'un prêteur de dernier ressort au plan national, chacun devrait admettre la nécessité d'en désigner également un à l'échelon international.

En règle générale, un prêteur de dernier ressort est désigné au plan national en cas de totale discordance entre les échéances et les caractéristiques de risque associées aux actifs et passifs communs au système bancaire. Les gouvernements des pays émergents, notamment ceux des pays confrontés à des périodes de turbulence économique, sont extrêmement dépendants de leur capacité à emprunter à court terme. Étant donné que les actifs des gouvernements se composent surtout de droits sur les futures recettes fiscales, il existe un déséquilibre entre leurs actifs et leurs passifs. Cette situation peut conduire à une situation de panique. Si les créanciers ne veulent pas reporter le remboursement de la dette, les gouvernements sont confrontés à une crise de liquidité et ne sont généralement pas en mesure d'honorer leur dette. La difficulté à coordonner les créanciers peut se traduire par une fuite vis-à-vis de la dette d'un pays.

La panique des créanciers peut incontestablement justifier l'intervention d'une institution réglementaire internationale, mais non l'octroi de prêts à taux bonifiés en faveur des pays en crise¹³⁷. Premièrement, ces paniques ne peuvent survenir que si le gouvernement décide d'opter essentiellement pour des prêts à court terme. La plupart des pays développés échelonnent leurs échéances de remboursement de sorte que seule une part infime de la dette doit être reportée. Ils sont donc à l'abri de telles paniques financières. Deuxièmement, même si la contagion provient d'autres nations touchées par un mécanisme autre que la panique des créanciers, les banques centrales ont la capacité et la volonté d'accroître les liquidités internationales pour prévenir toute atteinte grave de l'économie mondiale.

Les banques centrales des principales puissances peuvent intervenir conjointement pour injecter des liquidités sur les marchés internationaux. Ces interventions ne nécessitent pas que les fonds soient directement alloués à un pays. L'essentiel est que les liquidités soient aisément disponibles pour que le marché puisse les répartir de la meilleure façon possible. À cet égard, les baisses de taux d'intérêt accordées à l'été et à l'automne 1998 par le système de Réserve fédérale (Federal Reserve System) et par la plupart des banques centrales européennes ont été la réponse conjointe des principales puissances économiques pour enrayer les paniques financières.

Les prêts du FMI pourraient donc s'avérer inutiles dans le règlement des crises financières mondiales. Étant donné qu'ils s'adressent à des emprunteurs individuels, ils pourraient avoir un effet nuisible compte tenu des problèmes d'aléa moral afférents. Le FMI devrait surtout être chargé de conseiller les banques centrales sur l'état des marchés financiers internationaux, mais c'est aux banques centrales des principales puissances qu'il revient de jouer le rôle de prêteur de dernier ressort au plan international.

6.4.3 Réseau de banques centrales et Banque centrale européenne

Le fait que des pays parviennent seuls à éviter les impasses de liquidités propres aux institutions bancaires nationales et les éventuels problèmes d'aléa moral liés aux importants renflouements gérés par le FMI laisse à penser que le rôle du prêteur de dernier ressort international devrait probablement être confié à un réseau de banques centrales.

De toute évidence, la Banque centrale européenne devrait jouer un rôle international clé dans l'allocation de liquidités aux pays en difficulté. Toutefois, personne ne sait si le cadre institutionnel européen et le fonctionnement actuel de la BCE le permettent. La gestion des mesures de renflouement requiert des actions rapides et immédiates. Lorsqu'une crise éclate,

¹³⁷ Chari V. et Kehoe P. 1999.

qui doit réunir les fonds nécessaires? Cette mission incombe-t-elle uniquement au Président ou faut-il réunir officiellement le Directoire? De plus, puisqu'une action de renflouement nécessite l'approbation de tous les États membres, il pourrait être nécessaire de réunir le Conseil des gouverneurs.

Notre analyse suggère que le cadre institutionnel européen peut nécessiter l'adoption de nouvelles lignes directrices spécifiques, en termes de gestion des crises internationales.

6.5. Conclusions: problèmes à régler entre les décideurs européens

Ce chapitre a analysé le débat actuel sur la réforme de l'architecture financière internationale, les institutions, les structures et les politiques de prévention et de gestion des crises. Après avoir défini la nature du problème, nous avons étudié la corrélation entre un système bancaire faible et les mouvements de capitaux dans les économies émergentes, et analysé les politiques de prévention des crises financières ainsi que les possibilités de réforme du Fonds monétaire international, l'un des acteurs clés de la phase de gestion des crises.

Notre analyse de l'architecture financière internationale laisse à penser que les importants renflouements gérés par le FMI souffrent de graves problèmes d'aléa moral et que le rôle de prêteur de dernier ressort international devrait probablement être confié à un réseau de banques centrales. Même si la Banque centrale européenne devrait à l'évidence jouer un rôle clé dans l'allocation de ressources aux pays en difficulté, personne ne sait si le cadre institutionnel européen et le mandat actuel de la BCE le permettent. Il s'agit d'un grave problème, qui nécessitera certainement un débat général au niveau européen. En effet, dans les mois à venir, nous pensons que les décideurs européens débattront pour savoir si le traité autorise la BCE à jouer un rôle dans la gestion de la future architecture financière internationale.

La question de savoir si les institutions européennes sont en mesure de traiter les problèmes liés aux mouvements de capitaux internationaux a été évoquée tout au long de ce rapport. Le chapitre 5 notamment aborde les problèmes délicats de la surveillance prudentielle à l'échelle européenne. En effet, les autorités de surveillance européennes ont des rôles et des organisations distincts et les dispositions du traité instituant l'UE sur le rôle prudentiel du SEBC manquent de clarté et de précision. En outre, nous avons également affirmé qu'en l'absence d'une uniformisation forcée des critères de surveillance et d'un partage clair des compétences et des responsabilités de surveillance prudentielle entre les autorités nationales et une autorité de surveillance centralisée, le système financier de la zone euro sera fragilisé s'il joue un rôle plus important dans la gestion des crises et remplit la fonction de prêteur de dernier ressort. Nous nous féliciterons de l'instauration d'un débat sérieux sur ces questions entre les décideurs européens dans les mois à venir.

Références

- BLANCHARD, O. (1999) *Le procès du FMI, Libération*. Disponible en ligne: <http://www.liberation.com/quotidien.debats/avril99/990912a.html>
- BUITER, W. & SIBERT, A. (1999), *UDROP, A Small Contribution to the Reform of the International Financial Architecture*, Banque of England, mimeo
- CALOMIRIS, C. (1998), *Blueprints for a New Global Financial architecture*, American Enterprise Institute for Public Policy Research. Disponible en ligne: <http://www.aei.org/sp/spcalomiris.htm>
- EICHENGREEN, B. (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- CHARI, V. & KEHOE, P. (1999), *Asking the Right Question About the IMF*, Rapport annuel de la Banque de réserve fédérale de Minneapolis.
- FISCHER, S. (1999), *On the Need for an International Lender of Last Resort*, document présenté lors du déjeuner de l'American Economic Association et de l'American Finance Association, New York. Disponible en ligne: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.HTM>
- FRIEDMAN, M. (1998), "Markets to the Rescue", *The Wall Street Journal*, 13 octobre.
- KRUGMAN, P. (1998), "The Indispensable IMF", *New York Times*, 15 mai.
- SCHWARTZ, A. (1998), *Time to Terminate the ESF and the IMF*, université de New York.
- SWOBODA, A. (1999), "Reforming the International Financial Architecture", *Finance and Development*, Vol. 36, n° 3, septembre.

New .eu Domain

Changed Web and E-Mail Addresses

The introduction of the .eu domain also required the web and e-mail addresses of the European institutions to be adapted. Below please find a list of addresses found in the document at hand which have been changed after the document was created. The list shows the old and new address, a reference to the page where the address was found and the type of address: http: and https: for web addresses, mailto: for e-mail addresses etc.

Page: 2 **Old:** <mailto:gpatterson@europarl.eu.int>
Type: *mailto* **New:** <mailto:gpatterson@europarl.europa.eu>

Page: 113 **Old:** <http://europa.eu.int/comm/dg15/en/finances/general/fsen.htm>
Type: *http:* **New:** <http://ec.europa.eu/dg15/en/finances/general/fsen.htm>
