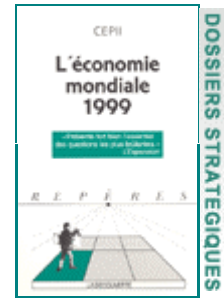


Réguler la globalisation financière

Michel Aglietta*



p. 66-80

Depuis une vingtaine d'années, la finance a été le siège de transformations de grande ampleur. La structure de l'épargne des ménages a été bouleversée, les investisseurs institutionnels montent continuellement en puissance alors que les banques commerciales rencontrent de grandes difficultés, les marchés de titres et de contrats financiers (marchés dérivés) ont proliféré et sont devenus étroitement interdépendants grâce à la liberté des mouvements de capitaux.

Ces changements de structure ont modifié le fonctionnement de la finance. Un double mouvement d'augmentation des risques et de création de moyens de disséminer les risques parmi les agents privés s'est produit. Il apparaît que les institutions financières gèrent de plus en plus efficacement la versatilité endémique des marchés, mais qu'elles sont largement démunies devant des perturbations de grande ampleur qui déclenchent des réactions de contagion et de panique.

Des situations d'instabilité qui menacent l'intégrité de pans entiers des systèmes financiers globalisés sont des circonstances où se manifeste un risque de système que les comportements privés et les mécanismes de concurrence ne sont pas capables de surmonter. Le risque de système entraîne des crises financières récurrentes qui peuvent être aussi bien des crises bancaires (Barings, Crédit Lyonnais, Banesto, ...) que des crises de marché (boursiers, immobiliers, changes, etc.).

Les causes des crises sont souvent complexes, mélange de facteurs objectifs et de la psychologie collective des marchés. Leur dimension internationale, du fait de l'interdépendance étroite des marchés, crée une incertitude difficile à percer sur les phénomènes qui peuvent se produire au cours de leur évolution. Ce contexte pose des dilemmes aux autorités publiques chargées de la sécurité des systèmes financiers. Ces autorités cherchent à promouvoir une régulation prudentielle qui soit cohérente dans l'ensemble des marchés globalisés, qui s'occupe à la fois de la prévention et de la résolution des crises. Cette régulation, « amicale au marché », doit inciter les agents privés à maîtriser eux-mêmes les risques qu'ils prennent. Elle doit contenir le risque de

* Michel Aglietta est conseiller scientifique du CEPII.

système, donc apaiser les inquiétudes qui déclenchent les paniques, tout en évitant de donner aux agents financiers l'impression que quoi qu'ils fassent ils seront couverts pour leurs pertes (attitude dite d'aléa moral). Enfin cette régulation multiforme ne peut être efficace que si elle a une portée internationale, ce qui exige une difficile coopération entre les banques centrales et les gouvernements nationaux, comme entre ceux-ci et le Fonds Monétaire International (FMI).

Il reste à préciser et illustrer la trame esquissée ci-dessus de manière à apprécier les avancées et les limites des réponses qui peuvent être données à l'instabilité financière sous l'hypothèse que la libéralisation n'est pas remise en cause.

Les transformations de la finance et la montée des risques

La transformation la plus lourde et la plus décisive est la financiarisation des ménages. A l'œuvre dans l'ensemble des pays développés, elle résulte de changements socio-démographiques de très longue portée. Cette transformation se traduit par une augmentation systématique de la part des avoirs financiers dans la richesse des ménages, par l'accroissement de la richesse financière rapportée au revenu disponible et par la vive progression de la détention des actions par les ménages (France) ou par des investisseurs institutionnels très puissants (fonds de pension, compagnies d'assurance-vie, fonds mutuels) qui contractualisent l'épargne des ménages (pays anglo-saxons).

Le développement des patrimoines financiers a entraîné une exigence de rendement que les institutions financières ont cherché à satisfaire dans une concurrence accrue. Les gouvernements en ont été complices ou même instigateurs en orchestrant la déréglementation de la finance, voyant bien l'avantage qu'ils pouvaient tirer d'un financement non monétaire de leurs dettes publiques en forte progression. La réorientation du financement, des banques vers les marchés de titres, a donc accompagné la désinflation. Le résultat a été un changement complet du rapport des forces dans la finance qui décide des conditions de la rentabilité du capital : basculement de systèmes financiers dominés par les débiteurs à des systèmes dominés par les prêteurs ; changement des stratégies d'entreprises de la recherche de la croissance, sous le contrôle interne des managers, à la maximisation de la valeur actionnariale, sous la pression des investisseurs institutionnels. Dans tous les pays où le changement du contrôle de propriété a été profond, c'est à dire hors de l'Allemagne et du Japon, le taux de rendement du capital s'est fortement accru.

Ces nouvelles relations financières ont provoqué l'essor des marchés financiers. Ceux-ci permettent de diversifier les risques, mais ils créent aussi des risques liés à des variations brutales de prix et à des manques non prévus de liquidité sur des segments sensibles de l'ensemble des marchés de gros de la monnaie (grands marchés de change et de titres à court terme). Ces marchés jouent un rôle crucial dans le financement du commerce mondial et dans le crédit qui permet d'acquérir des positions d'actifs avec des effets de levier qui démultiplient l'échelle des investissements de portefeuille sur les marchés prometteurs.

Une dynamique financière qui a nourri plusieurs épisodes d'instabilité (crise boursière d'octobre 1987, multiples crises immobilières en 1989-1990) est le couplage

entre le crédit et l'acquisition d'un actif dans l'espoir de plus-value. La demande de crédit est alimentée par l'anticipation de la hausse du prix de l'actif et l'offre de crédit, qui est consentie contre la garantie de l'actif, est d'autant plus laxiste que le prix monte effectivement. Il s'ensuit une spéculation dite auto-réalisatrice, dans laquelle la hausse du prix est validée par le crédit qui permet d'attirer plus d'acheteurs et qui entretient la hausse. C'est ainsi que le prix des actions peut dépasser toute cohérence avec les profits futurs des entreprises, que le prix des propriétés immobilières peut décourager tout locataire potentiel de payer les loyers qui donneraient aux propriétaires un rendement normal. Lorsque ce phénomène se produit, le marché devient une bulle spéculative. Le prix ne peut que s'effondrer, mais l'ampleur de la chute et le moment du renversement sont inconnus. C'est une cause d'incertitude qui est présente dans de nombreuses crises financières.

Un autre facteur de fragilité est produit par la libéralisation financière elle-même. Celle-ci ne se produit pas sur un terrain vierge. Elle bouleverse des structures fortement contrôlées par la puissance publique dans de nombreux pays et protégées par les restrictions administratives aux mouvements internationaux de capitaux. La plupart du temps les gouvernements s'engagent dans la libéralisation parce qu'ils y voient un avantage immédiat ou parce qu'ils subissent des pressions de la communauté financière, des gouvernements étrangers, des organisations supranationales, ou parce qu'ils cèdent à l'idéologie ambiante. Ils ne le font jamais en respectant un programme préalablement réfléchi de conduite du changement structurel. Il s'ensuit que les institutions financières se trouvent plongées brutalement dans de nouvelles conditions de concurrence, ont des opportunités d'élargir leurs activités à de nouveaux domaines qu'elles ne connaissent pas, alors que les routines de leur organisation, la mentalité de leurs dirigeants, l'expertise de leurs personnels demeurent celles de l'ancien système. La distorsion des rythmes entre la mutation des règles communes et les changements en profondeur des structures et des comportements est presque certaine de provoquer la sous-évaluation des risques et la formation de situations financières (bilan et hors bilan) vulnérables à des chocs macro-économiques (variations imprévues des taux d'intérêt et des taux de change). Ce sont des configurations qui sont propices au risque de système.

Les institutions les plus vulnérables à ces défauts d'adaptation sont les banques. Elles ont été les victimes des changements dans la structure de l'épargne et du développement des marchés de titres pour le financement des entreprises. Elles ont dû rechercher de nouvelles activités profitables et se sont engagées dans des métiers éloignés des activités où elles étaient confinées dans les systèmes financiers réglementés. Aussi les faillites bancaires se sont-elles multipliées, forçant les banques à des restructurations longues et pénibles. La réorganisation a été largement accomplie par les banques anglo-saxonnes, mais on en est encore bien loin en Europe continentale et surtout au Japon, sans parler des pays hors de la zone OCDE où les sinistres se multiplient et où presque tout est à faire.

Or, les banques, lorsqu'elles sont fragiles, deviennent les maillons faibles des systèmes financiers. Elles remplissent, en effet, un double rôle. D'une part, elles sont des entités privées qui recherchent le profit ; d'autre part, elles constituent des réseaux qui fournissent à l'économie globale un bien collectif : les systèmes de paiement et de règlement. Cette dualité fait que, dans les banques, les problèmes de liquidité et de

solvabilité sont inextricablement mêlés. La contagion peut être beaucoup plus rapide et étendue dans le réseau des positions interbancaires que dans tout autre relation économique. Les paniques bancaires peuvent provoquer des faillites et des pertes bien plus grandes parmi les déposants que chez les créanciers d'autres institutions financières, parce que les fonds propres des banques sont une proportion beaucoup plus faible de leur passif. C'est pourquoi les banques sont impliquées dans la majorité des crises financières.

Les crises financières récurrentes

Les banques sont directement parties prenantes au risque de système lorsque la mauvaise évaluation des risques et les excès de la concurrence par les volumes des crédits les met dans des situations financières vulnérables à des évolutions macro-économiques adverses. Dans ce cas, c'est le risque de crédit qui précipite des problèmes de liquidité à cause de l'inquiétude des déposants et des partenaires. Les banques sont aussi indirectement impliquées dans des crises qui prennent naissance dans les marchés, si elles ont en portefeuille ou en garantie des actifs dont les prix ont été gonflés par des bulles spéculatives qui s'effondrent, ou encore si elles sont exposées à de très fortes volatilités dans leurs activités sur les marchés dérivés (principalement swaps de devises et options). Dans ce cas, ce sont les risques de marché qui provoquent des risques de crédit, par dévalorisation des actifs mis en garantie des prêts, et des risques de liquidité, par les exigences des partenaires ou des autorités de marché d'avoir à couvrir les pertes. Dans tous les cas, le risque de système se noue par l'interdépendance des risques élémentaires. Il découle d'un défaut de coordination des mécanismes de marché face à l'incertitude.

Dans la décennie actuelle, ces phénomènes ont pu être observés à plusieurs reprises. Dans ces épisodes (leurs caractéristiques stylisées sont rassemblées dans le tableau), on relève un certain nombre de facteurs propres à la dynamique de la crise. Il y a toujours des prises de position à risque motivées par des spéculations sur les prix de certains actifs. Les marchés de change, notamment, sont vulnérables à la spéculation sur les devises qui font l'objet d'un ancrage sur une grande monnaie internationale (cas des monnaies du SME en 1992, du peso mexicain en 1995, des monnaies asiatiques en 1997). Car le passage au régime de change flexible est une possibilité que les marchés anticipent, même si les gouvernements jurent solennellement de défendre leurs monnaies envers et contre tout. C'est un terrain favorable aux attaques auto-réalisatrices lorsque se forme sur le marché l'opinion que, si l'attaque réussit, le gouvernement de la devise attaquée préférera le nouveau régime (flexible), bien que ses engagements passés le lient présentement à l'ancien (fixe). Les marchés boursiers et immobiliers sont propices aux bulles spéculatives pour d'autres raisons. Contrairement à des titres de créances, les actifs négociés sur ces marchés sont des droits de propriété sur lesquels ne pèse aucune contrainte de remboursement à un prix préétabli à une date future. La variation des prix n'est donc pas limitée. Lors d'un engouement euphorique, les spéculateurs anticipent, dans un mouvement de persuasion réciproque, la poursuite de la hausse des cours même si le prix est déjà très élevé.

LES CARACTÉRISTIQUES DE QUELQUES CRISES FINANCIÈRES RÉCENTES

<i>Épisodes</i>	<i>Source des perturbations</i>	<i>Nature des risques</i>	<i>Processus de contagion</i>	<i>Déficiences prudentielles</i>
<i>SME</i> (1992-1993)	Distorsion des taux de change. Unification allemande. Incertitudes sur la ratification du Traité de Maastricht.	Risque de change. Risque de crédit dans certains pays (ex : ménages au Royaume-Uni).	Spéculation auto-réalisatrice contre certaines monnaies (ex : FF). Répercussions sur les marchés au comptant des pertes sur les marchés dérivés (couverture dynamique des risques).	Illiquidité des marchés de change/intensité des attaques. Manque de coopération des banques centrales dans le SME.
<i>Marchés obligataires</i> (1994)	Placements non couverts élevés dans l'attente d'une baisse des taux d'intérêt à long terme. Resserrement inopiné de la politique monétaire américaine.	Risque de taux d'intérêt.	Forte augmentation de volatilité des taux. Répercussions internationales : ventes massives de titres longs.	Moins-values entraînant des problèmes de liquidité pour certaines institutions financières internationales.
<i>Barings</i> (1995)	Retournement à la baisse imprévu du Nikkei.	Risque de volatilité des prix d'actifs amplifié par la sensibilité des produits dérivés.	Répercussions entre les marchés d'Osaka et de Singapour.	Contrôle de risque inexistant à l'intérieur de la banque. Manque de coordination entre les autorités des marchés.
<i>Mexique</i> (1994-1995)	Déséquilibres macro-économiques cumulés. Détérioration de la situation politique. Ancrage du taux de change sur le dollar.	Risque de crédit, de change et de liquidité.	Très importante en Amérique latine (pression sur les changes) particulièrement en Argentine (inquiétudes sur le système bancaire).	Carence massive de la surveillance du risque-pays après la libéralisation financière.
<i>Asie</i> (1997)	Libération financière mal conçue. Crédit à court terme excessif. Ancrage du taux de change sur le dollar.	Extrême volatilité des prix d'actifs. Risque de crédit. Risque de change.	Très étendue en Asie : cascades de retraits de fonds à court terme. Ventes de panique sur les bourses et les marchés de change.	Pas de supervision locale efficace. Garantie implicite des prêts. Mauvais diagnostic initial du FMI/crise de liquidité et à l'étranglement du crédit.

L'importance du levier de crédit comme combustible de la spéculation a déjà été signalée. Le crédit consenti dans ces conditions sous-évalue presque toujours le risque. Car les banques sont entraînées par la même mentalité euphorique. Ayant pris l'actif spéculatif en garantie, elles se croient couvertes contre le risque de crédit en pensant pouvoir vendre l'actif en cas de défaut de leurs débiteurs. Mais cela ne vaut pas lorsque le marché s'effondre et que les pertes sur le marché mettent les emprunteurs dans l'impossibilité de rembourser leurs prêts. La vente de la garantie n'est souvent pas possible ou, si elle se produit, elle déprime encore le prix. C'est ainsi que se produisent les ventes de panique. Tout le monde observant la spirale de la baisse, personne ne peut envisager à quel niveau sera le prix-plancher. Cette incertitude empêche qu'il y ait des contreparties suffisantes aux offres de vente. Il y a alors une défaillance de marché, puisque le mécanisme d'équilibrage du prix par l'offre et la demande ne fonctionne plus.

Les défaillances de marché proviennent de l'absence de liquidité dans le contexte de la crise sur des marchés critiques. Les investisseurs institutionnels y ont une responsabilité à cause des impératifs de gestion qui dirigent leurs comportements dans ces circonstances. Étant en très forte concurrence mutuelle pour attirer les épargnants, ils répondent de la même manière aux signaux des marchés, sont très sensibles à leurs performances relatives, déploient des stratégies similaires d'assurance de portefeuille qui les incitent à la fuite vers la qualité lorsque certains marchés deviennent illiquides. Dans ces conditions extrêmes, les grandes banques internationales, qui sont les intermédiaires régulant la liquidité des marchés dans des conditions normales, ne remplissent plus leur fonction, parce qu'elles seraient obligées d'absorber seules des actifs que tous les autres agents veulent vendre à des prix toujours plus bas. Elles se retirent elles-mêmes de ces marchés et participent à la fuite vers la qualité. Elles coupent aussi leurs lignes de crédit aux banques locales (cas du Mexique et de l'Asie).

C'est ainsi que se produit la contagion, facteur important de la crise financière parce qu'entraînant l'incertitude sur son étendue. Lorsque le climat psychologique des agents financiers est corrodé par l'inquiétude, lorsque la perte de liquidité ici entraîne le report

des ventes ailleurs, d'autres marchés qui n'avaient pas été atteints à l'origine de la crise sont contaminés. Quand cela se produit, le risque systémique se réalise et provoque des désordres économiques socialement désastreux.

A cause des fonctions collectives remplies par les banques, les pertes sont toujours socialisées dès que les sinistres menacent d'entraîner des faillites en chaîne ou de déclencher la contagion des déposants. Les coûts sociaux, mesurés par les pertes cumulées des sinistres bancaires d'une période de crise qui doivent être couvertes par des aides publiques, peuvent être énormes. Rapportés au PIB annuel moyen sur la période de restructuration, pour en fournir un ordre de grandeur comparable d'un pays à l'autre, ces coûts atteignent 3,6 % en France, 6 % en Suède et 15 % en Finlande. Ils peuvent être beaucoup plus élevés dans les pays en voie de développement : plus de 25 % au Chili et en Argentine au début des années quatre-vingt. Ils sont encore mal estimés au Japon où la crise bancaire s'éternise et dans les pays asiatiques touchés par la crise financière de 1997. En sus des coûts directs, il existe des coûts indirects, les banques ne remplissant plus leur rôle économique. Ainsi les banques peuvent-elles fixer des taux d'intérêt prohibitifs aux nouveaux emprunteurs, pour compenser leurs pertes, ou couper purement et simplement les crédits. Par exemple, les pays asiatiques en crise ne parviennent pas à tirer parti du gain de compétitivité produit par les baisses sévères de la valeur de leurs monnaies. Les systèmes bancaires paralysés ne fournissent plus aux entreprises les crédits pour financer leurs exportations, ni pour acheter les biens importés nécessaires à l'augmentation de la production exportable.

En synthétisant l'ensemble de ces observations, on aboutit à une définition générale des crises financières qui va se révéler fort utile pour envisager les moyens de pallier la défaillance des marchés. Une crise est un équilibre anormal, parce que socialement inefficace, résultant de l'interaction non intentionnelle de comportements privés rationnels par défauts de coordination qui mettent en échec les ajustements de marché. Ces défauts proviennent d'informations incomplètes et asymétriques dans le crédit (l'emprunteur connaît mieux que le prêteur l'usage des fonds qui lui sont confiés). Ils découlent aussi de l'incertitude des marchés d'actifs sous contrainte de liquidité. Cette incertitude corrosive est elle-même secrétée par les stratégies mutuelles de réponse à l'attitude des autres agents financiers et par l'inadéquation de l'expérience passée pour appréhender des situations nouvelles.

La difficile élaboration d'une régulation à la mesure des marchés globalisés

Le renforcement de la régulation prudentielle est crucial pour rendre les structures financières plus robustes aux chocs imprévisibles et pour limiter l'aléa moral des banques qui savent que leur rôle spécial dans le service de la monnaie les protège des faillites la plupart du temps. Mais élaborer des méthodes de contrôle prudentiel compatibles avec la libéralisation financière est un processus de longue haleine. Il a débuté, dès 1974, au sein du cénacle des banques centrales, le comité de supervision bancaire du G10 à Bâle. Ce comité a élaboré, en 1986, le premier ratio de capital minimum sur risques de crédit (ratio Cooke) applicable aux grandes banques internationales à partir de 1988. Toutefois les négociations longues et tortueuses pour obtenir un accord international incluant l'agrément des banques créent un décalage entre l'élaboration de normes prudentielles internationales et les transformations de la finance.

Ainsi le ratio Cooke a-t-il été une réponse à la crise de l'endettement du Tiers-Monde du début des années quatre-vingt. Il n'a pas empêché la multiplication des faillites bancaires à la fin de la même décennie à cause de l'éclatement des bulles spéculatives financées à crédit. L'affaiblissement des banques a lui-même déclenché une nouvelle vague d'innovations dans le marché de gros de la liquidité internationale. Un marché ayant pour support des titres s'est en partie substitué au marché interbancaire comme moyen de mettre en communication les fonds disponibles et les besoins de trésorerie. Ce changement a, en retour, eu des conséquences pour le contrôle des risques. Il a entraîné une plus grande interaction entre les risques de crédit et les risques de marché. Il a provoqué l'essor des produits dérivés de gré à gré pour gérer les risques de marché. Mais ces produits posent eux-mêmes de nouveaux problèmes par leur complexité, leur connexion aux marchés de titres sous-jacents, leur très grande sensibilité aux variations des prix de ces titres. Aussi les risques de marché ont-ils pris une place prépondérante dans les préoccupations prudentielles.

Une complication accrue est venue de l'extension de la libéralisation financière aux pays en voie de développement depuis le début des années quatre-vingt dix. Tout d'abord, la fragilité induite parmi les banques à cause du changement brutal de logique financière, qu'on avait observée dans la plupart des pays de l'OCDE, s'est répétée avec une ampleur aggravée comme la crise asiatique l'a bien montré. Ensuite, ces pays tombent sous la coupe du FMI lorsqu'ils ont des difficultés à honorer leurs engagements financiers internationaux. Mais le FMI, qui traite avec des gouvernements, pas avec des marchés ni des institutions financières privées, n'a pas la même approche du traitement des crises que le Comité des banques centrales de Bâle. Il se fonde sur une surveillance macro-économique, pas sur le repérage des fragilités individuelles des banques et les symptômes de panique dans les marchés. Il apporte une assistance financière aux pays en contrepartie de programmes longuement négociés et assortis de conditions à engager de longues réformes structurelles. Il n'intervient pas pour remettre de l'ordre dans des marchés défaillants et pour superviser des banques. Aussi la division du travail entre les institutions publiques dans le cadre d'une régulation prudentielle globale est-elle à l'ordre du jour.

Sur la question du rôle prépondérant des marchés et de l'implication des banques dans les marchés, un changement profond de la doctrine prudentielle a été engagé. Ce changement vise d'abord à décentraliser la responsabilité du contrôle des risques à l'intérieur des établissements financiers. Ceux-ci sont encouragés à élaborer des modèles d'évaluation statistique des risques sur leurs portefeuilles d'avoirs et d'engagements au bilan et de contrats dérivés hors bilan. Les banques s'y prêtent d'autant plus que le contrôle interne des risques peut leur faire économiser des fonds propres et devient ainsi une arme de la concurrence. Mais construire de bons modèles ne suffit pas. C'est toute la culture et l'organisation des établissements bancaires qui doivent s'adapter aux nouveaux principes de gestion des risques. Cela implique la transparence interne des informations, le respect des procédures codifiées, la décentralisation des responsabilités, la séparation des fonctions opérationnelles et de l'audit interne, la détermination précise par les directions générales de limites à l'exposition au risque, l'autonomie des comités d'audit par rapport aux dirigeants et l'autorité de ces comités pour stopper les violations détectées aux règles de sécurité. Une telle révolution dans les pratiques bancaires ne peut être exigée, à l'heure actuelle, que des grandes banques internationales, qui jouent

un rôle critique dans l'intermédiation des marchés et qui sont supervisées par des banques centrales ou des autorités nationales indépendantes, tous membres du Comité de Bâle.

Lorsque les systèmes de contrôle interne sont reconnus comme étant la base de la régulation prudentielle, le rôle des superviseurs est lui-même profondément transformé. Il ne s'agit plus de dicter des prescriptions détaillées et d'imposer des ratios arbitraires. Il faut être capable d'évaluer la qualité des systèmes internes de contrôle. C'est l'exercice d'une supervision déléguée qui exige du superviseur public qu'il investisse dans des compétences nouvelles, qu'il noue avec les banques des relations interactives au lieu d'être strictement hiérarchiques. En outre, la coopération entre les superviseurs est indispensable s'agissant de banques internationales qui opèrent dans des marchés financiers globalisés. Pour comprendre les enjeux de cette coopération et les agents publics et privés qu'y sont impliqués, il faut désigner la hiérarchie des objectifs et identifier les institutions compétentes. La coopération entre superviseurs (de marchés, d'intermédiaires financiers, de pays) découle des interdépendances tissées par la globalisation financière. Aucun superviseur individuel ne peut maîtriser les reports et les renforcements de risque qui se produisent au sein de groupes financiers multi-établissements et dans les contagions entre marchés.

La crise asiatique récente a révélé deux carences majeures dans l'état actuel du dispositif prudentiel multiforme. La première est le maillon faible que représente la liquidité réduite et l'incapacité de la régulation prudentielle dans les marchés émergents. L'application des principes du contrôle interne et de la supervision déléguée aux pays émergents passe par des réformes de longue haleine et sans doute inégales selon les pays. La recommandation principale pour les pays qui n'ont pas encore commis l'erreur de la libéralisation financière brutale (rien moins que la Chine et l'Inde en particulier), c'est de synchroniser la libéralisation progressive et l'assimilation concrète des principes prudentiels modernes.

La seconde carence est l'absence d'une distinction claire entre régulation prudentielle et régulation systémique par incapacité de reconnaître la signification du risque de système ou par refus d'envisager de donner une solution institutionnelle au prêteur en dernier ressort international. A l'heure actuelle, le renforcement de la régulation prudentielle concerne les grands intermédiaires globaux (guère plus d'une cinquantaine) qui sont eux-mêmes des régulateurs de la liquidité des marchés. Or la crise asiatique a montré que les systèmes de contrôle de ces établissements, aussi sophistiqués soient-ils, ne parviennent pas à prendre en compte correctement l'interaction des risques de crédit et de marché et qu'ils sous-estimaient grossièrement les pertes provoquées par les risques de contagion. Il y a une myopie intrinsèque des agents privés devant le risque de système, parce que les dynamiques qu'il suscite sont empreintes d'une incertitude radicale quant au moment de déclenchement et à l'ampleur du phénomène. Les événements de l'automne 1997 ont montré que, lorsque le FMI devait pallier en catastrophe l'absence d'un régulateur systémique, son action était inadéquate ou beaucoup trop tardive.

Il ressort de ces observations que la régulation prudentielle des grands intermédiaires internationaux est complètement différente de la surveillance macro-économique des

pays dont s'occupe le FMI. Au minimum, une supervision globale est requise pour les grandes banques internationales. Sa place logique est la Banque des Règlements Internationaux (BRI) qui abrite le comité des superviseurs nationaux de toutes les grandes banques mondiales. Il s'agit de donner plus d'ambition à un processus qui se poursuit déjà depuis vingt cinq ans. Comme la BRI est aussi le cœur du réseau des principales banques centrales, l'articulation de la régulation prudentielle et de la régulation systémique peut y être réalisée.

Le comité des superviseurs pourrait se mettre d'accord sur un schéma de notation des grandes banques internationales, beaucoup plus approfondi que celui des agences de notation privée, à charge pour le superviseur du pays de la maison-mère d'un groupe bancaire d'effectuer la notation. La base de ces notations doit être une supervision consolidée, ce qui implique la fourniture aux superviseurs d'informations internes qui ne seraient pas connues des marchés. Munis de cette évaluation, les superviseurs devraient être dotés de l'autorité requise pour imposer aux banques des actions correctives précoces lorsqu'une dégradation des notes est décelée. Ce dispositif, déjà en vigueur aux États-Unis, devrait au moins être étendu à l'ensemble des pays du G10.

Enfin le besoin d'un prêteur en dernier ressort international doit être affirmé avec force. C'est une fonction de banque centrale reconnue théoriquement et historiquement depuis deux siècles. Lorsque des marchés financiers libres sont saisis par la contagion à cause d'une inquiétude sur la liquidité, le prêteur en dernier ressort est la seule institution capable de fixer un prix-planche dans des marchés désorganisés par des ventes de panique. Le couplage du prêteur en dernier ressort et d'une supervision forte permet d'impliquer les grandes banques dans les opérations de soutien des marchés.

Le prêt en dernier ressort est une fonction spéciale. Elle est totalement discrétionnaire pour préserver une ambiguïté constructive contre l'aléa moral. C'est une action exclusivement tournée vers la stabilité des marchés atteints par une crise de liquidité. Elle implique donc des opérations a priori indéterminées dans leurs montants, ce qui est requis pour rétablir la confiance. C'est donc pleinement une action de souveraineté monétaire. Dès lors que l'espace monétaire mondial n'est pas unifié, le prêteur en dernier ressort international ne peut être institutionnalisé. Il doit demeurer un domaine de coopération ad hoc des banques centrales les plus concernées par l'apparition du risque systémique dans telle ou telle région du monde. Les banques centrales devraient être plus concernées par leur responsabilité d'enrayer les perturbations déstabilisantes dans les marchés globaux de la liquidité qu'elles ne l'ont été à l'occasion de la crise asiatique.

Bibliographie

AGLIETTA M., *Macroéconomie financière*, La Découverte, coll. « Repères », 2^e éd., 1998.

DAVIS E.P., *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Clarendon Press, Oxford, 1992.

KINDLEBERGER G.P., *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, 2^e éd., 1987.