

# INTRODUCTION

## VULNÉRABILITÉ ET CRISES FINANCIÈRES ENSEIGNEMENTS POUR UNE ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Philippe GILLES \*

Pour Camille & pour Apolline

« Il arriva que le feu prit dans les coulisses d'un théâtre. Le bouffon vint en avertir le public. On pensa qu'il faisait de l'esprit et on applaudit ; il insista ; on rit de plus belle. C'est ainsi, je pense que périra le monde dans la joie générale des gens qui croiront à une farce. »  
S. Kierkegaard, *Ou bien... ou bien*, Paris, Gallimard, coll. « Tel », 1943, p. 27.

L'observation des conditions de survenance et de récurrence des crises financières et/ou monétaires survenues depuis plus de deux décennies permet de témoigner du basculement d'un système régi par les Autorités politiques et économiques domestiques à un système mû par les marchés internationaux de capitaux privés, autrement dit, simultanément et concordamment, la fin du « système de *Bretton Woods* » et l'avènement de la « globalisation financière » (Aglietta et Moatti, 2000 ; Gilles, 2004, 2006)<sup>1</sup>.

Plus précisément, l'instabilité du régime de financement interne conjuguée au recours massif à des financements de marché, lesquels substituent à une contrainte intertemporelle de développement économique de moyen terme une contrainte financière instantanée de gestion du « bas » de la balance des paiements, accroît la vulnérabilité aux chocs externes, notamment de liquidité, des économies concernées. En outre, cet aspect de la globalisation financière et ses corollaires, en l'occurrence l'association de la mutilation de la souveraineté des Etats avec la soumission de l'évolution économique, sociale et politique à la contingence d'intérêts particuliers, ont augmenté les risques de marché, rendant les pays, notamment émergents, plus vulnérables aux aléas de la conjoncture et aux comportements privés, face auxquels les cadres nationaux de régulations

---

\* Professeur à l'Université du Sud Toulon-Var, co-directeur du LEAD, Doyen de la Faculté des Sciences économiques et de gestion, Vice-président de l'Université du Sud Toulon-Var.

<sup>1</sup> En fait, l'histoire, quelquefois, bégaie. J.-K. Galbraith (1995), réfléchissant aux crises des années 1930 en faisant allusion aux illusions des années 1920, à la spéculation boursière et à l'inflation des actifs financiers assimilées à de la création de richesses, relevait que : « Le monde de la haute finance se laisse seulement comprendre si l'on a conscience que le maximum d'admiration va à ceux-là mêmes qui fraient la voie aux plus grandes catastrophes. » N'est-ce pas, également, la manière adéquate de caractériser nombre d'illusions de l'époque contemporaine suscitées par la globalisation financière ?

étatiques (politiques, économiques, financiers et monétaires) se trouvent désarmés.

Cette évolution symbolise l'obsolescence de même que la répudiation de la philosophie générale des Accords de *Bretton Woods*, à savoir assurer les fonctions de financement des transactions internationales et la régulation des déséquilibres des balances courantes *via* un système cohérent de financements et de changes stables, transposant, au niveau mondial, les modes de régulation domestiques. Partant, la logique de marché était solidement encadrée par les interventions publiques à l'échelle nationale par l'intermédiaire de la politique économique et la fonction de prêteur en dernier ressort exercée par les Banques centrales. Conséquemment, la stabilité du Système Monétaire International (SMI) dans un contexte de mouvements de capitaux limités reposait, en l'absence de véritables instances de régulation et d'arbitrage supranationaux, sur le *leadership* assuré, et assumé, par les Etats-Unis, soit une « stabilité hégémonique » pour reprendre Ch.-P. Kindleberger, au sein de laquelle la prééminence du Politique (*i.e.* la régulation publique) sur l'Economique (*i.e.* la régulation privée) était manifeste.

Avec l'avènement de la globalisation financière, l'Economie *reprend le dessus* sur le Politique, ce qui se traduit par un amoindrissement et un contournement des Etats souverains en charge de l'intérêt général (*Varii auctores*, 1998). Ce démantèlement des cadres étatiques de régulation associé à la montée de la sphère financière privée (le *mark-to-market*), comme principale source de financement des balances des paiements (tant pour les besoins de liquidités que pour l'ajustement des parités), ont remis à l'ordre du jour les crises financières, éventuellement doublées de crises monétaires (*twin crisis*), favorisant la spécification d'une nouvelle taxinomie par laquelle les crises de première, seconde, puis troisième générations furent, initialement, constatées, puis théoriquement explicitées (Bastidon, 2002).

Dans les modèles de première génération (Agenor, Bhandari, Flood, 1992), ancrés sur une logique « fondamentaliste », la crise constitue la sanction logique et anticipée d'une politique économique incohérente (« *inconsistency* » au sens de Kydland et Prescott, 1977) soit, spécifiquement, un décalage entre l'objectif de change annoncé par les Autorités monétaires et l'orientation de la politique économique mise en œuvre, voire les résultats obtenus en termes de chômage comparativement aux annonces du Gouvernement (Krugman, 1996) ou, plus généralement, toute détérioration des fondamentaux, notamment les crises de dette souveraine (*i.e.* les crises des années 1980, à la suite du défaut des principaux débiteurs sud-américains en 1982). Dans ce cadre d'analyse, Aglietta et de Boissieu (1999) soulignent l'omniprésence de phénomènes d'*aléa moral*<sup>2</sup>, relatifs au comportement de l'emprunteur, lesquels réduisent le

---

<sup>2</sup> Il y a « aléa moral » lorsqu'en fournissant une assurance contre un risque donné, on encourage des comportements qui rendent la concrétisation de ce risque plus probable. En effet, l'imperfection des marchés de capitaux, autrement dit la présence d'une information incomplète et asymétrique entre les prêteurs et les emprunteurs jointe à l'aversion pour le risque et la solvabilité limitée, rend, généralement, impossible l'obtention de résultats optimaux. Partant, si

déterminisme de ces modèles en rendant plus complexe la spécification de l'écart à la cible.

Dans les modèles de seconde génération (Eichengreen, 1996), la crise résulte d'une modification des anticipations des agents privés relatives aux mêmes fondamentaux que ceux appréhendés dans les modèles de première génération. Il s'agit, en l'occurrence, d'une crise *autoréalisatrice* (du bas vers le haut de la balance des paiements) centrée sur un problème de liquidité : si les agents anticipent une insuffisance de liquidités, la crise survient alors qu'un éventuel assèchement résulte, précisément, de leurs propres comportements. Ce scénario représente, par nature, un contexte d'équilibres multiples.

La recherche d'un cadre d'analyse des crises financières récentes, celles du Mexique (1994), du Baht et des monnaies asiatiques (1997), du Rouble (1998), argentine (1999-2000) dans le contexte singulier d'un *Currency Board*, et turque (2000-2001) a conduit différents auteurs (Dooley, 1997 ; Aglietta et de Boissieu, 1999, par exemple) à cerner l'étiologie de ces crises dans les fragilités des systèmes financiers domestiques, notamment de leurs intermédiations bancaires. Dans un contexte d'équilibres multiples, la crise de troisième génération est, alors, définie comme une « crise de première génération, mais avec des traits sous-jacents que l'on peut attribuer à des fondamentaux dégradés (...), découlant eux-mêmes des comportements microéconomiques privés » (Aglietta et de Boissieu, 1999). Partant, dès lors que les comportements des opérateurs sont conditionnés par une logique spéculative (*spécularité*) nourrie d'anticipations de variation des cours (boursiers et/ou de change) et de polarisations mimétiques, cette relation entre comportements microéconomiques et états macroéconomiques est susceptible d'alimenter le *risque de système* via les mécanismes de contagion.

Cette menace croissante d'un risque systémique dans ce contexte de globalisation financière suscite de nombreux débats sur les moyens susceptibles de le prévenir et sur l'existence d'une architecture financière internationale

---

les emprunteurs, privés et publics, sont partiellement assurés contre les risques (*i.e.* les Banques centrales savent que le FMI exercera sans doute sa fonction de prêteur *de facto* en dernier ressort, *idem* pour les banques domestiques de second rang vis-à-vis du renflouement par la Banque centrale nationale et, incidemment, pour les investisseurs privés), ils sont incités à tirer davantage parti de l'incomplétude et de l'asymétrie informationnelles (la situation réelle du pays, l'état des finances publiques, le degré d'avancement des réformes, la qualité des bilans, la réputation et la crédibilité des emprunteurs, la qualité des projets, etc.) en prenant des risques excessifs quant à l'octroi des prêts ou les choix de portefeuille pour les banques commerciales, quant à l'orientation de la politique économique pour les Autorités.

Cet argument de l'« aléa moral » n'est pas nouveau. En 1945, les banquiers américains et le *House Banking Committee*, hostiles à la création du FMI, soutenaient que les gouvernements bénéficiant de l'aide du FMI seraient incités à mener des politiques « laxistes ». Ils menèrent, sans succès, des campagnes contre la ratification par le Congrès américain de l'organisation internationale de *Bretton Woods*. Le même argument était avancé par certains Gouverneurs américains lors de la discussion sur le vote de la contribution de 18 milliards de dollars que les Etats-Unis devaient fournir au FMI au titre des Accords Généraux d'Emprunt en novembre 1998.

capable de l'endiguer, objet de ce numéro spécial de « Région et Développement »<sup>3</sup>.

La gestion et la prévention des crises financières et/ou monétaires nécessitent, en premier lieu, que soient identifiées les principales causes de leur survenance de même que celles qui conditionnent les éventuels processus de contagion, thème fédérateur d'un premier groupe de contributions constitué des articles d'Elise Marais, d'Ali Ari et Rustem Dagtekin, et de Sylvie Taccola-Lapierre. Les deux premiers renvoient au traitement économétrique, respectivement, de la crise des monnaies asiatiques et de la crise turque. Le troisième concerne un risque de propagation particulier, la contagion de marché illustrée par la récente crise du *subprime*.

La contribution d'E. Marais s'inscrit dans l'identification des canaux de transmission des chocs entre économies émergentes parallèlement à la mise en évidence de vulnérabilités spécifiques de ces économies à des facteurs de propagation particuliers. Cet axe de recherche est appliqué à la région asiatique et, plus précisément, à la crise des monnaies asiatiques (1997-1998). Il est, alors, démontré qu'en 1997, lorsque la probabilité de dévaluation du *Baht* est devenue maximale, les pays comme la Malaisie, l'Indonésie et la Corée du Sud présentaient, également, des degrés élevés de vulnérabilité, validant, ainsi, l'hypothèse selon laquelle un effet de créancier bancaire commun a favorisé la propagation régionale de la crise asiatique. Le scénario est le suivant : lorsque des pays, proches sur les plans géographique et économique, sont considérés, par les opérateurs internationaux, comme similaires (*i.e.* appartenant à la même classe de risques) au premier pays en crise (ici, la Thaïlande), alors, par leurs anticipations autoréalisatrices, ces opérateurs transmettent les chocs entre les économies concernées (canal du *wake up call*). Dans ce cas, la contagion renvoie à la présence de non linéarités dans les mécanismes de propagation des chocs. Les estimations d'un modèle économétrique en *full information*, portant sur les marchés boursiers des quatre pays concernés de janvier 1994 à octobre 2003, montrent une interdépendance forte de ces marchés en « période tranquille ». Partant, la contagion est mesurée par l'existence d'une rupture de ces liens normaux, *i.e.* par rapport aux paramètres mesurant l'interdépendance entre marchés consécutivement à un choc initial, en « période de crise ». La contagion est, alors, interprétée comme le fait qu'un choc propre à un pays devienne un facteur régional.

La contribution d'A. Ari et R. Dagtekin est centrée sur la crise turque de 2000-2001. Elle a pour objectif d'élaborer, *via* un modèle de régression linéaire et d'un modèle *logit* portant sur un échantillon comportant 215 observations

---

<sup>3</sup> Chacun des articles constitutifs de ce n° spécial a fait l'objet d'une évaluation anonyme par « *referee* ». L'opportunité de rassembler ces différentes contributions, donc de concevoir ce numéro spécial, résulte de l'importance quantitative et qualitative de soumissions d'articles adressés à la Revue Région et Développement convergeant vers des thématiques concernant la macroéconomie financière, les crises financières et l'architecture financière internationale. Je remercie, tout particulièrement, Matthieu Cuilleron, pour les travaux rédactionnels qu'il a accomplis pour la réalisation de ce numéro spécial.

mensuelles s'étalant de janvier 1987 à décembre 2004, un indicateur de crise susceptible de mesurer la vulnérabilité de la Turquie face à un choc externe de liquidité. Plus précisément, il s'agit d'évaluer le degré d'implication des variables fondamentales et des variables bancaires dans le déclenchement de cette crise. Les auteurs démontrent, en l'occurrence, l'importance des variables relatives à la libéralisation, notamment financière, de la Turquie quant à la survenance d'une « période de crise » : l'afflux massif de capitaux, insuffisamment stérilisés, puis leur brusque retrait, dans un contexte de prise de risque excessive du système bancaire domestique (quant à l'octroi des crédits et quant aux engagements en devises) et de surévaluation du taux de change, provoquent un mouvement de défiance contagieuse génératrice d'une panique financière, laquelle se traduit par une détérioration des fondamentaux mesurée par l'accentuation des déséquilibres commercial et courant, de même qu'une élévation du ratio « Dettes à court terme/Réserves » qui accroît le risque d'illiquidité, donc la vulnérabilité de la Turquie face à une attaque spéculative.

La contribution de S. Taccola-Lapierre concerne la crise des crédits hypothécaires à haut risque, soit les *subprime mortgage*, survenue, initialement aux Etats-Unis, en 2007, illustrative des effets du comportement spéculatif des banques et du rôle du « canal du crédit » dans un contexte de finance libéralisée. Dans ce cadre, il est démontré que le « support du crédit bancaire » et la « qualité de l'endettement bancaire », constitutifs de la qualité des bilans des banques de second rang, forment une source de risque systémique, amplifiée par l'accroissement de l'incomplétude et de l'asymétrie informationnelles (*i.e.* l'opacité liée à la sophistication des produits financiers et bancaires inhérente aux marchés de la titrisation) laquelle accroît la difficulté, d'une part, de la mesure de diversification des risques, donc de l'optimalité des choix de portefeuille, d'autre part, de l'identification des porteurs de risques finaux. Partant, le respect des réglementations prudentielles constitue, une condition nécessaire, mais non suffisante, à une prophylaxie des crises de troisième génération (*cf. supra*) ; tant une meilleure transparence de la dispersion des risques associée à un contrôle des agences de notation paraissent, aujourd'hui, dans une logique universaliste, essentiels du point de vue de la régulation de la finance internationale.

Dans un second groupe de contributions, constitué de l'article d'Arnaud Bourgain et Patrice Pieretti et celui de Gabriel Bissiriou, il est démontré que l'efficacité d'une nouvelle architecture financière internationale nécessite, respectivement, d'une part, une « moralisation » des comportements des opérateurs financiers internationaux, singulièrement, depuis les « événements du 11 septembre 2001 », en termes de règles « anti-blanchiment » afin de discipliner les pratiques des centres financiers *offshore* ; d'autre part, d'internaliser les pays les plus pauvres dans un processus de partenariat global et d'engagements mutuels du « Nord » vers le « Sud », afin d'impulser un véritable développement économique de l'ensemble des économies ; la lutte contre la pauvreté et l'exclusion, pouvant être, conséquemment, assimilée à un Bien public mondial dans le sens de la « simple » satisfaction, pour tous, des

« besoins essentiels » (« *basic needs* », Dockès et Rosier, 1988), source de stabilité et, à terme, de prospérité, d'une nouvelle « Economie monde ».

Dans la contribution d'A. Bourgain et de P. Pieretti, la place des centres financiers *offshore* au sein de l'architecture financière internationale contemporaine est, non seulement, constatée, mais également défendue, sous certaines conditions, notamment une véritable pression publique internationale susceptible d'influencer leurs réputations et leurs crédibilités internationales, comme « plateformes » du développement de l'économie mondiale. Les auteurs montrent, sur la base d'un modèle de concurrence entre places *onshore* et *offshore*, que ces dernières sont d'autant plus incitées à adopter un comportement de contrôle de l'origine des fonds de leur clientèle que le degré d'intégration financière internationale est élevé et que le taux de prélèvement fiscal entre le centre *onshore* et le centre *offshore* est important. En effet, sous hypothèse d'une mixité de la clientèle de ces centres, donc qu'une partie non négligeable ne soit pas attirée par l'opacité en relation avec le blanchiment, l'impact négatif d'une hausse du taux d'imposition sur les placements financiers (*i.e.* la baisse du taux de rendement net des placements) est perçue différemment selon que la place *offshore* adopte (ou non) un comportement scrupuleux, autrement dit, tend, entre autres, à être attachée aux règles prudentielles vouées à une reconnaissance et à une adoption universelles.

La contribution de G. Bissiriou a pour objet de démontrer, *via* un modèle Principal/Agent, les déterminants institutionnels et contractuels susceptibles d'améliorer l'efficacité du mécanisme d'octroi et d'affectation de l'aide au développement, entre les « donateurs du Nord » et les « pays récipiendaires du Sud ». Dans le cadre de l'échec relatif du « Consensus de Washington », l'auteur, en considérant l'aide comme un contrat où un donateur bilatéral (plus ou moins) « altruiste » du Nord désire contribuer, par l'intermédiaire d'une aide exogène aux pays du « Sud », à une réduction de la pauvreté du Sud, démontre un phénomène d'« aléa moral » (*cf. supra*), lequel se traduit par une anticipation des Autorités des pays récipiendaires à mener des politiques « laxistes » (*i.e.* opposées aux objectifs de développement économique durable des économies concernées). Partant, un des moyens de contrecarrer ces externalités négatives consiste à déléguer l'allocation de cette aide à une institution multilatérale d'aide, à l'instar de la Banque mondiale, afin de résoudre les problèmes d'incohérence temporelle et d'agence (*i.e.* d'« aléa moral » et de « sélection adverse »). Au moyen d'un « mandat anti-pauvreté » renouvelé, l'intermédiation par les institutions multilatérales, notamment issues des Accords de *Bretton Woods*, permet d'approximer une solution de second rang susceptible de favoriser des partenariats Nord/Sud axés sur la bonne gouvernance en termes de gestion de Biens publics mondiaux (la réduction de la pauvreté, la prévention et la gestion des crises financières, le développement durable), afin que l'ensemble des pays, y compris les « moins avancés » (PMA) puisse bénéficier des gains potentiels liés à la globalisation financière ou, *a minima*, sortir de l'ornière du sous développement voire de la stricte dépendance alimentaire qui exclut ces pays de la sphère marchande, les précipitant *ipso facto* dans une « économie du don ».

*In fine*, dans ce contexte de globalisation financière, désormais précisée dans sa complexité et sa polysémie, où la récurrence et la propagation des crises financières et/ou monétaires domestiques sont susceptibles d'alimenter, *via* la contagion, un risque de système, il est nécessaire de s'interroger sur une régulation institutionnelle susceptible de cerner les contours d'une nouvelle architecture financière internationale capable de combler une double absence : d'une part, celle relative à une véritable réglementation universelle des activités bancaires ; d'autre part, celle concernant l'existence d'un Prêteur international en dernier ressort en mesure d'enrayer les logiques de défiance contagieuse potentiellement génératrices de crises systémiques (*effet tequila*)<sup>4</sup>, à la suite du défaut d'un débiteur souverain « too big to fail »<sup>5</sup>, d'attaques spéculatives, ou de chocs externes (*cf. supra*). D'où la nécessité de spécifier des modèles de comportement des institutions financières, aux niveaux international et national, à même d'assurer cette régulation, notamment l'art du prêteur en dernier ressort, d'une part, au niveau global, soit le renflouement d'un éventuel Prêteur international en dernier ressort (PIDR) à un Etat souverain susceptible d'être (prévention) ou confronté (gestion) à une crise de troisième génération, d'autre part, au niveau domestique, soit le renflouement d'une Banque centrale aux banques commerciales du pays concerné, objet de la contribution de Cécile Bastidon, Philippe Gilles et Nicolas Huchet, qui conclut ce numéro spécial.

Dans cette contribution, il est démontré que, dans un contexte de crises de troisième génération, le Prêt en dernier ressort constitue une solution si, et seulement si, le PIDR bénéficie d'informations fiables relatives aux marchés financier et bancaire domestiques afin d'assurer, parallèlement à sa fonction macroéconomique traditionnelle, une fonction microéconomique de prêts sélectifs à des banques individuelles. L'optimalité d'intervention de ce PIDR nécessite, alors, de spécifier deux niveaux de sélectivité du renflouement assujettis au principe d'ambiguïté constructive (Goodhart et Huang, 1999) : dans un premier temps, l'éligibilité (ou non) des pays en crise, dans un second temps, les seules banques *solvables* des pays récipiendaires selon une double logique, celle de la recapitalisation (*Recapitalization bail-out*), et celle de l'évitement de la propagation systémique de la crise (*Catalytic bail-out*).

---

<sup>4</sup> Cette formule est employée, par analogie, avec l'effet de propagation de la crise mexicaine de 1994. En effet, sa survenance n'a quasiment pas été prévue, donc anticipée, par les opérateurs internationaux. Partant, les lourdes pertes enregistrées par les détenteurs de titres mexicains (*i.e. les tesobonos*) ont provoqué une logique de défiance à l'encontre de l'ensemble des économies émergentes, perçues par les agents comme appartenant à la même classe de risques, d'où un mouvement de contagion appelé « effet tequila ».

<sup>5</sup> Un débiteur souverain *too big to fail* est entendu, ici, comme un pays dont le seul défaut menace directement la stabilité globale du Système Monétaire International ; autrement dit, dont le seul défaut détermine un risque de système. C'est, notamment, le cas de la Russie lors de la crise du rouble en 1998 (Gilles, 2002).

## RÉFÉRENCES

- Agenor P., Bhandari J., Flood R., 1992, « Speculative attacks and models of balance of payment crises », *IMF Staff Papers*, vol. 39, pp. 357-394.
- Aglietta M., de Boissieu Ch., 1999, « Le prêteur international en dernier ressort » dans *Varii Auctores, Architecture financière internationale*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique (CAE), n°18, Paris, La Documentation française.
- Aglietta M., Moatti S., 2000, *Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Economica.
- Bastidon C., 2002, « Financement extérieur des pays en développement : une revue de la littérature des modèles de dette et de crises financières », *Région et Développement*, n° 15, pp. 147-165.
- Dockès P., Rosier B., 1988, *L'Histoire ambiguë. Croissance et Développement en question*, Paris, PUF, coll. « Economie en liberté ».
- Dooley M., 1997, « A model of crises in emerging markets », *NBER Working Paper Series*, n°6300.
- Eichengreen B., 1996, « Speculative attacks: fundamentals and self fulfilling prophecies », *NBER Working Paper Series*, n°5789.
- Galbraith J.-K., 1995, *The World Economy Since the Wars*, London, Mandarin eds.
- Gilles Ph., 2002, « La finance globale et les marchés du capital dans une perspective de régulation de la nouvelle architecture financière internationale » dans Dockès P., *Ordre et désordres dans l'économie-monde*, Paris, PUF, coll. « Quadrige », pp. 303-331.
- Gilles Ph., 2004, *Histoire des crises et des cycles économiques. Des crises industrielles du XIXème siècle aux crises financières du XXème siècle*, Paris, A. Colin, coll. « U ».
- Gilles Ph., 2006, « De l'internationalisation à la mondialisation de l'économie » dans Beitone A., Gilles Ph., Parodi M., *Histoire des faits économiques et sociaux, de 1945 à nos jours*, Paris, Dalloz, coll. « Précis », 3<sup>ème</sup> édition, pp 305-387.
- Goodhart Ch.-A., Huang H., 1999, « A model of the lender of last resort », *Proceedings of the Federal Reserve of San Francisco*, n°267, march.
- Krugman P., 1996, « Are currency crises self-fulfilling ? », *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 11.
- Kydland F., Prescott E., 1977, « Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n°3, pp. 473-492.
- Varii Auctores*, 1998, « Anatomie de la crise financière », *Manière de voir*, n° 42, *Le Monde Diplomatique*, novembre/décembre.