

LA NOUVELLE ARCHITECTURE FINANCIERE INTERNATIONALE

ÉCONOMIE POLITIQUE INTERNATIONALE
ET RÈGLES PROCÉDURALES

PAR

ANDRÉ CARTAPANIS (*)

INTRODUCTION

Depuis le déclenchement des crises systémiques qui ont pris naissance au Mexique en 1994 et, surtout, en Asie en 1997, avant de se propager vers l'ensemble des places financières internationales, la question du renforcement de l'architecture du système financier international est à l'ordre du jour. Mais il est très improbable que la nouvelle architecture prenne la forme d'un ensemble de règles de droit dont la combinaison déboucherait sur un nouveau *système* s'imposant à la communauté internationale, à l'image de la création du FMI en 1944. Il s'agit d'une réponse pragmatique à l'instabilité financière internationale et non pas d'une avancée institutionnelle quant aux modes de gouvernance monétaire et financière à l'échelle internationale (1).

La nouvelle architecture, en effet, s'apparente d'abord à un *agenda* de consultations internationales, impliquant tout un ensemble de participants (G7, G22, G30, Forum de Stabilité Financière, mais aussi experts gouvernementaux ou académiques, praticiens...) chargés d'examiner les questions relatives à la stabilité du système financier international et au fonctionnement efficace des marchés internationaux de capitaux. Sous l'égide du G7 et du G22, des groupes de travail *ad hoc* ont été mis en place en avril 1998 afin de formuler des recommandations sous trois volets : renforcer la transparence et la responsabilité ; consolider les systèmes financiers ; gérer les

(*) Professeur à l'Université d'Aix-Marseille II et directeur du Centre d'Economie et de Finances Internationales (CEFI).

(1) D'où la multiplication récente des rapports consacrés à cet agenda : F. BERGSTEN *et al.*, *Architecture financière internationale*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation française, 1999 ; O. DAVANNE, *Instabilité du système financier international*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation française, 1998 ; C. HILLS, P. PETERSON et M. GOLDSTEIN (dir.), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture*, Report of an Independent Task Force, Council on Foreign Relations, New York, 1999 ; C. WYPLOSZ (dir.), *The Geneva Report on the World Economy : An Independent and Accountable IMF*, CEPR & The International Centre for Monetary and Banking Studies, Genève, 1999 ; A. METZLER (dir.), *Report of the International Financial Advisory Commission*, Washington, 2000.

crises financières internationales. Les rapports de ces trois groupes de travail ont été remis en octobre 1998 et, sur cette base, les ministres des Finances du G7 se sont mis d'accord sur une déclaration commune, lors du sommet de Cologne, en juin 1999, qui spécifie les principes de nature à améliorer et à réformer ladite architecture et fonde le mandat confié au FMI pour l'élaboration des dispositions précises. Mais s'agissant des formes institutionnelles, du cadre politique et des délégations de responsabilités de nature à mettre en application la nouvelle architecture, la Déclaration du G7 de juin 1999 a expressément retenu le principe du *statu quo*.

Malgré les prises de position officielles de la France en faveur d'une *nouvelle régulation du système international* (2), on peut donc douter qu'il existe encore des marges de liberté quant au cadre institutionnel dans lequel pourraient s'inscrire une architecture renouvelée des relations monétaires et financières internationales, et donc les régulations, les institutions et les fonctionnalités de la finance mondiale (3). Pour le gouvernement américain, véritable architecte des discussions en cours, et dont le rôle fut décisif dans la définition du mandat confié au FMI, il s'agit tout au plus d'écrire un nouveau chapitre de la Charte de Bretton Woods sans en modifier les principes de base.

Pourtant, la nouvelle architecture financière internationale ne concerne pas seulement les *techniques financières* permettant de mieux maîtriser l'instabilité financière internationale en améliorant la transparence et la surveillance des marchés. Les enjeux sont aussi politiques et touchent aux responsabilités assignées aux marchés et aux Etats dans la prévention et la gestion des crises. D'où l'intérêt d'une économie politique de la nouvelle architecture financière internationale permettant de *pointer* les options de doctrine mais aussi les *règles du jeu* qu'elle recouvre, et qui l'apparentent implicitement à un nouveau compromis néo-libéral, tout à la fois ambigu et inachevé.

Tel est l'objet de cette analyse que de cerner l'économie politique internationale de la nouvelle architecture.

RETOUR SUR UN CALENDRIER POLITIQUE : LES INITIATIVES DE LA DIPLOMATIE AMÉRICAINE ET LE RÔLE DU G7

La mobilisation de la communauté internationale autour du thème de la nouvelle architecture est généralement associée à la crise asiatique, à sa propagation planétaire, et donc aux graves inquiétudes qu'elle a déclenchées,

(2) L. Jospin, Discours du Premier Ministre lors de l'ouverture de la conférence européenne sur le développement de la Banque Mondiale et du Conseil d'Analyse Economique, Paris, 26 juin 2000.

(3) M. FLANDREAU, « Leçons d'architecture », *Economie Internationale, La revue du CEPII*, n° 78, 2^e trimestre 1999.

fin 1997, sur l'ensemble des marchés financiers internationaux, y compris parmi les pays les plus riches (4). Mais cet agenda avait déjà été lancé, sur l'initiative du président Bill Clinton, lors du Sommet du G7 de Naples, en juillet 1994, et donc avant même le déclenchement de la crise mexicaine, en décembre de la même année. A cette occasion, prenant acte du cinquante-naire de la Conférence de Bretton Woods et des transformations profondes ayant touché l'économie mondiale, le G7 juge alors opportun de *revitaliser les institutions de Bretton Woods* et propose d'approfondir cet objectif lors du Sommet de Halifax, en juin 1995, en concentrant l'attention sur l'articulation des Institutions internationales (*framework of institutions*) désormais requise par *l'économie globale* du XXI^e siècle (5).

Un an plus tard, à Halifax, les chefs d'Etat et de gouvernement approuvent un premier document technique, intitulé *Review of the International Financial Institutions*, qui examine les améliorations à apporter à *l'architecture des Institutions financières internationales*, c'est-à-dire aux rôles respectifs du FMI, de la Banque Mondiale et des banques régionales de développement. Pour autant, dans les points 5 et 6 de ce document, et face à la libéralisation des marchés financiers et au rôle croissant des mouvements internationaux de capitaux, *sources de nouveaux risques*, le besoin d'une *meilleure gouvernance* et d'un renforcement de la *réglementation et de la supervision sur les marchés financiers* est affirmé afin de promouvoir la *stabilité financière sur les marchés globalisés*. Il est vrai que la crise mexicaine avait avivé les inquiétudes des ministres des Finances, ce qui explique que la réflexion, initialement centrée sur les Institutions financières internationales et les pays pauvres, ait adopté une autre urgence puisque apparaissent alors les questions de *signaux d'alerte, de surveillance et de diffusion de l'information...* Ces thèmes seront approfondis lors des Sommets du G7 de Lyon (juin 1996), Denver (juin 1997), Birmingham (mai 1998) et Cologne (juin 1999), avec des rapports techniques préparés par les ministres des Finances sous des intitulés relativement proches mais qui révèlent cependant une évolution des priorités : *Review of the International Financial Institutions* (1995); *Report on International Monetary Stability* (1996); *Confronting Global Economic and Financial Challenges* (1997); *Strengthening the Architecture of the Global Financial System* (1998); *Strengthening the International Financial Architecture* (1999).

Mais cet agenda politique international, rythmé par les réunions successives du G7 pendant que les crises systémiques se succédaient entre 1995 et 1999, est indissociable des initiatives de la diplomatie américaine qui joua

(4) A. CARTAPANIS (dir.), *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, Paris, Economica, 1996; A. CARTAPANIS, « Les turbulences de la globalisation financière », in J. LÉONARD (dir.), *Les Mouvements internationaux de capitaux*, Paris, Economica, 1997; A. CARTAPANIS, V. DROPSY et S. MAMETZ, « Crises de change et indicateurs de vulnérabilité », *Economie Internationale, La revue du CEPII*, n° 76, 4^e trimestre 1998.

(5) Tous les documents officiels des réunions du G7 sont facilement accessibles sur le site spécialisé de l'Université de Toronto : <http://www.g7.utoronto.ca>.

à l'évidence un rôle moteur, tout particulièrement après la nomination de R. Rubin comme Secrétaire au Trésor, en janvier 1995, après deux ans passés à la Maison-Blanche au titre de Conseiller du Président.

Fort d'une expérience de plus de vingt-six ans chez *Goldman Sachs and Co.*, R. Rubin avait vocation à s'intéresser à la consolidation du système financier international, mais c'est surtout en réponse aux crises successives qui touchent les pays émergents et, par contagion les États-Unis, qu'il s'investit directement dans l'agenda international et en infléchit les priorités. De ce point de vue, il n'est pas douteux que R. Rubin et le Trésor américain soient au cœur des options de la nouvelle architecture, pour avoir été au centre de la gestion des crises, tout particulièrement vis-à-vis de la Thaïlande et de la Corée (6), même si les apports de fonds américains ont toujours été nettement inférieurs aux financements accordés par l'Europe et le Japon (7). Un examen attentif des déclarations du Secrétaire au Trésor américain, à compter de 1997 et surtout, début 1998, tandis que le projet de nouvelle architecture se dessine, révèle plusieurs préoccupations (8).

D'une part, face à la globalisation, il souligne constamment la nécessité d'affirmer le leadership économique et financier international des États-Unis, dans l'intérêt même des citoyens américains, ce qui justifie, face au Congrès, le refus de tout repli isolationniste ou protectionniste, et l'implication américaine dans la gestion financière des crises au Mexique, en Asie du Sud-Est, en Russie, compte tenu de l'importance des exportations américaines vers les pays émergents, – de l'ordre de 40 % –, beaucoup plus qu'avec l'Europe. C'est là, pour R. Rubin, une affaire de *sécurité nationale*. Dans son célèbre discours du 21 janvier 1998 à Georgetown University, il débute ainsi son intervention : « *Aujourd'hui, je voudrais aborder la crise financière en Asie; pourquoi les États-Unis doivent protéger leurs intérêts vitaux, au plan économique et en ce qui concerne leur sécurité nationale, en contribuant à la restauration de la stabilité financière et de la croissance économique dans cette région troublée; et pourquoi il convient d'agir rapidement et efficacement pour protéger les intérêts économiques de chaque Américain* » (9).

D'autre part, il défend résolument la nécessité de *moderniser* l'architecture des marchés financiers, principalement dans les pays émergents, où les crises systémiques ont démarré, en particulier en renforçant la transparence, la réglementation et la supervision des marchés. Toujours devant son auditoire

(6) J. GUGLIETTA et J. SGARD, « Thaïlande : de la crise de croissance à la crise monétaire », *Economie Internationale, La revue du CEPII*, n° 76, 4^e trimestre 1998; J. SGARD, « Comment contrôler une panique; le won coréen en 1999 », *L'Economie politique*, n° 2, 2^e trimestre 1999.

(7) B. CŒURÉ et J. PISANI-FERRY, « Events, Ideas and Actions : An Intellectual and Institutional Retrospective on the Reform of the International Financial Architecture », *Documents de travail du Conseil d'Analyse Economique*, Paris, n° 4, juillet 2000.

(8) Pour une analyse de l'évolution des préoccupations du Trésor au cours de cette période, on peut se reporter à l'ensemble des déclarations et des communications de R. Rubin ou de L. Summers sur le site du Trésor américain : <http://www.ustreas.gov/press/releases/>.

(9) R. RUBIN, *Address on the Asian Financial Situation*, Georgetown University, 21 janvier 1998.

de Georgetown University, il souligne combien son expérience à Wall Street lui a appris que *l'économie globale a besoin d'une architecture aussi moderne que les marchés*, à l'image du Federal Reserve System et de la Securities and Exchange Commission aux Etats-Unis, et donc d'un ensemble de lois et de règles qui soutiennent les marchés. Selon lui, cela recouvre quatre objectifs : « *améliorer la transparence et l'accès à l'information ; conforter le rôle des Institutions financières internationales pour les aider à répondre aux défis de la globalisation des marchés ; développer le rôle du secteur privé en lui faisant supporter une part appropriée du fardeau en temps de crise ; et renforcer la réglementation des institutions financières dans les économies émergentes* ». Mais pour cela, le FMI est tout à fait à même de conduire la réforme car, comme R. Rubin le précisera le 14 avril 1998, dans une intervention devant la Brookings Institution, la nouvelle architecture n'a nullement besoin « *d'une innovation institutionnelle comparable à ce qui a été réalisé après 1945* », puisqu'il s'agit seulement de « *consolider et d'étendre* » parmi les pays émergents l'architecture des systèmes financiers des pays modernes (10).

C'est sur cette base que les chefs d'Etat et de gouvernement du G7, en juin 1999, adopteront les principes de l'architecture financière internationale.

LA DÉCLARATION DES MINISTRES DES FINANCES
DU G7 À COLOGNE, EN JUIN 1999, ET LES PRINCIPES
DE LA NOUVELLE ARCHITECTURE

Sur la base des rapports techniques (11) remis en octobre 1998 par les trois groupes de travail réunis dès le mois d'avril de la même année sous l'égide du G22, les ministres des Finances du G7 se sont mis d'accord sur une déclaration commune, lors du sommet de Cologne, en juin 1999, qui spécifie précisément les principes de nature à améliorer et à réformer ladite architecture (12). On s'appuiera ici sur le texte de cette déclaration pour caractériser les options qui ont fait l'objet d'un compromis politique parmi les pays les plus développés.

On ne saurait détailler les soixante points de la déclaration commune, certains d'entre eux se déclinant d'ailleurs sous la forme d'un ensemble d'options ou de dispositifs possibles, dans le domaine des régimes de change, de l'action du FMI et de la Banque mondiale, ou des normes prudentielles sus-

(10) R. RUBIN, *Strengthening The Architecture of the International Financial System*, Brookings Institution, 14 avril, 1998.

(11) Group of Twenty-Two (G22), *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, Washington, G22, octobre 1998 ; Group of Twenty-Two (G22), *Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems*, Washington, G22, octobre 1998 ; Group of Twenty-Two (G22), *Report of the Working Group on International Financial Crises*, Washington, G22, octobre 1998.

(12) Group of Seven (G7), *Strengthening the International Financial Architecture*, Report of G7 Finance Ministers to the Köln Economic Summit, Cologne, 18-20 juin 1999.

ceptibles de s'imposer aux intermédiaires financiers. On se contentera de synthétiser les principes de base retenus implicitement ou de façon plus affirmée par les ministres des Finances du G7.

Dès l'exposé des motifs, la nécessité de réduire les risques financiers et d'améliorer la coopération internationale est présentée comme un impératif de nature à optimiser les avantages du processus de globalisation et d'intégration financière internationale. Cette stabilité accrue ne requiert nullement la création de nouvelles Institutions financières internationales mais exige cependant une responsabilité accrue des gouvernements, autant dans le pilotage macro-économique que dans la définition de *règles du jeu* plus affirmées s'appliquant aux marchés et aux opérateurs.

Dans chacun des domaines prioritaires, des principes devant guider les réformes sont énoncés, avant de formuler des recommandations politiques pouvant aller jusqu'à la définition des outils requis par l'objectif de stabilité financière.

Malgré le caractère formel, et parfois quelque peu convenu, de ce type de déclaration, on peut toutefois regrouper les options de base adoptées par le G7 en dégageant quatre principes :

- Il importe de renforcer la transparence et la qualité de l'information afin d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers internationaux.

Cette exigence concerne tout autant les données quant à la situation macro-économique des pays émergents, en matière d'engagements à court terme en devises ou de réserves de change, que les informations afférentes aux intermédiaires financiers et au secteur privé. C'est là une condition nécessaire pour assurer de *meilleures pratiques*. Divers types d'Institutions internationales devraient contribuer à cet objectif : le FMI, sur le plan macro-économique, dans le cadre notamment du *Code de bonnes pratiques en matière de transparence monétaire et financière* et des rapports établis à la suite des consultations au titre de l'Article IV ; le Comité de Bâle pour les banques, l'IOSCO (13) pour les marchés boursiers et l'IAIS (14) pour les compagnies d'assurance, tous se doivent également de renforcer les règles de centralisation et de divulgation des informations dans un cadre comptable normalisé, sous l'égide de l'IASC (15).

- Tout en réaffirmant, *in fine*, la supériorité de la libéralisation des marchés de capitaux, afin d'optimiser l'allocation internationale de l'épargne, le financement de la croissance et les créations d'emplois, des entorses sont envisagées et des contrôles provisoires sont légitimés pour les pays émergents, compte tenu des dysfonctionnements observés sur les marchés dans les années récentes.

(13) International Organization of Securities Commissions.

(14) International Association of Insurance Supervisors.

(15) International Accounting Standards Committee.

Ce principe concerne tout particulièrement les mesures préventives visant à freiner les entrées de capitaux excessives, à l'image des dispositions adoptées par le Chili dans un passé récent. En revanche, le contrôle des sorties de capitaux est jugé contre-productif et ne devrait être utilisé que dans des circonstances tout à fait exceptionnelles. Dans le même temps, afin de limiter les incitations aux entrées de capitaux à court terme en devises et la concentration excessive des risques de liquidité et de change, les gouvernements devraient réduire l'étendue des garanties apportées sur le plan domestique à ce type d'engagement externe, et contribuer au développement des marchés obligataires domestiques afin de favoriser, si nécessaire, les politiques d'endettement à long terme en monnaie nationale.

- Il ne s'agit pas de reconstruire un nouveau système monétaire et financier international, mais plutôt d'introduire de façon pragmatique un ensemble d'incitations, de codes de conduite, voire de normes auxquelles se conformer, afin d'assurer de meilleures pratiques autant parmi les Etats, en matière de coopération internationale ou de régime de change, qu'en ce qui concerne, surtout, les investisseurs et les intermédiaires financiers opérant à l'échelle internationale.

Le renforcement des consultations internationales doit impérativement s'étendre aux pays émergents tout en prenant des formes largement informelles, en s'appuyant notamment sur le Comité Intérimaire du FMI qui s'est vu conférer un statut permanent après sa transformation en Comité Monétaire et Financier International. Si l'on ne saurait établir dans l'absolu la supériorité de tel ou tel régime de change, la stabilité monétaire et la soutenabilité des régimes d'ancrage exigent des politiques budgétaires prudentes et, surtout, la limitation des politiques d'endettement à court terme en devises. En ce sens, un financement externe de vaste ampleur ne saurait durablement soutenir un taux de change excessivement rigide.

Mais c'est surtout à propos du secteur privé que s'exprime le besoin de règles du jeu plus contraignantes. Cette nécessité de renforcer les réglementations financières est associée à la sous-estimation avérée des risques encourus par les créanciers internationaux, en particulier dans des périodes qualifiées d'euphoriques sur les marchés. Selon la déclaration du G7, de telles carences répondent à la prise en compte d'informations inadéquates, mais aussi à des *incitations adverses* conduisant à des prises de risques excessives. D'où le besoin de renforcer les dispositifs de supervision, de surveillance et de réglementation prudentielle afin de réduire ce type d'exposition. Cela conduit à approuver les orientations définies par le Comité de Bâle, en janvier 1999, s'agissant de l'évaluation du risque de crédit et de la limitation des engagements bancaires accordés aux institutions financières à *effet de levier élevé*. Si la nécessité de définir des *codes de bonnes pratiques* s'impose tout particulièrement pour les conglomérats financiers, les banques sont l'objet de préoccupations propres, qu'il s'agisse de mieux faire respecter les

ratios prudentiels en capitaux propres, de mieux évaluer et de maîtriser les risques de contrepartie et les positions de change. On rejoint alors le premier principe car le contrôle de ces *meilleures pratiques* exige de réels progrès dans les échanges d'informations entre les superviseurs nationaux ou les différentes organisations professionnelles, de type IOSCO ou IAIS, et, plus encore, nécessite une extension des champs d'application, en particulier dans les paradis fiscaux qui s'apparentent, aussi, à des *paradis prudentiels*.

- Contrairement à ce que prétendaient les tenants de l'efficience des marchés financiers, le déclenchement des crises financières internationales n'a pas une très faible probabilité. Elles sont perçues comme un phénomène qu'il convient, certes, de prévenir, mais que l'on doit surtout s'approprier à gérer, en prévoyant des règles d'intervention assurant un partage plus équilibré des responsabilités entre pays créanciers et pays débiteurs, et nécessitant la mise à contribution du secteur privé.

Si l'application des trois précédents principes devrait permettre d'améliorer la prévention des crises, *ex ante*, il convient désormais de se préparer à la gestion des crises financières internationales afin de limiter les risques de contagion. Cela suppose, tout à la fois, une coopération internationale renforcée afin d'apporter très rapidement des solutions concertées, mais aussi une implication accrue des opérateurs privés. La nouvelle *ligne de crédit conditionnelle* du FMI répond à cet objectif mais devraient s'y ajouter des lignes de crédit conditionnelles *privées* afin de prévenir les risques de liquidité. Si le dénouement des crises ne doit pas réduire l'obligation des débiteurs de rembourser la totalité des engagements, il importe en même temps que les créanciers assument les conséquences des risques qu'ils ont acceptés, sans aucune garantie, *ex ante*, d'une intervention automatique du secteur officiel. En cas de crise, la réduction transitoire des remboursements nets peut être envisagée, mais aucune catégorie de créanciers ne devrait être privilégiée et, en particulier, les détenteurs d'obligations ne sauraient bénéficier d'une sorte de préséance sur les créances bancaires. Plus généralement, la communauté internationale devrait se doter d'une panoplie étendue d'outils d'intervention et de sources de financement des crises en impliquant directement, désormais, le secteur privé avant même l'entrée en scène des Institutions financières internationales.

Ces principes, tels qu'on peut les dégager de la déclaration de Cologne, n'ont pas été formalisés de manière à permettre une application opérationnelle selon un agenda explicite. C'est le FMI qui a été chargé de *mettre en musique* une telle partition. Mais avant d'examiner les progrès enregistrés dans la mise en œuvre de la nouvelle architecture, il convient d'en mieux préciser la nature.

ECONOMIE POLITIQUE INTERNATIONALE
ET RÈGLES PROCÉDURALES

Tout en constituant une sous-discipline des sciences politiques consacrée aux relations internationales, les théories de l'économie politique internationale abordent les questions de gouvernance économique, et donc les modes de coordination, discrétionnaires ou bien issus de l'application de règles plus impératives, permettant de réguler les différends, voire de résoudre les conflits à l'échelle internationale (16). Initialement limitées aux relations inter-étatiques, ces approches, sous l'impulsion notamment de S. Strange (17), associent désormais les marchés et caractérisent les divers modes de gouvernance à partir de la notion de régime international. Selon la définition classique de S. Krasner (18), un régime international recouvre « *l'ensemble des règles, des normes et des procédures qui orientent et assurent la cohésion des décisions des acteurs internationaux* ». Dès lors, si l'on écarte les régulations discrétionnaires soumises à l'action hégémonique d'un pays leader ou d'une Institution internationale supranationale, les théoriciens des régimes internationaux retiennent une distinction entre deux types de règles, de nature à régir les relations qui se nouent entre les États, voire entre les États et les marchés (19) : d'un côté, les *règles substantives* définissent précisément les normes de comportement qu'impose la participation au jeu international ; d'un autre côté, les *règles procédurales* spécifient des principes directeurs, des incitations, dont l'application n'est plus impérative mais incitative, ainsi que des *bonnes pratiques* qui s'apparentent à des *standards* de comportement jugés souhaitables dans l'intérêt de tous.

Indépendamment de la question de savoir si le projet de nouvelle architecture fonde, ou non, l'émergence d'un nouveau régime international, on peut transposer cette grille de lecture aux problèmes de gouvernance monétaire et financière internationale. Il apparaît alors que le projet officiel d'architecture repose, à l'évidence, sur des *règles procédurales* sans qu'ait été redéfinie la *carte* des fonctions et des compétences respectives des Institutions financières internationales et des États.

En effet, le projet de consolidation de l'architecture du système financier international s'appuie, on l'a vu, sur un ensemble de dispositions pragmatiques de nature à renforcer la résilience des marchés financiers. Mais la nou-

(16) C. CHAVAGNEUX, « Peut-on maîtriser la mondialisation ? Une introduction aux approches d'économie politique internationale », *Economies et Sociétés*, Série P, n° 4, 1998 ; G. KÉBADJIAN, *Les Théories de l'économie politique internationale*, Paris, Editions du Seuil, 1999.

(17) S. STRANGE, *States and Markets*, Londres, Pinter, seconde édition, 1994.

(18) S. KRASNER, « Regimes and the Limits of Realism : Regimes as Autonomous Variables », in S. KRASNER (dir.), *International Regimes*, New York, Ithaca, Cornell University Press, 1983.

(19) M. KAHLER, *International Institutions and the Political Economy of Integration*, Brookings Institution, Washington, 1995 ; J.-P. ALLÉGRET et R. SANDRETTO, « L'esprit des lois de Bretton Woods : la gouvernance internationale en question », *Document de travail du GATE*, Lyon, n° 99-3, mai 1999 ; A. CARTAPANIS, « Economie politique de l'architecture financière internationale », *Revue économique*, Vol. 52, n° 1, mars 2001.

velle architecture respecte entièrement les souverainetés et les prérogatives nationales, tant pour les Gouvernements ou les Banques centrales que pour les agents économiques privés. Cet *incrémentalisme pragmatique*, selon l'expression de R. Bryant (20), répond à un souci de réalisme politique et justifie l'option des *codes de bonnes pratiques*. Il peut cependant s'accompagner d'une harmonisation accrue de l'espace financier international, soit par le jeu d'une homogénéisation des normes de comportement, dans le domaine prudentiel par exemple, soit par la mise en place de réseaux de coordination permettant d'accroître l'efficacité des Institutions existantes en cas de crise. La création récente du Forum de Stabilité Financière illustre cette option, tout comme la mobilisation informelle des multiples organisations professionnelles de la finance internationale (IOSCO, IAIS, IASC...).

Qualifiée de *voie médiane* par M. King (21), c'est là une stratégie minimale qui fait l'économie de toute innovation institutionnelle lourde, susceptible de se heurter à des blocages politiques, et qui s'appuie sur un ensemble d'amendements spécifiques, en matière de transparence et de diffusion de l'information, de surveillance macro-prudentielle, de lignes de crédits mobilisables, qui peut même s'accompagner de clauses d'exception, par exemple en matière de contrôle provisoire des mouvements de capitaux, mais sans toucher à l'architecture d'ensemble. Il s'agit bien d'un agenda de consolidation et non pas de reconstruction de l'architecture financière internationale. Toute la question est alors de savoir si cette politique incitative des *petits pas* et des *avancées procédurales* ne risque pas d'engendrer une application timide des principes de la nouvelle architecture, et plus encore si de tels changements sont à la hauteur des défis du risque systémique...

Dans le même temps, les théoriciens de l'économie politique internationale soulignent l'importance des *fondements cognitifs* des régimes internationaux (22), en l'occurrence les principes fondamentaux qui en assurent la cohérence et, donc, la stabilité. De ce point de vue, l'architecture financière internationale définie par le G7 et mise en œuvre par le FMI semble marquer une inflexion vis-à-vis du *consensus de Washington* (23) et répondre à une conception néo-libérale des marchés financiers internationaux qui n'est pas dénuée, toutefois, d'ambiguïtés.

(20) R. BRYANT, « Reforming the International Financial Architecture », *Brookings Discussion Papers in International Economics*, n° 146, juillet 1999.

(21) M. KING, *Speech on Reforming the International Financial System : the Middle Way*, Federal Reserve Bank of New York, 9 septembre 1999.

(22) B. COHEN, « Money and Power in World Politics », in T. LAWTON et A. VERDUN (dir.), *Strange Power*, Ashgate Publishing, 2000 (à paraître); B. COHEN, « International Finance and International Relations Theory », in T. RISSE et B. SIMMONS (dir.), *Handbook of International Relations*, Sage Publications, 2001 (à paraître); B. COHEN, « Taming the Phoenix : Monetary Governance After the Crisis », in G. NOBLE et J. RAVENHILL (dir.), *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*, 2000 (à paraître).

(23) J. STIGLITZ et A. BHATTACHARYA, *Underpinnings for a Stable and Equitable Global Financial System. From Old Debates to a New Paradigm*, 11th Annual Bank Conference on Development Economics, 28-30 avril 1999; J. STIGLITZ, *More Instruments and Broader Goals : Moving Toward the Post-Washington Consensus*, The 1998 WIDER Annual Lecture, Helsinki, mimeo, janvier 1998.

UNE CONCEPTION NÉO-LIBÉRALE
DE LA FINANCE INTERNATIONALE ?

Au moment du déclenchement de la crise asiatique, le 21 septembre 1997, le Comité Intérimaire du FMI approuvait un projet de nouvel amendement (24) spécifiant que la « *libéralisation des mouvements internationaux de capitaux constituait un élément essentiel d'un système monétaire efficient, à l'âge de la globalisation* », et confiait donc au FMI un nouvel objectif, la libéralisation du compte de capital, placée sous sa responsabilité et sa surveillance. Les priorités ont évidemment évolué depuis, mais ce nouveau principe n'a pas été abandonné et cela révèle l'ambiguïté constitutive de la nouvelle architecture définie par le G7.

Il s'agit en effet de viser le renforcement de la mobilité internationale des capitaux tout en reconnaissant par ailleurs la nécessité d'une infrastructure institutionnelle de nature à corriger les imperfections inhérentes aux marchés financiers, en quelque sorte en réconciliant E. Fama et J. Stiglitz... Car si l'on envisage l'hypothèse d'un contrôle des entrées de capitaux à court terme dans les pays émergents, les ministres des Finances du G7 et le Trésor américain semblent plutôt y voir une pause, au sein d'une phase de transition devant conduire à une plus grande robustesse des systèmes financiers domestiques, avant de revenir au principe de libéralisation nécessaire des mouvements de capitaux.

En ce sens, la nouvelle architecture s'apparente à un nouveau compromis néo-libéral : la coordination des transferts d'épargne relève expressément des marchés internationaux mais la gouvernance des Etats reste nécessaire, qu'il s'agisse d'édicter des normes jouant un rôle assurantiel ou dissuasif face au risque, ou de gérer de façon discrétionnaire les situations de *stress*. Cette ambiguïté constitutive explique le recours aux règles procédurales, faute de consensus politique permettant de reconstruire un nouveau *libéralisme enchâssé* (25) de la finance mondiale, qui exigerait une redéfinition des pouvoirs et la mise en cause du leadership des Etats-Unis, en particulier au sein même du FMI (26). L'architecture financière internationale conçue par le G7 à Cologne constitue ainsi une réponse pragmatique aux nouveaux

(24) IMF, « Capital Liberalization Essential to An Efficient Monetary System, Interim Committee on The Liberalization of Capital Movements under an Amendment of the IMF's Articles », *IMF Survey*, 6 octobre 1997.

(25) G. RUGGIE, « International Regimes, Transactions, and Change : Embedded Liberalism in the Post-War Economic Order », *International Organization*, n° 36, 1982 ; J. KIRSHNER, « Keynes, Capital Mobility and the Crisis of embedded Liberalism », *Review of International Political Economy*, Vol. 6, n° 3, automne 1999.

(26) M. AGLIETTA et S. MOATTI, *Le FMI : de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Economica, 2000.

triangles d'incompatibilités suscités par la globalisation financière (27), dès lors que le *fédéralisme global*, soit des normes financières, soit des Institutions internationales, n'est pas à l'ordre du jour.

Dès lors, se pose la question de savoir si la nouvelle architecture est réellement à même d'améliorer la résilience des marchés financiers internationaux ou s'il s'agit là d'un *faux-semblant*. Une réponse immédiate serait, à ce jour, prématurée. Seule l'observation future des marchés, la récurrence éventuelle des crises, l'importance des contagions, permettront d'évaluer la portée des dispositions adoptées. Pour autant, on peut d'ores et déjà examiner les avancées, non pas du point de vue de l'objectif final, – une plus grande stabilité financière internationale, tout particulièrement dans les pays émergents –, mais en fonction des objectifs intermédiaires figurant dans le mandat confié au FMI. La mise en œuvre de la nouvelle architecture, de ce point de vue, reste encore très partielle.

DES PROGRÈS LIMITÉS DANS LE RENFORCEMENT DE L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

En dépit des bilans établis régulièrement par le Fonds, par exemple à l'occasion de la dernière réunion des ministres des Finances du G7, à Fukuoka, en juillet 2000 (28), et tout récemment encore, en septembre 2000, à l'intention du nouveau Comité Monétaire et Financier International, peu avant l'Assemblée générale du FMI, à Prague (29), les progrès semblent limités et le renforcement de l'architecture largement inachevé (30).

Les principales réalisations concernent l'amélioration de l'étendue et de la qualité des données macro-économiques ou des indicateurs macro-prudentiels (31), désormais publiés et faisant l'objet d'une surveillance de la part

(27) Pour D. RODRIK (*Governing the Global Economy : Does One Architectural Style Fit All?*, Brookings Institution Trade Policy Forum Conference on Governing in a Global Economy, 15-16 avril 1999; *How Far Will International Economic Integration Go?*, mimeo, Harvard University, 1^{er} septembre 1999), un nouveau triangle d'incompatibilités met désormais en jeu l'intégration internationale des économies, le maintien des États-Nations et la conscience politique des agents (*mass politics*). Pour M. AGLIETTA (« Comment stabiliser la finance globalisée ? », *Alternatives Économiques*, Hors Série n° 45, *La monnaie*, 3^e trimestre 2000), ce nouveau triangle combine la séparation nationale des systèmes prudentiels et de supervision, le marché mondial de l'épargne et une stabilité acceptable de la finance.

(28) Group of Seven (G7), *Strengthening the International Financial Architecture*, Report from G7 Finance Ministers to the Heads of State and Government, Fukuoka, 8 juillet 2000.

(29) IMF, *Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International System and Reform of the IMF*, Washington, 19 septembre 2000.

(30) O. DAVANNE, « La réforme inachevée du système financier international », *Economies et Sociétés*, Série ME, n°s 1-2, 1999; B. EICHENGREEN, *Strengthening the International Financial Architecture : Where Do We Stand?*, East-West Center Workshop on International Monetary and Financial Reform, Honolulu, 1-2 octobre 1999; Y. AKYÜZ, « The Debate on the International Financial Architecture : Reforming the Reformers », *UNCTAD Discussion Papers*, n° 148, avril 2000.

(31) O. EVANS, A. LEONE, M. GILL, P. HILBERS et al., *Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*, Washington, IMF, avril 2000.

des Institutions internationales ou des autorités nationales. Cela recouvre la mise au point par le FMI de la norme spéciale de diffusion des données (*Special Data Dissemination Standard, SDDS*), de la diffusion des notes d'information au public (*Public Information Notices, PINs*), ou en ce qui concerne l'utilisation des ressources financières du FMI. Mais ces dispositions ne s'appliquent aux pays membres qu'à titre volontaire. En consultation avec d'autres Institutions, le FMI a également défini des normes ou des codes de bonnes pratiques (*Code of Good Practices on Fiscal Transparency, Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*), d'autres organismes conduisant des travaux dans des domaines connexes (comptabilité et vérification des comptes, réglementation des marchés boursiers, par exemple), et c'est le cas du Comité de Bâle avec la préparation de la réforme du ratio COOKE et son application à partir de 2002-2003. Mais l'essentiel de ces dispositions, là encore, s'apparente à un ensemble d'incitations sans portée normative obligatoire.

Les obstacles semblent importants pour ce qui est de la participation accrue du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises, autant pour faciliter une meilleure évaluation des risques que pour réduire l'aléa moral. Des mesures pratiques ont été élaborées, telles que l'introduction éventuelle de clauses d'action collective dans les émissions obligataires souveraines, à l'image de la loi américaine sur les défaillances qui va plus loin encore en ne permettant pas aux crédateurs de se retirer brutalement en situation de *stress*. Mais ce type de disposition se heurte à plusieurs difficultés : l'absence de droit unifié, en particulier s'agissant des faillites ; le refus de nombreux pays émergents de s'engager individuellement dans cette voie, de crainte de susciter des effets d'éviction sur les marchés internationaux ; et même l'opposition des Etats-Unis préférant une approche au cas par cas en face d'une crise de liquidité. De même, en relation avec les travaux menés à ce sujet par le Forum de Stabilité Financière, beaucoup s'interrogent sur la faisabilité de dispositifs prudentiels s'appliquant spécifiquement aux institutions financières à effet de levier élevé, et donc aux Hedge Funds.

Du côté des acquis, on doit noter qu'au-delà de la Facilité de Réserve Supplémentaire, le FMI a créé un nouvel instrument financier de prévention des crises, la ligne de crédit préventive (*Contingent Credit Lines, CCL*) immédiatement accessible aux pays membres ayant une situation macro-économique saine mais exposés à un processus de contagion financière.

En ce qui concerne, enfin, la question des régimes de change et celle de la libéralisation du compte de capital et des contrôles éventuels sur les entrées de capitaux à court terme, le Rapport d'avril 2000 du Directeur

général par intérim, S. Fischer (32), témoigne d'une intensification des réflexions sans réelle avancée politique sur la voie d'une normalisation des dispositions, l'approche au cas par cas et l'incitation à de bonnes pratiques, là encore, paraissant recueillir l'assentiment de la majorité des pays membres. Quant à l'introduction d'une « taxe à la Tobin », même le gouvernement français ne soutient plus cette disposition (33).

Si l'on ne peut préjuger des infléchissements susceptibles d'intervenir dans les mois qui viennent, ce rapide aperçu laisse prévaloir un sentiment d'inachèvement et démontre l'absence d'innovation systémique dans la régulation financière internationale. C'est typiquement le cas, souligné par B. Eichengreen (34), à propos des clauses d'action collective dans les contrats de prêts, de nature pourtant à constituer une alternative aux sauvetages massifs du FMI en présence d'une crise majeure. Les réponses apportées à ce jour au risque systémique paraissent donc limitées, voire décevantes.

UNE NOUVELLE ARCHITECTURE AU MILIEU DU GUÉ...

La nouvelle architecture financière internationale est au milieu du gué et il est encore trop tôt pour évaluer sérieusement sa capacité à maîtriser l'instabilité financière internationale. Toutefois, on doit noter que l'augmentation des ressources mobilisables en urgence par le FMI ne s'est pas accompagnée d'une réforme des procédures permettant, réellement, à la fois d'en accélérer l'utilisation éventuelle et de répondre au *déficit démocratique* ressenti par les pays émergents. Au-delà des principes affichés, l'implication du secteur privé dans la gestion des crises et la question de la sélectivité des créances en cas de crise de liquidité se heurtent à des difficultés juridiques difficiles à surmonter. Quant à la transparence de l'information, elle ne saurait faire disparaître à elle seule les équilibres multiples et les comportements moutonniers (35). Les variables rangées parmi les *fondamentaux*, d'ordre macro-économique ou de nature macro-prudentielle, sont multiples et sont hiérarchisées de façons très différentes selon les schémas théoriques utilisés. On dispose d'une connaissance très imprécise des seuils à partir desquels une configuration macro-économique d'ensemble est jugée, ou non,

(32) IMF, *Report of the Acting Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Reforming the IMF and Strengthening the Architecture of the International Financial System*, Washington, April 12, 2000; IMF, *Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, Washington, 30 mars 2000.

(33) L. FABIUS, *Rapport présenté au Parlement en application de l'article 89 de la loi de finances initiale pour 2000*, Partie II, Aspects financiers, Paris, 22 août 2000.

(34) B. EICHENGREEN, *Toward a New International Financial Architecture*, A Practical Post-Asia Agenda, Washington, Institute for International Economics, 1999; B. EICHENGREEN, « Prévention et résolution des crises : est-il impossible d'impliquer davantage le secteur privé? », *Finances et Développement*, septembre 1999.

(35) A. ICARD, « Une réponse aux crises du système financier international : le Forum de Stabilité Financière », *Economies et Sociétés*, Série ME, n° 1-2, 1999.

soutenable par les investisseurs, et l'on éprouve toujours quelque difficulté à mesurer les distorsions de taux de change réels qui rendent inéluctable une attaque spéculative. Cela signifie qu'au sein de l'information dont on souhaite améliorer la transparence figurent, il est vrai, un ensemble de *fondamentaux*, mais aussi leur agencement, c'est-à-dire les *modèles du monde* qui, en matière de détermination des prix d'actifs, sont loin d'être établis. Une transparence parfaite ne réduira jamais l'incertitude sur l'avenir et l'évaluation subjective des risques.

Reste la question de la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux dans les pays émergents. La réversibilité des transferts d'épargne est au cœur des fragilités financières et elle a fait l'objet d'un traitement ambigu, on l'a vu, dans le projet de nouvelle architecture. A ce propos, on ne saurait oublier l'un des messages parmi les moins *démodés* de J. M. Keynes (36) : les marchés financiers n'ont pas seulement pour fondement d'assurer l'allocation optimale des actifs mais aussi de réguler la liquidité, *talon d'Achille* de la finance. Cela implique, comme le défendent par exemple J. Bhagwati (37) ou D. Rodrik (38), qu'il n'y a pas un principe unique assurant le bien-être mondial, et que le libre-échange commercial doit sans doute être conjugué avec un échange contraint dans le domaine des actifs financiers. C'est tout particulièrement le cas des flux d'épargne à court terme et les architectes du système financier international ne pourront pas éluder cette question (39).

(36) A. CARTAPANIS et M. HERLAND, *The Reconstruction of the International Financial Architecture : KEYNES' Revenge?*, XVII^e Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire, Lisbonne, 7-9 juin 2000.

(37) J. BHAGWATI, « The Capital Myth : The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars », *Foreign Affairs*, n° 77, 1998.

(38) K. ROGOFF, « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, n° 4, automne 1999.

(39) B. COHEN, « Capital Controls : Why Do Governments Hesitate », *Revue économique*, Vol. 52, n° 1, mars 2001.