

La lettre de la régulation

N° 52

ÉDITORIAL

La théorie de la régulation a toujours regardé les crises comme manifestation des contradictions du mode de régulation et lieu d'émergence de nouvelles configurations. Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon ont étudié les crises financières dans la longue période et à travers les diverses modalités qu'elles ont prises ces dernières années. Ils donnent des propositions de réforme de la finance globalisée, caractéristique du capitalisme actuel. Ce travail s'appuie sur un rapport des auteurs pour le Conseil d'Analyse Economique¹ et fait suite au débat du séminaire ARC2 du 10 janvier 2005.

POINT THÉORIQUE

Les crises financières contemporaines : entre nouveauté et répétition

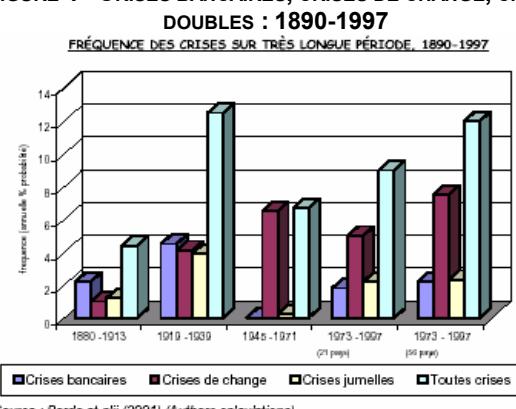
Robert Boyer (EHESS, CNRS, CEPREMAP-ENS) robert.boyer@ens.fr

Mario Dehove (CEPN-Univ. Paris Nord) mdehove@ccomptes.fr

Dominique Plihon (CEPN-Univ. Paris Nord) dplihon@aol.com

Depuis l'effondrement du système monétaire international de Bretton Woods, fondé sur les changes fixes et une réglementation publique forte, les crises financières se sont multipliées. Les crises bancaires quasi inexistantes de 1945 à 1971 font leur réapparition et, dans les pays nouvellement ouverts à la finance internationale, elles se conjuguent avec des crises de change, voire avec une crise de la dette souveraine (figure 1). L'Europe a connu une crise de change grave en 1992-93 qui a fait imploser le système monétaire européen, le Mexique a subi à nouveau une crise de sa dette souveraine en 1994-1995, les pays du sud-est asiatique ont été frappés par des crises bancaires et de change en 1997, tout comme la Russie en 1998. Au début des années 2000 un krach boursier spectaculaire, le plus profond depuis 1929, marque la fin de la « nouvelle économie » dans les pays bénéficiant d'une longue expérience financière (figure 2). Enfin, en 2001-2002, l'Argentine connaît une crise de la dette, du change et de son système bancaire qui culmine en une crise politique.

FIGURE 1 - CRISES BANCAIRES, CRISES DE CHANGE, CRISES DOUBLES : 1890-1997



À CHAQUE ÉCONOMIE SA FORME DE CRISE FINANCIÈRE ?

Surpris par chacune de ces crises, les économistes se sont attachés à développer des modèles formalisant leurs spécificités.

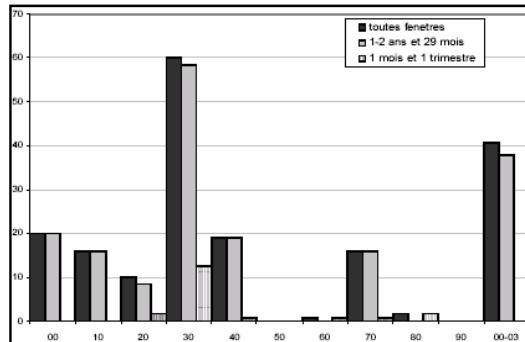
SOMMAIRE

- 1-4 Point théorique
- 4 . Publications
- 5 . Association R & R
- 6 . Annonces

Avril 2005

Une première génération de modèles fait résulter la fragilité financière du conflit entre un régime de change fixe et des déséquilibres budgétaires persistants : ils entendaient ainsi rendre compte des crises latino-américaines (Krugman, 1979). Comme il n'était pas aisé, bien que possible, d'interpréter ainsi la crise du SME, une seconde génération de théories met en jeu le rôle des anticipations auto réa-

FIGURE 2 - FRÉQUENCE DES CRISES BOURSIÈRES : 1900-2003



Source : Boucher (2003)

Ilisatrices dans des modèles où la communauté financière doute de l'aptitude des gouvernements à lutter contre l'inflation sans détériorer l'emploi (Obstfeld, 1994). Nouvelle surprise, les techniques économétriques qui visaient à prévoir les crises de change à la lumière de l'expérience latino-américaine, ne permettent pas d'anticiper la crise asiatique de 1997, de sorte que les théoriciens développent une troisième génération de modèles fondés sur l'imperfection de l'information sur les marchés financiers et la fragilité des systèmes bancaires, plutôt que sur les distorsions macroéconomiques (Krugman, 2001). Lorsqu'éclate la bulle Internet aux États-Unis et que se déroule un krach lent, contrairement à l'anticipation d'une répétition de l'effondrement de 1929-1932, c'est

¹. Les crises financières, rapport n° 50 (2004), La Documentation française, Paris, accessible sur le site du CAE <http://www.cae.gouv.fr/>

La Lettre de la régulation diffuse toute information concernant les publications, séminaires, colloques ou autres activités de recherche en relation avec l'approche de la théorie de la régulation. Ces informations peuvent être adressées : à Henri Nadel, rédacteur-en-chef de *La Lettre de la régulation* GERME/Univ. Paris 7/Denis-Diderot, département d'économie, 2 place Jussieu, 75005 Paris, henri.nadel@paris7.jussieu.fr

La Lettre de la régulation est financée par les cotisations des membres de l'association **Recherche & Régulation**, Président R. Boyer robert.boyer@cepremap.cnrs.fr

ISSN en cours



Site de l'association Recherche & Régulation : <http://www.theorie-regulation.org>

une quatrième génération de modèles bâties sur la prise en compte des variables de stocks et plus seulement de flux, que développent les chercheurs.

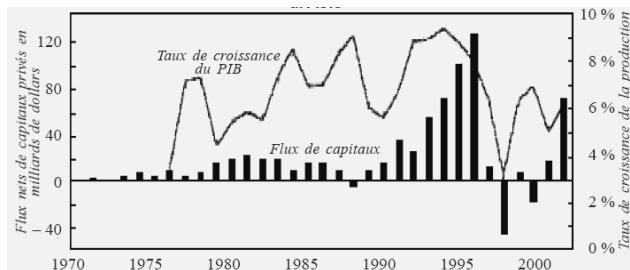
Ainsi ces derniers semblent avoir adopté la devise de l'École des Annales : « à chaque économie sa crise financière ». Modestie louable, mais stratégie quelque peu décevante puisqu'elle revient à supposer que les crises sont imprévisibles, qu'elles ne cessent de changer de forme et qu'il convient seulement de les traiter au mieux une fois qu'elles ont éclaté. « À chaque période de développement, ses crises, petites ou grandes » telle est aussi la ligne de recherche proposée par la théorie de la régulation, avec cependant une différence : c'est l'analyse historique de longue période qui permet de détecter des tendances de longue période associées à un régime d'accumulation et un mode de régulation donnés. C'est en fait une autre stratégie qu'a explorée le rapport du CAE sur les crises financières, à savoir la mise à jour d'un petit nombre de mécanismes dont on trouve trace, en des proportions variables, dans l'ensemble des crises financières.

À L'ORIGINE DES CRISES : QUELQUES INVARIANTS

En effet, une revue de la vaste littérature suggère qu'un petit nombre de mécanismes fondamentaux se retrouvent dans les diverses crises. Le premier facteur est spécifique aux marchés financiers, qui sont en fait des *marchés de promesses* et non pas des marchés typiques de biens et services : face à l'incertitude propre à tout investissement et plus encore à l'innovation, émergent des valorisations financières fortement conventionnelles caractérisées par l'alternance de phases d'optimisme et de pessimisme, sans aucune garantie de convergence vers une valeur fondamentale, elle-même largement indéterminée (Orléan, 1999 ; 2004).

Un second mécanisme concerne le caractère *procyclique* de la prise de risque de la part des acteurs bancaires et financiers : ces derniers ont tendance à prendre d'autant plus de risques que la conjoncture est bonne ; en sens inverse, lorsque les perspectives sont défavorables, l'aversion au risque des agents s'accroît, en particulier celle des banques qui peuvent aller jusqu'à rationner le crédit. Ainsi, les acteurs financiers, par leurs comportements, exercent un effet déstabilisateur car ils ont tendance à amplifier les cycles économiques : on parle d'*« accélérateur financier »*. Ce mécanisme porte aussi bien les actifs financiers que sur les crédits bancaires, et il affecte sur tout particulièrement les économies nouvellement ouvertes à la finance internationale (figure 3). De plus, comme la prime de risque évolue de concert à l'échelle internationale, il participe ainsi à la propagation des crises financières de pays à pays.

FIGURE 3 – UN EXEMPLE DE PROCYCLICITÉ : LES FLUX INTERNATIONAUX DE CAPITAUX EN DIRECTION DE L'ASIE



Source : Kaminsky (2003).

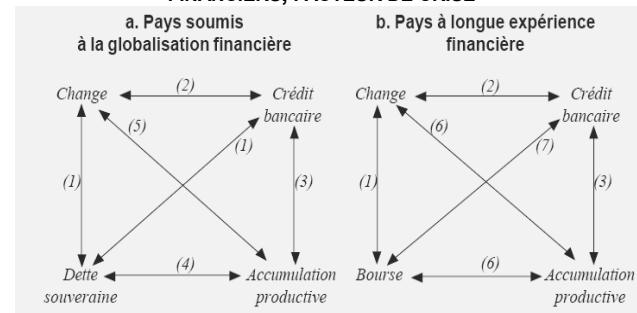
Un troisième mécanisme propage d'un marché à l'autre les déséquilibres apparus sur l'un d'entre eux : c'est la facilité d'accès au crédit qui affecte l'allocation de la quasi-totalité des actifs (financiers, immobiliers, boursiers), et explique la *contagion* d'un marché à l'autre qui se superpose à la contagion internationale. Les banques ont ainsi un rôle central à travers le mécanisme de l'accélérateur financier. Le processus de mondialisation s'est traduit par une *interdépendance accrue des marchés financiers*, ce qui favorise la diffusion des emballages spéculatifs entre des pays qui peuvent être fort distants les uns des autres, mais qui sont reliés par l'arbitrage des agents financiers. De plus, les données historiques et empiriques suggèrent que les emballages spéculatifs sont aggravés par les comportements des acteurs financiers caractérisés par le *mimétisme*, la *perte de mémoire* des précédents épisodes de crise, ou encore une *excessive confiance* en ses propres choix par rapport à ceux des autres acteurs du marché, sans oublier *l'aveuglement au désastre* qui marque les

périodes spéculatives qui précèdent les crises.

LA DIVERSITÉ DES CRISES : DES ENCHAÎNEMENTS SPÉCIFIQUES

La fragilité intrinsèque aux marchés financiers débouche sur une crise, marquée par l'effondrement des prix d'actifs et des défaillances d'acteurs financiers, dès lors qu'entrent en synergie ces trois mécanismes. Leur combinatoire est toujours originale, voire idiosyncrasique, au point que jamais ou presque les crises ne se répètent à l'identique puisqu'elles présentent toujours des traits spécifiques. Si les crises de la dette souveraine sont présentes dans les économies soumises à la globalisation financière, ce sont les crises boursières qui sont importantes pour les pays à longue expérience financière (figure 4).

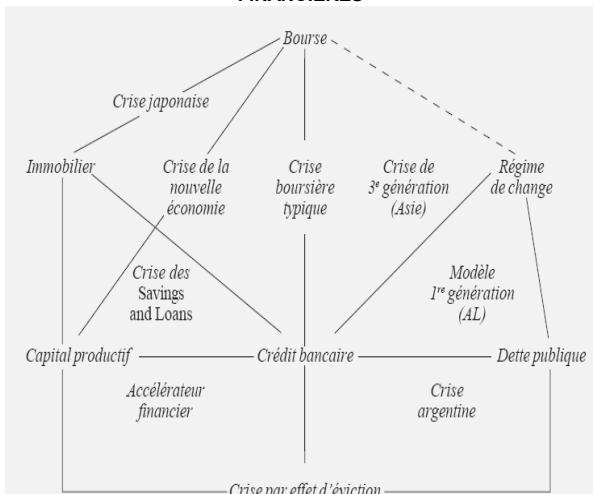
FIGURE 4 – L'ENTRÉE EN RÉSONANCE DES DIVERS MARCHÉS FINANCIERS, FACTEUR DE CRISE



Lecture : (1) Krugman (1979) ; (2) Jeanne et Zettelmeyer (2002) ; et Chang et Velasco (2000) ; (3) Kiyotaki et Moore (1997) ; (4) Kalantzis (2003) ; (5) Hausmann et Velasco (2002) ; (6) Caballero et Krishnamurthy (2001) ; (7) Bernanke, Gertler et Gilchrist (1999).

La gravité et donc l'issue des crises tiennent au degré de concentration/dispersion des risques et à la plus ou moins grande résilience du système bancaire. On constate en effet que les crises financières sont d'autant plus graves que tous les risques tendent à se concentrer sur les banques, alors qu'elles sont au centre de la continuité du système des paiements et des relations de crédit (figure 5). C'est ce *quatrième mécanisme* qui explique, par exemple, le fait que le Japon ait connu une grave déflation dans les

FIGURE 5 – LE SYSTÈME BANCAIRE AU COEUR DES CRISES FINANCIÈRES



années quatre-vingt-dix à la suite de l'éclatement d'une bulle spéculative alors que les banques américaines n'ont été que faiblement affectées par l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000. Ces dernières ont su gérer leurs risques et en diffuser une large partie à d'autres agents (Brender, Pisani, 2004), tandis que les banques au Japon avaient pratiqué une sous-estimation systématique des risques et avaient concentré ceux-ci. Dans les pays nouvellement ouverts à la finance internationale, les désordres financiers les plus graves ont été provoqués par les « crises jumelles » qui ont résulté d'un effondrement simultané du taux de change et du système bancaire. Les agents et surtout les banques des pays en développement deviennent en effet très vulnérables dès lors qu'elles s'endettent sur les marchés internationaux. Leur dette étant libellée en monnaie étrangère (en

dollar, le plus souvent), elles sont soumises aux variations des taux de change qui peuvent aggraver brutalement le coût. Ainsi s'expliquent les nombreuses faillites bancaires enregistrées dans les pays émergents. Ces « crises jumelles » ont un coût social et économique considérable, pouvant s'élever jusqu'à 15 % du PIB.

L'ORIGINALITÉ DES CRISES CONTEMPORAINES, CONSÉQUENCE DE TROIS INNOVATIONS

Les mécanismes précédents sont mis en mouvement par des innovations affectant les technologies, les produits, les instruments financiers, ou encore l'organisation des firmes. Ainsi, s'introduit une incertitude quant à l'évaluation des actifs financiers, d'autant plus marquée que les innovations sont réputées radicales et/ou qu'elles conjuguient leur impact (Boyer, 2001). Or, cohérence et viabilité d'un mode de régulation sont des propriétés que l'on observe seulement *ex post*, à l'issue d'un processus historique plus ou moins long. *Si changent les règles du jeu et le contexte, changent aussi les crises financières.* Les quinze dernières années ont été marquées par trois changements majeurs (figure 6).

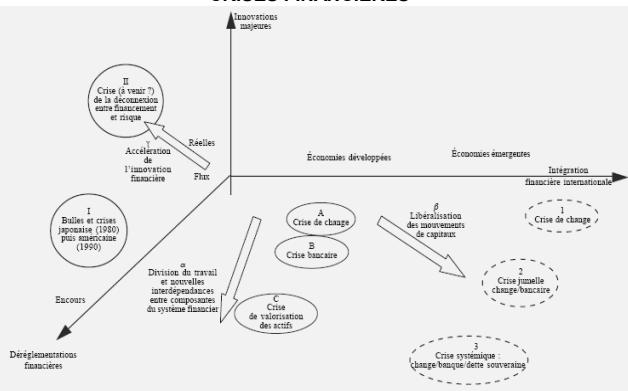
La déréglementation financière

Le progressif *décloisonnement* des marchés dans les pays bénéficiant d'une longue expérience financière (facteur α , figure 6) conduit en particulier à revenir sur la distinction, héritée de la crise des années trente, entre banques commerciales et banques d'investissement ou encore entre banque et assurance. De ce fait, la stratégie de chacun des acteurs financiers s'en trouve affectée. Par exemple, les banques sont incitées à accorder des crédits à de nouveaux clients plus risqués, ou dont le risque est plus difficile à évaluer, pour compenser les pertes associées au fait que les grandes entreprises font directement appel aux marchés financiers. De ce fait, se généralisent les *comportements patrimoniaux* de gestion des actifs, par opposition aux stratégies managériales traditionnelles, ce qui affecte l'ajustement des flux d'épargne et d'investissement (Plihon (Dir.), 2002). Simultanément, s'approfondit la division du travail entre les divers intermédiaires concernés modifiant les propriétés du système financier dans son ensemble (Montagne, 2003).

L'ouverture du compte de capital

À ce mouvement de *libéralisation interne* se superpose l'ouverture aux flux financiers internationaux d'économies précédemment largement autarciques en matière de financement. Cette *libéralisation externe* (facteur β , figure 6) a pour effet de renforcer l'accélérateur financier, d'autant plus déstabilisateur pour ces économies, que leur réglementation interne et les modalités de couverture du risque étaient inadéquates. Les instruments financiers correspondants ne sont pas nouveaux dans l'absolu puisqu'ils avaient été expérimentés auparavant par les pays bénéficiant d'une longue expérience financière. Mais ils constituent une innovation pour les acteurs de l'économie d'accueil, de sorte que s'initie un boom tiré par l'accélérateur financier, phase d'expansion que les acteurs n'interprètent pas comme transitoire car cyclique, mais comme susceptible de se prolonger à long terme. Cette ouverture du compte de capital explique pourquoi crises de change et crises bancaires sont fréquemment associées car les pays se sont endettés en monnaies étrangères, et les résidents ont vu s'ouvrir la possibilité d'un arbitrage entre monnaie domestique et monnaie internationale, ce qui accroît fortement les effets déstabilisants des épisodes de remise en cause de la confiance dans le système bancaire domestique.

FIGURE 6 – LES TROIS DIMENSIONS DE LA NOUVEAUTÉ DES CRISES FINANCIÈRES



Une floraison de nouveaux instruments financiers

À ces deux types d'innovation, il faut en ajouter un troisième qui porte plus directement sur les relations entre l'apparition de nouveaux *instruments financiers* et des innovations, dans l'économie réelle, considérées comme suffisamment radicales pour impliquer un relèvement durable des perspectives de profit. Ce type de facteur déclenchant s'inscrit dans une longue histoire (flèche γ , figure 6). Ainsi, les innovations financières visant à une meilleure évaluation du risque par certains agents peuvent à leur tour inciter d'autres agents ou entités à une prise de risque accrue alors qu'ils sont mal ou pas du tout équipés pour les évaluer. La montée des dérivés de crédit est à ce titre préoccupante puisque les meilleurs experts et les organisations internationales tels la BRI ou le FMI avouent ne pas savoir quels sont les agents qui finalement portent le risque. La confiance accordée à ce type d'instrument tiendrait plus à une conception hayekienne du bienfait d'un certain degré d'ignorance qu'à la clarté du calcul d'optimisation intertemporelle que suppose l'hypothèse d'anticipation rationnelle.

La stabilité financière est un bien public....

Les marchés financiers ont donc besoin d'être étroitement encadrés. Mais aucun mécanisme économique n'est linéaire : en retour, les interventions publiques sont aussi susceptibles de créer de nouvelles sources d'instabilité, ne serait-ce que parce qu'elles peuvent inciter les investisseurs à prendre plus de risques. On reproche par exemple, avec raison, aux opérations de sauvetage du FMI de trop préserver les intérêts des investisseurs étrangers en cas de crises financières d'un pays émergent et ainsi d'encourager à l'excès les flux de capitaux internationaux. Un difficile arbitrage doit donc être trouvé entre, d'une part la prévention des crises par les règles prudentielles, l'action directe sur les marchés des autorités financières lorsque ces règles se montrent insuffisantes et d'autre part le maintien d'un certain degré de risque financier afin de limiter les comportements opportunistes.

L'accélération du rythme des innovations financières au cours des deux dernières décennies renforce cet argument en faveur d'une intervention des pouvoirs publics. Tout d'abord, les innovations supposées porteuses d'un changement d'époque ont souvent débouché sur une crise majeure, compromettant la confiance et la viabilité dans le système financier et même monétaire. C'est l'un des grands enseignements de l'histoire financière (Kindleberger, 1994).

De même, l'auto organisation par une profession et le recours à des codes de bonne conduite ou encore la recherche d'effets de réputation sont loin de garantir la transparence et la régularité des transactions financières (Mistral, 2003 ; Aglietta, Rebérioux, 2004). De plus, une fois une crise ouverte, le sauve qui peut des acteurs compromet des actions qui seraient pourtant plus avantageuses pour la collectivité. Il est à cet égard significatif que les crises des années 1990 aient été surmontées à travers la suspension des droits individuels ordinaires et le recours à des procédures collectives exceptionnelles organisées par des autorités nationales ou multinationales.

Autre constatation importante : alors que les marchés financiers sont supposés anticiper les rendements futurs, l'évolution des taux de change ou encore des taux d'intérêt, l'analyse statistique montre que tout au long des années 1990, les retournements des anticipations du marché ont toujours suivi les retournements des variables observées et non l'inverse (Brender, Pisani, 2001). De la même façon, rares sont les cas dans lesquels les agences de notation ont anticipé les crises majeures qui se sont succédé dans les années quatre-vingt-dix, que cela tienne aux limites de leurs instruments d'analyse, aux lacunes de l'information ou tout simplement à un comportement stratégique, lié en particulier à un conflit d'intérêt entre le rôle d'évaluation et de conseil en investissement (Stiglitz, 2002). Un autre argument souligne combien la politique de taux d'intérêt suivie par chaque banque centrale joue un rôle clé dans l'évolution des cours boursiers, des taux de change et même des profits des entreprises non financières (Aglietta, 2003). Enfin, il faut aussi mentionner le fait que les grandes crises financières posent la question de la garantie des contrats, de la stabilité des droits de propriété et des attributs et limites de la souveraineté (Sgard, 2002). Autant de questions qui relèvent directement de la prérogative de la puissance publique et non de la capacité d'initiative de la communauté financière.

... QUE LES AUTORITÉS APPRENNENT À GÉRER À TRAVERS LA SUCCESSION DES CRISES

Pour toutes ces raisons, l'apprentissage est principalement celui des autorités publiques. Il est partiel, retardé, toujours imparfait

mais à l'échelle de l'histoire longue, cet apprentissage contribue - parmi d'autres facteurs - à une plus grande résilience des systèmes financiers, tout au moins dans les pays pour lesquels les structures financières et économiques évoluent de concert dans la longue période (tableau 1). A contrario, les pays émergents se sont souvent vu imposer des innovations financières venues d'ailleurs,

sans qu'ils disposent des outils leur permettant d'évaluer les risques ainsi pris. L'instabilité macroéconomique de ces pays s'en est trouvée accrue, dans un premier temps tout au moins (Kaminsky, 2003). Il se pourrait que l'ouverture du compte de capital induise une fragilité structurelle permanente dès lors que la spécialisation du pays est inadéquate (Kalantzis, 2004).

TABLEAU 1 – LES EFFETS D'APPRENTISSAGE DES AUTORITÉS PUBLIQUES

Crises de change	Crises bancaires	Crises boursières	Crise de la dette publique
<p>Dévaluations compétitives des années trente</p> <p>Parités fixes, mais ajustables + financement public</p> <p>Tensions du fait de l'incompatibilité des politiques économiques nationales et changements structurels de la compétitivité (Etats-Unis, Europe, Japon)</p> <p>Changes flexibles</p> <p>Globalisation</p> <p>Instabilité</p> <p>Zones monétaires</p> <p>Tensions</p> <p>Euro</p> <p>Instabilité des devises clés</p>	<p>Longue histoire de faillites et crises bancaires</p> <p>Segmentation des institutions de crédit</p> <p>Contrôle par les autorités publiques</p> <p>Dérglementation, nouveaux risques, globalisation</p> <p>Globalisation</p> <p>Pays développés</p> <p>Déconnexion Financement/risque</p> <p>Sécurisation des crédits</p> <p>Prevention d'une crise systémique</p> <p>PVD</p> <p>Double risque Crédit/change</p> <p>Crises asiatiques</p> <p>Argentine</p> <p>Expérimentation d'une nouvelle stratégie</p>	<p>Boom des chemins de fer (1845-46) en Angleterre, mais pas de Krach</p> <p>Id. Etats-Unis 1873 Krach, mais pas de changement réglementation</p> <p>Boom de 1920</p> <p>Class – Steagall Act</p> <p>Création de la SEC</p> <p>Fusions conglomérales US-1960, puis krach 1970-1971</p> <p>Réforme de la comptabilité Williams</p> <p>Krach de 1987</p> <p>Institutions de court-circuit</p> <p>Krach Internet</p> <p>Nouvelle réglementation</p>	<p>Répudiation périodique de la dette des Etats</p> <p>Nouvelles possibilités offertes par l'inflation et l'hyperinflation</p> <p>Conflit avec la viabilité d'un régime monétaire</p> <p>Nouvelle forme des crises de la dette : dévaluation</p> <p>Intervention du FMI</p> <p>Rééchelonnement (club de Paris)</p> <p>Sécurisation de la dette</p> <p>Persistance des crises obligataires</p> <p>SDRM et CAC</p>

EN CONCLUSION, DES PROPOSITIONS DE RÉFORMES DE LA FINANCE GLOBALISÉE

L'observation et l'analyse des crises des dernières années fournissent des éléments de réflexion assez sûrs pour qu'il soit possible d'avancer des propositions d'interventions sur les marchés, propres à diminuer la fréquence et la gravité des crises financières.

La transparence, utile mais pas suffisante

Une information abondante, partagée et de bonne qualité est nécessaire au bon fonctionnement des marchés. Les scandales récents montrent qu'il y a encore beaucoup à faire dans ce domaine, à commencer par une supervision des agences de notation, qui n'ont pas su anticiper les crises, et des fonds alternatifs, dont la gestion est opaque et qui peuvent engendrer des risques systémiques. Des progrès doivent également être réalisés dans les pays émergents dont le retard est très grand. Mais cela ne pourra jamais suffire, contrairement à ce que pensent les tenants de l'efficience des marchés, tant est puissante l'illusion des marchés dans des perspectives de profit sans précédent dans les phases d'emballement de la finance.

La mémoire longue contre l'impatience des traders

Les opérateurs privés sont myopes et amnésiques face aux déséquilibres de la finance. Il revient aux économistes et aux historiens de recourir aux leçons de l'histoire financière pour rappeler la répétition des séquences d'emballement spéculatif et amener les marchés à plus de discernement. Il appartient également aux acteurs publics – banquiers centraux, autorités de tutelle-, qui disposent d'une mémoire plus longue, d'intervenir préventivement (*prompt corrective action*) et de rendre public leur diagnostic d'entrée probable dans une phase de spéulation, donc de vulnérabilité financière.

Le banquier central doit se préoccuper des bulles financières

Les banques centrales ont un rôle tout particulier à jouer dans cette fonction d'alerte. Encore faut-il qu'elles renouvellent leurs objectifs en ajoutant la stabilité financière à la stabilité monétaire et au soutien de l'activité. Une banque centrale doit être dotée de

l'autorité nécessaire pour faire l'annonce, lorsque c'est le cas, que l'emballement du crédit et l'inflation du prix des actifs marquent l'entrée dans une phase de spéculation dont elle va tenir compte dans sa politique monétaire par une hausse précoce du taux d'intérêt, voire, dans les circonstances exceptionnelles par des interventions directes sur certains marchés d'actifs.

Bâle II : ne pas accentuer la pro cyclicité de la finance

La régulation prudentielle est un complément indispensable de la politique monétaire pour la stabilité financière. Les accords dits de Bâle II élaborés sous l'égide le Banque des règlements internationaux, apportent deux améliorations majeures aux dispositifs prudentiels existants : l'extension des procédures à tous les pays ; l'évaluation fine du risque selon le type de crédit et d'actif. Toutefois, les accords de Bâle II présentent deux sérieuses imperfections. D'abord, en accroissant la sensibilité des banques aux risques, ils peuvent paradoxalement renforcer la pro cyclicité du crédit. Des mesures telles que le provisionnement dynamique permettraient d'atténuer ce danger. Ensuite, les procédures du Comité de Bâle se limitent à la supervision micro-prudentielle. Une approche macro-prudentielle, qui prend en compte les interactions entre les différents marchés d'actifs qui sont au cœur des crises, est indispensable, en commençant par la mise en place d'indicateurs avancés de crises.

Pour un contrôle préventif des entrées de capitaux courts

Pour les pays les plus vulnérables, qui se sont ouverts récemment aux flux internationaux de capitaux, que l'on appelle « émergents », il faut aller plus loin que Bâle II, car la procyclicité du crédit y prend une forme spécifique, celle d'aller et retour massifs des flux de capitaux étrangers. Avec l'impossibilité dans laquelle se trouvent ces pays de s'endetter dans leur propre monnaie, elle induit une crise combinée du taux de change et du système bancaire, qui est une des formes de crises financières les plus sévères pour la stabilité des budgets des Etats et le niveau de vie des populations. Dans ces pays la libéralisation a été prématurée au regard de la résistance des systèmes bancaires et de la conduite de politiques macroéconomiques visant à la stabilité. Par ailleurs les études récentes du FMI lui-même (Prasad, Rogoff, et alii, 2003) montrent qu'elle n'a pas eu l'impact positif sur la croissance que ses promoteurs annonçaient.

Aussi, il est essentiel d'instituer dans ces pays des systèmes de contrôle des entrées (par exemple par un système de réserves obligatoires) et/ou des sorties de capitaux, annoncés à l'avance, capables de réduire les à-coups des flux internationaux. Il en résultera un meilleur ajustement de l'épargne et de l'investissement national, évitant de soumettre ces pays aux heurs et malheurs de l'intermédiation financière internationale dont ils sont les premiers à payer les coûts à prix forts. Les analyses portant sur le Chili et la Malaisie montrent que les gains de ce type de contrôle des capitaux l'emportent sur les distorsions et les coûts qui lui sont associés.

Une réforme du FMI

De tels systèmes de contrôle des mouvements de capitaux seraient d'autant plus efficaces qu'ils seraient placés sous l'autorité d'un FMI réformé, plus attentif aux intérêts des pays émergents et en développement, et moins à ceux des investisseurs des pays développés. Car dans un monde dépourvu de véritable monnaie internationale, aux monnaies diverses et nombreuses, le besoin de stabilisation est toujours aussi nécessaire, sinon plus, qu'au moment de la création du Fonds. Depuis la crise asiatique, si beaucoup de propositions de réformes ont été faites et discutées dans le détail, rien de véritablement sérieux n'a été mis en œuvre. Des progrès sont possibles. Une procédure de règlement des crises de dettes souveraines (des États) sur le modèle des procédures nationales de faillite privée est un préalable indispensable à la stabilisation des financements internationaux. Une capacité accrue de soutien aux pays soumis à un emballement de la spéculation, simplement du seul fait qu'ils s'endettent dans une monnaie étrangère parce qu'ils ne peuvent faire autrement, en est une autre condition. Mais de telles réformes financières supposent une révision des principes d'action du FMI et une démocratisation de son fonctionnement.

On peut résumer les développements précédents, qui vont de l'analyse des faits stylisés à la définition des objectifs de l'intervention publique, à l'aide du tableau suivant (tableau 2). On rend ainsi compte, par exemple, des caractéristiques propres à la crise argentine. L'application à la lettre des réformes des politiques de libéralisation interne et externe, met en place un cinquième facteur de crise qui ressort de l'incohérence entre le régime d'accumulation-introduit par ces réformes- et le régime de croissance. On retrouve ainsi l'une des catégories centrales dans l'analyse des crises dans le programme de recherche régulationniste (Boyer, Neffa, 2004).

**TABLEAU 2 – DES MÉCANISMES ÉLÉMENTAIRES
AUX CARACTÉRISTIQUES DES CRISES FINANCIÈRES
CONTEMPORAINES AUX OBJECTIFS
DE L'INTERVENTION PUBLIQUE**

L'OBSERVATION ET L'ANALYSE	MÉCANISMES				
	A. UN MARCHÉ DE PROMESSES	B. UNE PRISE DE RISQUE PROCYCLIQUE	C. ENTRÉE EN RÉSONANCE	D. LE SYSTÈME BANCAIRE MAILLON FAIBLE	E. INCOHÉRENCE D'UN RÉGIME DOMESTIQUE / INTERNATIONAL
1. Recrudescence des crises	Facteurs permissifs		Libéralisation / délaissement des marchés		Exemple : l'Argentine
2. Elles changent de forme	Multiplicité des instruments financiers		Déférence entre USA 1929-1932 Japon 1992- 2005 USA 2001		Apparence d'un retour des crises de la première génération
3. Ampleur des phénomènes de contagion		Caractère procyclique de la finance globalisée	Interdépendance géographique des acteurs, instruments financiers	Système bancaire fragile dans les pays émergents	
LES PROPOSITIONS	1. Améliorer la qualité de l'information	2. Tenir compte des leçons de l'histoire	4. Stabilité financière et politique monétaire	3. Adapter les réformes prudentielles et comptables	6. Réforme de l'architecture financière
			5. Réévaluer la libéralisation financière		

RÉFÉRENCES

- AGLIETTA Michel (2003), « Le risque systémique dans la finance libéralisée », *Revue d'économie financière*, n° 70, janvier, p. 33-49.
- AGLIETTA Michel, REBÉRIOUX Antoine (2004), *Les dérives de la finance*, Albin Michel, Paris.

BERNANKE Ben S., GERTLER Mark, GILCHRIST Simon (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", in Taylor John and Michael Woodford (eds) *Handbook of Macroeconomics* 1, Amsterdam: Elsevier-North Holland.

BORDO Michael, BARRY EICHENGREEN, DANIELA KLINGBIEL and MARIA SOLEDAD MARTINEZ-PERA (2001). "Is the crisis problem growing more severe?" *Economic Policy* 32 (April), pp. 51-73.

BORIO Claudio, FURFINE Graig, LOWE Philip (2001), « Procyclicality of the Financial System and financial Stability: Issues and Policy Options », BIS Working Paper 1, 1 – 57.

<http://www.bis.org/publ/bispaper01a.pdf>

BOUCHER Christophe (2003), « Identification des crises boursières », Document de travail, Université Paris XIII, 27 mars.

BOYER Robert (2001), « L'économiste face aux innovations qui font époque : les relations entre histoire et théorie », *Revue Économique*, 52 (5), Septembre, p. 1065-1115.

BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique (2004), *Les crises financières : analyse et propositions*, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 50, La Documentation française, Paris.

BOYER Robert, NEFFA Julio César (2004), *La crisis argentina (1976-2001) : una vision desde la teorías institucionalistas y regulacionistas*, Editorial Mino y Davila, Madrid, Buenos Aires.

BRENDER Anton, PISANI Florence (2001), *Les marchés et la Croissance*, Economica, Paris.

BRENDER Anton et PISANI Florence (2004), *la nouvelle économie américaine*, Economica, Paris.

CABALLERO, Ricardo, ARVIND KRISCHNAMURTHY (2001), « International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises », *Journal of Monetary Economics*, 48/3, December, pp.513-548 (<http://www.econ.rochester.edu/eco510/Caballero-emerging21.pdf>)

CHANG Roberto, VELASCO Andrés (2000), "Liquidity crises in emerging markets: theory and policy", in *NBER Macroeconomics Annual 1999*, ed. By Ben S. Bernanke and Julio Rotemberg (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

HAUSMANN Ricardo, VELASCO Andrés (2002), "The Argentine Collapse: Hard money's Soft Underbelly", Mimeo, Harvard University. Preliminary version: <http://web.upmf-grenoble.fr/lepii/regulation/Argentine/Textes/RR-ARG-5-hausmann.pdf>

JEANNE Olivier, ZETTELMEYER Jeromin (2002), « Original sin », Balance sheet crises and roles of international lending, *IMF Working Paper*, WP/02/234. <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubs-156.pdf>

KALANTZIS Yannick (2003), "Studying the Argentine crisis; why we should focus on export performance", Ronéotypé, ENPC, Paris.

KALANTZIS Yannick (2004), "Estudio de la crisis argentina: Por qué deberíamos concentrarnos en el desempeño exportador?", in Boyer, Neffa, op. cit., pp. 623-658.

KAMINSKY Graciela L. (2003), « International Capital Flows: A Blessing or a Curse? », Mimeo ABCDE-Europe 2003. June 2004 version: <http://www.un.org/docs/ecosoc/meetings/2005/docs/kaminsky.pdf>

KINDELEBERGER Charles P. (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Éditions P.A.U, Paris.

KIYOTAKI Nobuhiro, MOORE John (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105 (2), (avril), p. 211-248.

KRUGMAN Paul (1979), « A Model of Balance of Payments Crises », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11/3, (août), pp. 311-325.

KRUGMAN Paul (2001), « Crises: The Next Generation? », Unpublished paper presented at conference in honour of Assaf Razin, Tel Aviv University, 25-26 March.

http://sapir.tau.ac.il/paper/sapir_conference//Krugman.pdf

MISTRAL Jacques (2003), « Rendre compte fidèlement de la réalité d'entreprise », Rapport « *Les normes comptables et le monde post-Enron* ». Conseil d'Analyse Économique n°42, Paris, La Documentation française, p. 7-55.

MONTAGNE Sabine (2003), « Les métamorphoses du trust : Les fonds de pension américains entre protection et spéculation », Thèse Université Paris 10-Nanterre, Décembre.

OBSTFELD Maurice (1994), « The Logic of Currency Crises », Banque de France, *Cahiers Économiques et Monétaires*, n° 43, p. 189-213
http://esla.berkeley.edu/obstfeld/ftp/currency_crises/cc.pdf

ORLÉAN André (1999), *le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris

ORLÉAN André (2004), « Efficience, finance comportementale et convention : une synthèse théorique », dans BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique (2004).

PRASAD Eswar, ROGOFF Kenneth, WEI Shang-Jin et AYHAN KOSE M. (2003), « Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence », IMF Working Paper, 17 mars
<http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>

PLIHON Dominique (président) (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du Groupe du Commissariat Général du Plan, La Documentation française, Paris.

SGARD Jérôme (2002), *L'économie de la panique : faire face aux crises financières*, Paris, La Découverte.

STIGLITZ Joseph (2002), *La grande désillusion*, Mille et Une Nuits, Fayard.

ASSOCIATION RECHERCHE & REGULATION

Adhérez à l'association

« RECHERCHE & RÉGULATION »

Pour l'année 2005, le montant de la cotisation a été fixé à **40 €** et à **16 €** pour les étudiants. Pour information sur les activités de l'association voir le site www.theorie-regulation.org ou contacter catherine.bluchetin@ens.fr

pour l'adhésion envoyer un chèque libellé au nom de l'association

“ Recherche & Régulation ”

au trésorier :

Pascal PETIT
142 rue du Chevaleret - 75013 PARIS

ÉCOLE THÉMATIQUE

(CNRS – CIRAD - INRA)

Analyse des changements institutionnels

Caractérisation, méthodes, théories, acteurs

du mercredi 14 au samedi 17 septembre 2005

à la ROCHELLE (Charente Maritime)

<http://www.toulouse.inra.fr/centre/esr/ech2005>

La thématique générale sera déclinée autour de 4 axes :

- Les théories institutionnalistes face aux changements institutionnels
- Institutions, structures et régulation
- Le changement dans les niveaux de régulation
- Le rôle du politique et du symbolique dans les changements institutionnels

Mercredi 14 septembre

- Conférence introductory, V. Descombes (EHESS)
- *Dynamique des institutions*, B. Billaudot (CNRS-LEPPI) Contrepoint : R. Boyer (CNRS-CEPREMAP)

- *Les analyses historiques et comparatives des capitalismes*, B. Amable (Paris X-Nanterre, CEPREMAP, Paris Jourdan) Contrepoint : J.F. Vidal (ADIS, Paris XI)

Jeudi 15 septembre

- *Construction et architecture des marchés*, Neil Fligstein (Univ. de Californie, Berkeley) Contrepoint : B. Coriat (CEPN), M.F. Garcia (INRA)

4 ateliers

- **At 2** [S. Palombarini (CEPREMAP), Y. Lung (IFRED, GRES-Bordeaux)], **At 3** [G. Allaïre (INRA-Toulouse), P. Petit (CNRS-CEPREMAP, CEPN-Paris 13)], **At 4** [P. Dieuaide (CNRS, Matisse- Paris 1) G. Colletis (LEREPS, GRES-Toulouse),] **At 7** [B. Jullien (LEREPS, GRES-Toulouse), T. Lamarche (GERME)]

- *Transformation du salariat et domaine public*, D. Drache (Robarts Centre for Canadian Studies, York Université Canada)

Vendredi 16 septembre

- *Régulation et patrimoines* O. Godard (CNRS-Ecole Polytechnique)

3 ateliers

- At 1** [J.P. Chanteau (CNRS, LEPII), B. Daviron (CIRAD)], **At 5** [C. Barrère (Univ. Reims), C. du Tertre (GERME)], **At 6** [J. Mazier, Mouhoub El Mouhoud (CEPN-Paris 13)]

- *L'évolution des institutions européennes*, M. Dehove (Univ. Paris 13) Contrepoint (à préciser).

- Soirée débat, L'Europe et la Globalisation

Samedi 17 septembre

- *Symbolique et politique dans les économies contemporaines*, F. Lordon (CNRS-BETA) Contrepoint : B. Guibert

- *Le tournant cognitif en économie et les transformations du champ des sciences sociales*, A. Orléan (CNRS-CEPREMAP)