

UNIVERSITE GRENOBLE II
PIERRE MENDES FRANCE

Faculté Économie, Stratégies, Entreprise

UNIVERSITE DU QUEBEC
A MONTREAL

Faculté de Science Politique et de Droit

THESE

Doctorat en Économie Internationale

PhD en Science Politique

L'ÉCONOMIE POLITIQUE DE L'ÉTALON DOLLAR

Les États-Unis et le nouveau régime financier international

Présentée et soutenue publiquement par

Grégory VANEL

Le 17 novembre 2005

Sous la cotutelle de : Bernard GERBIER / Christian DEBLOCK

Membres du Jury

Monsieur André CARTAPANIS

Professeur de Sciences Économiques, Université d'Aix-Marseille II (Président du Jury)

Monsieur Christian DEBLOCK

Professeur de Sciences Économiques, Université du Québec à Montréal (Codirecteur)

Monsieur Bernard ÉLIE

Professeur de Sciences Économiques, Université du Québec à Montréal

Monsieur Bernard GERBIER

Professeur de Sciences Économiques, Université Grenoble II (Codirecteur)

Monsieur Dominique PLIHON

Professeur de Sciences Économiques, Université Paris XIII (Rapporteur)

Monsieur Geoffrey R.D. UNDERHILL

Professor of International Governance, Universiteit Van Amsterdam (Rapporteur)

*L'Université Pierre Mendès France et
l'Université du Québec à Montréal n'entendent
donner aucune approbation ou improbation aux
opinions particulières du candidat : ces opinions
doivent être considérées comme propres à leur
auteur.*

REMERCIEMENTS

Les remerciements sont comme des fleurs fraîchement coupées : chacun sait qu'elles sècheront vite, mais en recevoir fait toujours plaisir. Les miens seront brefs, mais j'ose espérer qu'ils sauront rester le plus longtemps possible dans le cœur de leurs destinataires.

Tout d'abord, je tiens à remercier les professeurs Bernard GERBIER et Christian DEBLOCK. Leurs encouragements et leur clairvoyance m'ont été d'un grand secours, surtout dans les nombreux moments de doute et de remise en question jonchant ce parcours, oh combien tumultueux, de la cotutelle.

Je tiens aussi à remercier les autres membres du jury, le professeur André CARTAPANIS, le professeur Bernard ÉLIE, le professeur Dominique PLIHON, et le professeur Geoffrey UNDERHILL, de m'avoir fait l'honneur d'accepter de lire et de participer à la soutenance de cette thèse.

Même si le travail du doctorant reste personnel, il ne pourrait cependant s'effectuer correctement sans celui, minutieux et passionné, des équipes de recherche. Qu'il me soit permis de remercier en premier lieu et le plus chaleureusement possible les petites fourmis du Laboratoire d'Économie de la Production et de l'Intégration Internationale (LEPII), et plus particulièrement celles des départements EPE et EPIID (Danielle, Danièle, Céline, Éric) qui, malgré les difficultés, tiennent la baraque. Je tiens aussi à remercier tous les membres de ces deux départements, chercheurs ou enseignants-chercheurs, qui, par leur écoute et leurs remarques, m'ont permis d'avancer. Je réserve les mêmes remerciements aux membres du Centre Études Internationales et Mondialisation (CÉIM), et plus particulièrement à ceux du GRIC, qui m'ont accueilli à bras ouverts durant l'année passée à Montréal. Les liens que nous avons tissés au fil des semaines et, désormais, au fil des années, vont bien au-delà du domaine professionnel.

Je tiens de même à remercier Marie-Claude BUFFIERE, Néolina VYLCOU et Loredana TRUONG, qui m'ont soulagé de bien des problèmes administratifs liés à la cotutelle, aux multiples lettres envoyées, reçues et probablement perdues, et aux incompréhensions de part et d'autre. Qu'elles sachent, par ces quelques lignes, que leur travail a été accompli avec une rare efficacité.

Ce doctorat en cotutelle n'aurait pu être mené à bien sans le soutien financier du Ministère de l'Éducation Nationale et de la Région Rhône Alpes. Je leur garderai une reconnaissance éternelle pour ce qu'ils m'ont permis de vivre.

J'ai bénéficié d'une écoute attentive et critique de Bernard ÉLIE et Philippe FORTIN lors de la soutenance de la proposition de thèse en 2003, ainsi que de fructueuses discussions, longues ou moins longues, avec Mehdi ABBAS, Pierre BERTHAUD, Dorval BRUNELLE, Patrick CRIQUI, Michel DAMIAN, Joseph HALEVI,

Catherine LOCATELLI, Alex MACLEOD, Philippe LE PRESTRE, Michèle RIOUX, et bien d'autres encore.

Mes camarades doctorants et néanmoins amis du LEPII, par leurs critiques et remarques toujours très incisives, m'ont aussi beaucoup apporté. Je pense en particulier à Achraf, Christophe, David, Julien, Nicolas et Pierre-Olivier. Qu'ils sachent que je saurai leur rendre la monnaie de leurs pièces. De même, tous mes amis rencontrés au cours de mes voyages en Europe ou au Canada trouveront ici leur place. Je pense en particulier à Aurore, Stéphanie, Kristell, Nathalie, Jean-Charles, Matthieu, Adeline, Véronique, Seybou, Brigitte, Marie-France, Rachel et Louis-Fred, Anik et Raphaël, Evelyne, Chantal et Stephanie. Je pense aussi à mes amis d'enfance, Aurélie, Sylvia, Sylvain, Jérôme, Judicaël et Yann, qui comme moi, étaient loin de se douter qu'un jour je pourrais leur rendre hommage de la sorte.

Je réserve une mention particulière à Elsa et Miguel, Lélet, JP et Jérôme, Yann et Céline, et bien sûr Céline. Le meilleur venant pour la fin, que Rémi Bachand, Éric Jasmin, Marc André Gagnon et Grégory Haranczyk sachent que sans eux mon existence serait parfois bien fade. Je remercie tout particulièrement Marc André et Greg pour la relecture du document final.

Bien évidemment, j'ai bénéficié du soutien affectueux et sans faille de mes parents, de ma sœur et de mes neveux, ainsi que de mes famille et belle famille. Je tiens à les en remercier à travers ces quelques lignes.

Enfin, je voudrais remercier quelqu'un qui me supporte (dans les deux sens du terme) depuis le début de cette aventure. Isa, ce que je te dois est incommensurable.

Bourgoin Jallieu, le 2 juillet 2005.

À toi, Isabelle, ma meilleure moitié.

Ne jamais séparer les idées que l'on ose émettre du
sourire qui les détache du monde.

Anatole FRANCE

Le pessimisme de la connaissance n'empêche pas
l'optimisme de la volonté.

Antonio GRAMSCI

- Oui, le contrôle de la *pression*. C'est un investissement de capital. Un très bon investissement. Vous savez à quoi correspond ce capital ? Vous croyez que c'est quelque chose que vous possédez, n'est-ce pas ? Vous pensez qu'il s'agit d'usines, de machines, de buildings, de terre ou de choses que vous pouvez vendre, ou d'actions, d'argent, de banques et de corporations. Vous croyez que c'est quelque chose que vous possédez parce que vous l'avez toujours possédé. Vous *possédiez* tout ce sol. [...] Vous pratiquez le capitalisme du futur et vous ne le savez pas. Vous n'investissez pas dans un dispensaire pour les enfants de Harlem. Vous investissez dans les âmes... Les *âmes*... [...] Je suis votre courtier prudent pour le Jugement Dernier. Harlem, le Bronx et Brooklyn... tout ça va exploser, mon ami, et ce jour-là, vous serez extrêmement reconnaissant envers votre prudent courtier... qui peut contrôler la pression. Oh oui ! Ce jour-là, ceux qui possèdent le capital, comme ils seront heureux d'échanger ce qu'ils possèdent, comme ils seront heureux de pouvoir échanger même leurs droits de naissance, juste pour pouvoir contrôler cette pression sauvage et affamée.

Tom WOLFE, *Le Bûcher des Vanités*

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE	1
PREMIERE PARTIE - LE POUVOIR STRUCTUREL DES ÉTATS-UNIS ET L'ÉMERGENCE DE L'ÉTALON DOLLAR.....	21
CHAPITRE 1 – LE DÉVELOPPEMENT DE LA FINANCE DE MARCHÉ AUX ÉTATS-UNIS.....	24
CHAPITRE 2 – LE RÔLE DIRECTEUR DES ÉTATS-UNIS DANS LA LIBÉRALISATION DU COMPTE DE CAPITAL.....	77
CHAPITRE 3 – LA REPOLARISATION DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL.....	126
SECONDE PARTIE - LA REPRODUCTIBILITÉ DE L'ÉTALON DOLLAR : LE RÔLE DE L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE	160
CHAPITRE 4 – LE RETOUR D'UNE INSTABILITÉ FINANCIÈRE D'ORIGINE AMÉRICAINE	163
CHAPITRE 5 – L'AMBIVALENCE DES RÉACTIONS INSTITUTIONNELLES FACE À L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE	208
CHAPITRE 6 – PERMANENCE DE DÉSÉQUILIBRES ET ENDETTEMENT DES ÉTATS-UNIS: LE SEIGNEURIAGE AMÉRICAIN EN QUESTION	244
CONCLUSION GENERALE	298
BIBLIOGRAPHIE.....	305
ANNEXES	369
INDEX THÉMATIQUE.....	388
INDEX DES NOMS PROPRES	394
LISTE DES ACRONYMES	406
TABLE DES TABLEAUX	408
TABLE DES FIGURES.....	408
TABLE DES GRAPHIQUES.....	409
TABLE DES MATIÈRES	410

INTRODUCTION GENERALE

A partir du début des années quatre-vingt, le contexte économique, monétaire et financier, dans les pays développés comme dans les pays émergents ou en développement, a été très différent de celui qui avait jusqu'alors existé depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Plus exactement, trois phénomènes sont apparus de manière plus ou moins concomitante à partir de cette date et ont modifié le fonctionnement et la trajectoire conjoncturelle des économies nationales, mais aussi le comportement normal des agents économiques de par le monde.

Mondialisation, prépondérance économique des États-Unis et instabilité financière

Premièrement, même si les termes de mondialisation ou de globalisation n'étaient pas encore usités au début des années quatre-vingt, la tendance à l'internationalisation des activités productives et financières ainsi que la porosité croissante des frontières nationales étaient déjà manifestes. C'est en effet à partir de cette date que les taux d'ouverture des pays les plus développés de la planète ont commencé à augmenter, mais c'est aussi à partir de cette date que de grandes firmes se sont transnationalisées de manière massive dans l'ensemble des pays développés ainsi que dans les pays en développement, suivant en cela le mouvement initié dès les années soixante par les firmes transnationales américaines. Les processus de production, plutôt nationaux, se sont alors décomposés entre les nations et ont débouché sur une organisation de la production mondiale de plus en plus contrôlée par de grandes firmes transnationales de moins en moins liées à leur pays d'origine. L'interdépendance entre les nations a alors fortement augmenté.

Cette tendance à l'ouverture des économies nationales et à la montée des interdépendances s'est, de plus, accompagnée d'une reformulation, toujours d'actualité, du rôle économique et social des États. Cette reformulation s'est matérialisée par une redéfinition progressive des compromis nationaux issus de la seconde guerre mondiale mais aussi par la naissance d'une nouvelle contrainte, la contrainte extérieure, qui a pénalisé des politiques

économiques plutôt interventionnistes dans de nombreux pays, comme en France où la politique de relance du premier gouvernement socialiste de la Cinquième République a été mise en échec. Un large mouvement de libéralisation des économies nationales s'est même produit, à la frontière mais aussi au niveau interne, dans tous les domaines de l'activité économique. Il a donné naissance à un monde économique où les marchés, notamment les marchés financiers et leurs acteurs (détenteurs de capitaux, investisseurs institutionnels, banques), ont un rôle plus important dans la régulation de l'activité économique en général¹.

Deuxièmement, parallèlement à cette ouverture et à cette libéralisation, on a assisté, à partir de la fin des années quatre-vingt, à la réaffirmation de la prépondérance économique et politique des États-Unis dans le monde et, plus généralement, au retour d'une asymétrie forte entre les nations. Durant les années soixante-dix et quatre-vingt, de nombreux analystes anticipaient un certain déclin relatif de la puissance américaine, suite aux échecs militaires du Vietnam, à la disparition de la convertibilité-or du dollar et à la stagflation des années soixante-dix. Le poids des États-Unis dans l'économie mondiale ne cessait de s'affaiblir et plusieurs concurrents sérieux, notamment en Asie de l'Est, commençaient à leur prendre des parts de marché dans le monde et sur leur propre sol.

Or, si la fin de la Guerre Froide et la première guerre du Golfe ont marqué un retour de la puissance militaire et diplomatique des États-Unis², cette place prépondérante au sein du système international s'est renforcée grâce à l'économie depuis le début des années quatre-vingt-dix. Le dynamisme de l'économie des États-Unis a été sans commune mesure avec celui des autres pays développés de la planète où la croissance économique, notamment au Japon et dans les pays de l'Union européenne, a été bien inférieure à celle des États-Unis. Ce phénomène a été tel que certains auteurs ont considéré que cette phase de croissance exceptionnelle aux États-Unis tenait du « miracle »³.

Les États-Unis ont en effet connu, durant les années quatre-vingt-dix, une des phases de croissance les plus longues de l'après-guerre, mêlant la baisse du chômage, la stabilité des

¹ Dominique Plihon, *Le nouveau capitalisme*, Paris, La Découverte, coll. Repères, 2003.

² Sur ce point, voir le numéro spécial de la revue *Questions internationales* de septembre/octobre 2003. Voir en particulier : Yves Boyer, « La puissance militaire américaine », *Questions internationales*, n°3, septembre/octobre 2003, pp. 19-29.

³ Alain Cotta, *Wall Street ou le miracle américain*, Paris, Fayard, 1999.

prix, la croissance de la productivité, la baisse puis la disparition du déficit public, le tout conjugué à la restauration d'une confiance en un modèle économique en plein renouveau, que certains ont intitulé la « nouvelle économie ». Et même si la conjoncture économique et politique s'est brusquement assombrie à partir de 2001, le rôle des États-Unis dans le dynamisme de l'économie mondiale demeure encore fondamental.

Ce rôle se manifeste de manière plus ou moins directe sur les systèmes financiers (banques et marchés d'actifs) des pays du reste du monde. De très nombreuses études notent par exemple l'influence croissante de la conjoncture américaine sur les marchés financiers des autres pays, que ce soit dans les pays développés ou dans les pays émergents⁴. Cette influence se nourrit à la fois de l'impact de la croissance américaine⁵, mais de plus en plus massivement de celui de l'information économique, financière et politique américaine sur le comportement des agents des pays du reste du monde⁶. Il est ainsi de plus en plus courant de voir les commentaires financiers, notamment en France, débiter par une information qui concerne la conjoncture financière des États-Unis.

Ce phénomène est d'autant plus important que, troisièmement, la conjoncture économique contemporaine est marquée, depuis le début des années quatre-vingt-dix, par des questions liées à l'instabilité financière, notamment à la suite des crises au Mexique en 1994, en Asie de l'Est en 1997 et en Russie en 1998. La conjoncture économique contemporaine semble en effet caractérisée par une résurgence massive de crises financières et monétaires, notamment dans les pays émergents. Et même si les crises financières et monétaires jonchent l'histoire du capitalisme depuis plusieurs siècles⁷, cette recrudescence actuelle de l'instabilité financière est particulière, en ce sens que ces crises sont très violentes, contagieuses entre pays et entre marchés et relativement fréquentes, ce qui marque une autre différence notable avec la période d'après guerre, initiée par les accords de Bretton Woods de 1944.

⁴ Kristin J. Forbes, Menzie D. Chinn « A Decomposition of Global Linkages in Financial Market over Time », NBER, *Working Paper*, 9555, February 24, 2003.

⁵ Vivek Arora, Athanasios Vamvakidis, « The Impact of U.S. Economic Growth on the Rest of the World: How Does it Matter ? », *IMF Working Paper*, 01/119, August 2001.

⁶ Jussi Nikkinen, Petri Sahlström, « Scheduled Domestic and US Macroeconomic News and Stock Valuation in Europe », *Journal of Multinational Financial Management*, **14**, 3, July 2004, pp. 201-215.

⁷ Voir sur ce point: Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, London, MacMillan, 2nd Edition, 1989.

Un impact fondamental sur la structure financière contemporaine

Ces trois phénomènes ont eu un impact important sur ce que Susan Strange a nommé la structure financière internationale, c'est-à-dire l'ensemble des « *arrangements qui gouvernent la disponibilité du crédit ainsi que tous les facteurs déterminant les termes selon lesquels les devises sont échangées les unes avec les autres* »⁸. L'ouverture économique et financière a en effet fait prendre plus de poids aux facteurs financiers dans la détermination des taux de change des devises au moment même où disparaissait le mécanisme de changes stables mais ajustables issu des accords de Bretton Woods. De même, le renouveau de la prépondérance des États-Unis a réintroduit plus d'asymétrie au sein du système monétaire international, alors que dans le même temps l'instabilité financière contemporaine a pesé sur la capacité des acteurs à s'adapter aux chocs.

L'ambition de notre thèse sera, dès lors, de rendre compte de ces changements et, ainsi, de rendre plus intelligible la structure financière internationale actuelle. Nous verrons que sa genèse remonte à la fin des années soixante et que sa consolidation a débuté à l'aube des années quatre-vingt-dix. De nombreux auteurs l'ont étudié et certains ont proposé de l'intituler « étalon dollar », en raison principalement du rôle central qu'y exercent la monnaie et le système financier des États-Unis et de la disparition de toute référence à l'or dans la détermination du cours des devises⁹. Qui plus est, la structure financière internationale contemporaine est très différente de celles qui l'ont précédée, notamment celle de l'étalon or à la fin du dix-neuvième siècle et celle de Bretton Woods après la seconde guerre mondiale. En particulier, les séparations traditionnelles qui existaient entre le système bancaire et les marchés financiers et entre la dimension nationale et la dimension internationale ont disparu.

Les motivations du choix d'une telle analyse de l'étalon dollar sont multiples, mais deux éléments nous semblent plus marquants que les autres. D'une part, l'étude de la structure financière internationale n'est pas anodine du point de vue historique. Durant tout le vingtième siècle, les facteurs monétaires et financiers ont eu une influence déterminante sur la

⁸ Susan Strange, *States and Markets*, Pinter, London and New York, 1994, p. 90. Notre traduction pour les textes tirés d'ouvrages ou d'articles en langue étrangère, sauf indication contraire.

⁹ Voir sur ce point les nombreux écrits de McKinnon. Ronald I. McKinnon, « The World Dollar Standard and Globalization: New Rules for the Game? », Stanford University, August 2003. Disponible à l'adresse: <<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/Globalization.pdf>>.

conjoncture politique, comme l'a expliqué Mundell¹⁰. Pendant certaines périodes, notamment l'entre-deux-guerres, les perturbations de la structure financière ont précipité le changement politique, ce que Keynes avait anticipé dès la signature du Traité de Versailles¹¹. Après la seconde guerre mondiale, la structure financière internationale a permis la croissance économique dans de nombreux pays, notamment en Europe. Depuis le début des années quatre-vingt, certains pays subissent de plein fouet ces modifications, surtout les pays qui s'étaient fortement endettés durant les années soixante-dix.

D'autre part, notre analyse de la structure financière internationale s'inscrit dans les nombreuses études cherchant à comprendre les enjeux de la globalisation et des transformations de l'économie contemporaine. Les modifications de la structure financière ne cessent, en effet, d'attirer une attention particulièrement intense de la part de l'ensemble des auteurs soucieux de la compréhension du fonctionnement du système économique international actuel. Plus particulièrement, les économistes s'attachent à démontrer que cette structure financière pose des problèmes, notamment du fait du caractère instable du système financier international. Une analyse de l'étalon dollar demande alors, au préalable, de comprendre quels sont les fondements de l'instabilité financière en général.

L'instabilité de la finance est inhérente au capitalisme

Le caractère instable et cyclique du capitalisme n'est plus à démontrer. Des auteurs majeurs comme Karl Marx, Joseph Schumpeter, Irving Fisher ou John Maynard Keynes nous ont légué des cadres théoriques permettant d'en comprendre les fondements et les implications. Plus récemment, la littérature théorique analysant les effets des variables financières sur la conjoncture économique a mis en avant deux facteurs explicatifs complémentaires: la qualité de l'information sur les marchés d'actifs et le rôle du crédit dans la formation des cycles économiques.

A un premier niveau, on peut insister sur le rôle de l'information dans la genèse de l'instabilité financière. En particulier, toute une partie de la littérature s'est intéressée à la formation des anticipations sur les marchés. Le point de départ de la discussion a été le

¹⁰ Robert A. Mundell, « A Reconsideration of the Twentieth Century », *American Economic Review*, **90**, 3, June 2000, pp. 327-340.

¹¹ John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, New York, Harcourt, Brace and Howe, 1920.

développement d'une théorie de l'efficience des marchés, selon laquelle l'arrivée d'une nouvelle information serait non seulement intégrée dans le prix du titre (efficience informationnelle), mais les prix des titres reflèteraient leur « valeur fondamentale ». Cette théorie postule ainsi qu'un marché d'actifs ou de dettes est capable de transmettre une information non biaisée sur la valeur intrinsèque d'un titre¹², donc que les marchés financiers sont stables. Mais cette théorie a vite été réfutée par de nombreux analystes. En effet, l'information ayant un coût, cela modifie de manière radicale le comportement des agents sur le marché. Chaque agent n'est incité à l'obtenir qu'à partir du moment où il en tirera profit, ce qui fonde l'hypothèse d'un comportement spéculatif, en ce sens qu'il sera incité à découvrir les bonnes informations et, autant que faire se peut, à obtenir une information de meilleure qualité que celle obtenue par les autres agents. Dès lors, les prix ne peuvent plus refléter l'information de manière parfaite, ce qui génère un conflit entre l'efficacité de la diffusion de l'information par le marché et l'incitation à l'acquérir, ce que d'aucuns appellent le paradoxe Grossman-Stiglitz¹³.

S'éloignant de la théorie de l'efficience des marchés, les approches analysant l'instabilité financière à partir de l'information disponible ont alors insisté sur le fait qu'elle est de nature subjective¹⁴. En effet, on ne peut connaître avec certitude la qualité des marchandises échangées, c'est-à-dire le flux de revenus futurs qui y est associé. Cette caractéristique incite les agents à suivre la croyance du marché, c'est-à-dire à anticiper la convergence des opinions de chaque agent du marché¹⁵. Cette convergence permet alors une évaluation intersubjective des titres, qui s'autovalide nécessairement par construction, même si cette évaluation n'a rien à voir avec les déterminants objectifs du prix d'un titre.

Les tenants de ce type d'explication de l'instabilité financière montrent ainsi que l'autoréférentialité de l'évaluation du prix des titres est un processus collectif de

¹² La première version de cette théorie a été présentée par Fama. Voir par exemple: Eugene F. Fama, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, **25**, 2, May 1970, pp. 383-417.

¹³ Sanford J. Grossman, Joseph E. Stiglitz, « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, **70**, 3, June 1980, pp. 393-408.

¹⁴ Voir sur ce point : André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.

¹⁵ La première version de ce type de comportement sur un marché d'actifs est celle que nous expose Keynes à travers son exemple fameux du concours de beauté dans le chapitre 12 de la *Théorie Générale*. John M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, 1969, p. 171. Traduit de l'anglais par Jean de Largentaye.

transformation de l'information disponible sur un marché qui génère une information spéculative sur la valeur d'un titre, sans rapport direct avec la réalité de l'entité émettrice de titres. Au terme de ce processus émerge alors une convention d'évaluation, c'est-à-dire une forme stabilisée et temporaire de la valeur spéculative du titre, susceptible à tout moment d'être modifiée, voire réfutée par le marché. Dès lors, une analyse de la structure financière contemporaine ne pourra faire l'impasse sur la question de la genèse, de l'accès et de la qualité de l'information disponible pour chaque agent.

Mais, à un second niveau, à l'inverse des approches standard qui considèrent souvent que la monnaie est une technologie particulière permettant uniquement aux agents économiques d'effectuer leurs transactions¹⁶, on peut considérer que les économies capitalistes sont des économies de crédit. En débutant par la prémisse que le capitalisme est une économie dans laquelle les conditions d'octroi du crédit exercent une influence majeure sur le niveau et la variabilité du profit des entreprises, ainsi que sur la croissance économique en général, notre thèse insistera sur deux caractéristiques majeures des économies capitalistes :

- d'abord, ce sont des économies où règne l'incertitude, ce qui renforce les effets de l'information. En effet, le crédit n'est autre qu'une promesse de paiement à une date ultérieure en contrepartie d'un volume de monnaie immédiat portant intérêt. Autrement dit, rien ne garantit, *a priori*, que les agents économiques ayant accès au crédit soient en mesure de rembourser leur dette à échéance, c'est-à-dire qu'ils tiennent leurs promesses¹⁷;
- ensuite, les décisions des agents qui octroient le crédit conditionnent l'accomplissement des préférences de ceux qui le réclament. Le crédit est en effet bien plus qu'un simple transfert entre agents d'une ressource rare (le capital), transfert qui permettrait d'améliorer l'efficacité économique de cette ressource, donc de mieux la valoriser. Le crédit permet surtout la transformation

¹⁶ A noter, toutefois, certains modèles théoriques récents qui cherchent à rendre compte de l'existence de la monnaie au sein d'une analyse en termes d'équilibre général. Voir: Narayana R. Kocherlakota, « The Technological Role of Fiat Money », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, **22**, 3, Summer 1998, pp. 2-10. Disponible à l'adresse: <<http://research.mpls.frb.us/research/qr/qr2231.pdf>>.

¹⁷ Pierre N. Giraud, *Le commerce des promesses : petit traité sur la finance moderne*, Paris, Seuil, 2001.

des structures et des relations économiques et même politiques par le fait qu'il autorise l'accomplissement des projets des agents qui y ont accès. En d'autres termes, l'accès au crédit donne un avantage concurrentiel indéniable, à condition de pouvoir régler, après coup, les dettes contractées, donc que celles-ci soient soutenables.

Une partie de la littérature récente sur l'instabilité va alors combiner qualité de l'information sur les marchés et rôle du crédit dans la formation de l'instabilité financière. Des analyses se sont, dans un premier temps, appuyées sur les enseignements de la théorie de l'agence¹⁸. Elles ont mis en évidence deux phénomènes ayant un impact sur le crédit et ses fluctuations : l'antisélection et l'aléa moral. Dans le premier cas, comme les prêteurs sont dans l'impossibilité *ex ante* de distinguer les bons emprunteurs des mauvais, le taux d'intérêt est trop élevé pour que les emprunteurs qui prennent le moins de risques aient accès au crédit, mais ne décourage pas les emprunteurs prenant le plus de risques. Dans le second cas, les prêteurs ne pouvant connaître avec précision le comportement des emprunteurs *ex post*, ils ne peuvent pas évaluer correctement le résultat économique des projets qu'entreprennent ces derniers. Ils doivent donc les inciter à révéler l'information dont ils disposent à travers une prime de risque dont le niveau est une fonction décroissante de la valeur des actifs collatéraux des emprunteurs.

Mais surtout, dans un second temps, d'autres analyses ont insisté sur le caractère endogène du cycle financier, en relation avec la liquidité des bilans des agents. Certaines d'entre-elles, basées sur les conceptions développées par Minsky, ont ainsi montré qu'il existait un cycle financier, constitué de plusieurs phases¹⁹. La première phase est celle de l'essor. Elle se caractérise par une forte croissance entretenue par un nombre important d'innovations dans certains secteurs, permettant à la fois l'expansion du crédit et la rentabilité des investissements et générant par conséquent des hausses successives et progressives des cours boursiers. Cette phase, d'une durée plus ou moins longue, cesse lorsque les anticipations du marché, déjà très optimistes, se déconnectent de la capacité réelle de l'économie à générer de la croissance.

¹⁸ Michael C. Jensen, William H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 3, 4, October 1976, pp. 305-360.

La phase d'euphorie commence alors. Elle est caractérisée par deux éléments. D'abord une augmentation de l'interaction entre les cours boursiers et le crédit, les premiers améliorant la liquidité apparente des bilans des agents emprunteurs, qui peuvent gager leurs emprunts sur des actifs dont la valorisation s'accroît. Ensuite, une généralisation de ce phénomène à l'ensemble de l'économie, les secteurs innovants n'étant désormais plus les seuls concernés par l'expansion du crédit et la hausse des cours boursiers. La spéculation atteint alors un niveau tel que les agents des marchés, mais aussi les entreprises, sous-évaluent systématiquement les risques qu'ils prennent et ont tendance par conséquent pour ces dernières à surinvestir dans des secteurs qui ne sont pas forcément en forte croissance.

Les conditions sont alors réunies pour le déclenchement de la troisième phase, celle du paroxysme et de son corollaire, le retournement. Dans cette phase du cycle, très courte, n'importe quel événement sur le marché et même en dehors du marché peut provoquer un retournement de la tendance générale observée durant la phase croissante et surtout générer un mouvement de panique tel que le marché se retourne de manière brutale et inexorable, rendant les positions acquises par l'ensemble des agents de l'économie de moins en moins tenables. La nature intersubjective de l'information disponible sur un marché renforce alors ce phénomène dans la mesure où cet événement peut modifier de manière brutale la convention d'évaluation de l'ensemble des acteurs du marché, qui s'influencent les uns les autres.

On entre alors dans une phase critique, celle du pessimisme, où les risques sont systématiquement surévalués et où chaque agent n'a que le désendettement comme objectif immédiat prioritaire. En particulier, les banques voient la qualité de leurs crédits se détériorer de manière rapide et les entreprises stoppent toutes leurs dépenses afin de réduire leur endettement, désormais trop élevé par rapport à la valorisation de leur actif. Durant cette phase, la fuite vers la qualité, donc vers la liquidité, entendue comme la faculté d'un actif à être revendu facilement sur le marché sans perte de valeur, est telle que l'ensemble de l'économie sombre progressivement dans un état récessif encore plus préoccupant, générant un processus de déflation financière et de restructuration des bilans.

C'est durant cette dernière phase, de déflation financière, que des entreprises et des banques, maintenant asphyxiées par un niveau d'endettement au-delà de leurs capacités

¹⁹ Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, London, MacMillan, 2nd Edition, 1989.

réelles et générant un effet de levier trop important, entrent dans un cycle autoentretenu de ventes à perte (donc de sacrifice des profits) et de prix en baisse. C'est ici que la contagion vers d'autres secteurs ou d'autres pays se généralise, asséchant petit à petit la liquidité de l'ensemble de l'économie. L'investissement est alors stoppé net, le crédit bancaire est gelé, les faillites, d'entreprises et bancaires, se généralisent, tant que les bilans ne sont pas épurés, c'est-à-dire tant que les dépenses courantes ne sont pas compensées par des revenus courants suffisants.

Des parades à ce phénomène ont existé, comme l'a démontré Minsky dans ses écrits²⁰, mais semblent de plus en plus difficilement applicables au niveau national. Depuis la seconde guerre mondiale, les États, par une politique budgétaire contra-cyclique appropriée, et les Banques Centrales, par leur fonction de Prêteur en Dernier Ressort, étaient en mesure de maîtriser l'instabilité financière. Les premiers pouvaient utiliser le déficit public pour soutenir la demande, faisant diminuer l'incertitude et améliorant les perspectives de rentabilité des entreprises, alors que les secondes injectaient de la monnaie dans l'économie en cas de crise financière, en s'efforçant de soutenir sans limite les banques illiquides mais solvables, selon le principe énoncé dès le dix-neuvième siècle par Walter Bagehot²¹. Ces deux politiques, théorisées par Minsky comme des politiques de « big government » et de « big money », ont néanmoins perdu de leur efficacité avec l'ouverture des économies nationales.

Qui plus est, les institutions financières internationales issues des accords de Bretton Woods, censées assister les institutions nationales, semblent éprouver actuellement des difficultés croissantes malgré des tentatives de réformes initiées à la fin des années quatre-vingt-dix et fondées sur une amélioration de la qualité de l'information disponible. Ces réformes, qui s'appuient sur une redéfinition du rôle de ces institutions financières internationales, notamment le Fonds Monétaire International (FMI), n'ont en effet ni évité les crises financières dans les années 2000, ni réduit leur ampleur, que ce soit dans les pays développés ou dans les pays émergents.

Dès lors, ces éléments posent une première série de questions. En premier lieu, l'amélioration de l'information disponible par les agents, *leitmotiv* notamment de la tentative

²⁰ Notamment dans: Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986.

²¹ Walter Bagehot, *The Collected Works of Walter Bagehot*, vol. 9-11, London, The Economist, 1978.

de mise en place d'une Nouvelle Architecture Financière Internationale (NAFI) à la fin des années quatre-vingt-dix, permet-elle réellement de réduire l'instabilité financière, sachant qu'elle semble actuellement très forte? Dans le cas d'une réponse négative, comment se fait-il alors que seule cette voie soit mise de l'avant? En second lieu, comment prendre en compte la question de la réduction de l'instabilité financière dans sa dimension internationale, sachant qu'une asymétrie forte existe entre les nations? Ces questions débouchent sur celle de la coordination entre les États et de l'efficacité d'une action collective au niveau international.

Répondre à la question de la réduction de l'instabilité financière au niveau international dans un monde asymétrique nécessite alors l'utilisation de conceptions nouvelles. Ces conceptions, en rupture avec les théories standard de l'économie internationale, sont nées dans les années soixante-dix et ont d'emblée intégré dans leurs problématiques une variable souvent absente des analyses économiques : les relations de pouvoir²². Elles permettent d'effectuer des analyses dans un champ qui tient compte de l'articulation entre national et international, tout en insistant sur l'imbrication consubstantielle des dimensions économiques et politiques, donc sur la nature des liens entre les marchés et les États²³. Ce champ analytique, c'est l'économie politique internationale (EPI). En particulier, les analyses en termes d'économie politique internationale²⁴ sont utiles dans la mesure où elles ont forgé deux concepts-clés permettant de comprendre l'émergence d'un ordre économique stable : le concept d'hégémonie et celui de régime international. Ces conceptions traditionnelles ne sont pourtant pas sans limites.

Apports et limites des analyses traditionnelles d'économie politique internationale

Si l'investigation analytique du champ de l'économie politique internationale nécessite des approches à la frontière entre plusieurs disciplines clairement établies, il n'en demeure pas moins que sa naissance remonte à une rupture épistémologique, dans les années soixante-dix, avec la tradition réaliste en Relations internationales. Cette rupture a essentiellement porté sur les catégories mobilisables pour comprendre l'ordre économique international, à un moment

²² Certains économistes ont pourtant cherché, bien avant, à intégrer cette dimension au sein de l'analyse économique. On pense notamment à François Perroux : *L'économie du XXe siècle*, Paris, Presses Universitaires de France, 1961.

²³ Geoffrey R.D. Underhill, « State, Market, and Global Political Economy: Genealogy of an (Inter-?) Discipline », *International Affairs*, 76, 4, October 2000, pp. 805-824.

²⁴ Sur les questions d'économie politique internationale, voir: Gérard Kébabdjian, *Les théories de l'économie politique internationale*, Paris, Seuil, 1999.

où les interdépendances économiques augmentaient et où l'analyse de la puissance ne pouvait plus ignorer le domaine économique. Deux approches ont vu le jour, l'une s'appuyant sur les apports de la tradition réaliste, l'autre les réfutant fermement.

La première approche est souvent qualifiée d'orthodoxe. Elle définit l'économie politique internationale comme « *l'étude de l'interaction réciproque et dynamique dans les relations internationales entre la poursuite de la richesse et la recherche de la puissance* »²⁵. Cette approche associe les postulats principaux du réalisme avec les hypothèses à la base de la science économique standard. Elle s'appuie sur une ontologie proche du réalisme, dont la « théorie de la stabilité hégémonique » constitue l'archétype et le fil directeur²⁶. Les partisans de cette théorie font en effet de l'hégémonie la condition de l'émergence d'un ordre international ouvert et stable. Dans cette approche, l'hégémonie est entendue comme la situation où un État est capable, par ses ressources mobilisables, de susciter la production, l'effectivité et la pérennité de biens publics internationaux. L'hégémonie est donc considérée comme une fonction. Les partisans de cette théorie font aussi du cycle hégémonique, constitué de phases de montée et de déclin des hégémons, la variable expliquant la stabilité ou l'instabilité économique internationale²⁷.

Certains auteurs s'inscrivant dans ce programme de recherche mais contestant l'hypothèse de cycles hégémoniques ont alors, dans les années quatre-vingt, forgé un concept permettant de rendre compte de la stabilité *après l'hégémonie*²⁸ : le concept de régime international. Un régime international est, selon cette approche, un « *ensemble explicite ou implicite de principes, de normes, de règles et de procédures de prise de décision autour desquelles les anticipations des acteurs convergent dans un domaine donné des relations internationales* »²⁹. Les régimes permettraient ainsi aux États de faire des choix rationnels qui amélioreraient leur situation par la coordination avec d'autres États, ce qui consoliderait la stabilité du système dès lors qu'aucun leader hégémonique n'existe. Ainsi, à partir des apports de modèles de la théorie des jeux, ce type d'approche montre que les États ont un intérêt à la

²⁵ Robert Gilpin, *U.S. Power and the Multinational Corporation*, New York, Basic Books, 1975, p. 43.

²⁶ Robert Gilpin, *The Political Economy of International Relations*, Princeton, Princeton University Press, 1987.

²⁷ Voir par exemple : Charles P. Kindleberger, *The World In Depression, 1929-1939*, London, Allen Lane, 1973.

²⁸ Robert O. Keohane, *After Hegemony*, Princeton, Princeton University Press, 1984.

²⁹ Stephen D. Krasner (Ed), *International Regimes*, Ithaca and London, Cornell University Press, 1983, p. 2.

coopération dès lors que les gains qu'ils obtiennent sont supérieurs à ceux de la non coopération³⁰. Cela s'explique notamment du fait de la diminution des coûts de transaction, d'une amélioration de l'information, d'une baisse de l'incertitude ou d'une hausse du coût des comportements alternatifs non désirés, comme le phénomène de « passager clandestin ».

Cette approche est critiquable à bien des égards, mais c'est surtout du point de vue méthodologique qu'elle pose problème. Elle ne tient pas compte de ce qui explique la genèse et la modification de l'intérêt des États. Elle demeure aussi trop centrée sur leur rôle dans la formation d'un ordre sans prendre en compte d'autres formes publiques ou privées d'autorité et omet d'intégrer dans les analyses des acteurs nouveaux comme les firmes transnationales, les grandes banques ou les fonds de pensions. Enfin, elle masque l'ensemble des contingences spatiales et historiques propres à toute organisation humaine (coopération plus ou moins formelle, mouvements sociaux à l'échelle locale, nationale ou mondiale, imaginaires collectifs, etc.), en tentant de réduire la complexité du monde, à l'aide d'analyses de plus en plus abstraites et formalisées, à la question du choix du bon modèle politique qui permettra de produire la stabilité de la manière la plus efficace possible. Ce faisant, les analyses orthodoxes ne peuvent rendre compte correctement de l'aspect dynamique d'un ordre international, quel qu'il soit.

Dans le domaine des affaires monétaires et financières internationales, ce type d'approche a une portée heuristique relativement identique à celle des approches standard d'économie internationale. Comme le souligne Chavagneux, l'approche orthodoxe « *propose une histoire du système monétaire international de l'étalon or à nos jours qui reste une description très classique telle qu'on peut la trouver dans n'importe quel bon manuel de finance internationale* »³¹. De même, elle propose une interprétation de l'après guerre stéréotypée, où la coopération internationale aurait été à son apogée, alors que de nombreux exemples montrent, comme nous le verrons dans notre thèse, qu'à de nombreuses occasions le choix des États, notamment du plus puissant d'entre eux, a été bien plus guidé par des objectifs nationaux excluant le principe coopératif que par un altruisme recherchant le bien commun. Enfin, dans sa version forte, dont le cœur est la théorie de la stabilité hégémonique,

³⁰ La question de la nature de ces gains fondant alors la controverse entre les « néo-réalistes » et les « néo-libéraux », tout en restant dans le même programme de recherche.

³¹ Christian Chavagneux, *Économie politique internationale*, Paris, La Découverte, 2004, p. 22.

cette approche débouche sur l'idée que l'hégémon est forcément un pays créateur net vis-à-vis du reste du monde. Cela semble paradoxal actuellement, dans la mesure où la prédominance financière des États-Unis est incontestable, mais qu'ils sont précisément débiteurs nets depuis la moitié des années quatre-vingt.

Se pose de ce fait une deuxième série de questions. D'abord, comment rendre intelligible la conjonction du renouvellement de la prédominance financière des États-Unis, de l'ouverture des économies nationales et des difficultés à maîtriser l'instabilité financière internationale ? Ensuite, comment construire une analyse de l'étalon dollar qui tienne compte du rôle des acteurs privés et de la dynamique que provoquent leurs interactions avec les États, notamment les plus puissants d'entre eux ? Enfin, comment analyser le rôle des États-Unis sachant qu'une des caractéristiques de la structure de l'étalon dollar est le fait qu'ils soient débiteurs nets vis-à-vis du reste du monde ?

C'est sur ces critiques et ces questions que se sont construites les analyses de la seconde approche, qualifiée d'hétérodoxe, et qui s'intéresse plus aux structures qu'aux fonctions. Ces analyses structuralistes ont des constructions beaucoup plus hétéroclites, mais elles ont trois caractéristiques communes. Premièrement, elles définissent l'économie politique internationale dans une acception plus large. Robert Cox considère par exemple que l'EPI est « *une configuration de forces sociales en interaction dans laquelle les États jouent un rôle intermédiaire, bien qu'autonome, entre la structure globale des forces sociales et les configurations locales des forces sociales au sein de pays particuliers* »³², alors que Susan Strange voit en elle « *les arrangements sociaux, politiques et économiques relatifs aux systèmes globaux de production, d'échange et de distribution, ainsi que le mélange de valeurs qu'ils incarnent* »³³. Deuxièmement, elles sont construites dans la plupart des cas dans une optique bien plus transdisciplinaire et bien moins formaliste et abstraite que celles de l'approche orthodoxe. En effet, elles n'hésitent pas à utiliser les apports de l'histoire, l'ethnologie, la géographie, la sociologie ou encore l'anthropologie et le droit et, bien sûr, les approches économiques hétérodoxes. Troisièmement, elles s'appuient sur une conception renouvelée des notions de pouvoir et d'hégémonie, laissant moins de place à la vision stato-

³² Robert W. Cox, « Social Forces, States and World Orders: Beyond International Relations Theory », in: Robert O. Keohane (Ed), *Neorealism and Its Critics*, New York, Columbia University Press, 1986, p. 225.

³³ Susan Strange, *States and Markets*, London and New York, Printer, 1994, Second Edition, p. 18.

centrée typique de l'approche orthodoxe et plus de place aux forces sociales mais aussi aux idées.

Il semble alors intéressant d'articuler ces analyses structuralistes à l'objet de notre thèse, en proposant une conception renouvelée de la notion de régime financier international.

Pour une conception renouvelée de la notion de régime financier international

Les critiques traditionnelles de la théorie réaliste des régimes internationaux s'articulent bien souvent autour de plusieurs grandes idées. Cette approche des régimes a en effet : des contours conceptuels ambigus³⁴, des problématiques trop souvent articulées autour de questions strictement américano-centrées, notamment autour de celle du déclin de l'hégémonie américaine, des conceptions des régimes très souvent en faveur de l'ordre existant, une vision trop statique, une construction théorique qui s'intéresse uniquement au rôle des États et donne au régime un statut quasi légal et, enfin, une tendance à séparer les domaines d'études des affaires internationales alors que des interactions fortes existent entre ces domaines. Ce type d'approche débouche alors sur l'idée qu'il n'y aurait pas actuellement de régime financier international, puisque aucun mécanisme de coordination inter-étatique n'est identifiable et, surtout, que l'instabilité financière internationale persiste.

De leur côté, les critiques de l'approche structuraliste de l'économie politique internationale en général insistent sur d'autres éléments fondamentaux. D'une part, elles insistent sur la difficulté des analyses de Susan Strange à dépasser la dichotomie États/Marchés dans la formation d'un ordre économique international, dichotomie qui mène souvent à l'hypothèse de déclin du pouvoir des États³⁵. Or, s'il est actuellement un phénomène majeur concernant les États, c'est bien plus la redéfinition de leur rôle que leur retrait. L'ouverture économique et financière les mène en effet à intervenir davantage dans l'économie³⁶, alors que la pression des marchés financiers n'est pas totalement contraignante pour tous, notamment dans les pays développés³⁷. D'autre part, ces critiques notent que les

³⁴ Certaines études montrent ainsi que cette notion recoupe au moins six conceptions spécifiques. Andreas Hasenclever, Peter Mayer, Volker Rittberger, *Theories of International Regimes*, Cambridge (UK), Cambridge University Press, 1997.

³⁵ Geoffrey R.D. Underhill, « Global Money and the Decline of State Power », in: Thomas C. Lawton, James N. Rosenau, Amy C. Verdun (Eds), *Strange Power*, Aldershot (UK) and Burlington (US), Ashgate, 2000, pp. 115-135.

³⁶ Dani Rodrik, « Why Do More Open Economies Have Bigger Governments? », *Journal of Political Economy*, **106**, 5, October 1998, pp. 997-1032.

³⁷ Layna Mosley, *Global Capital and National Governments*, Cambridge (UK), Cambridge University Press, 2003.

analyses de Robert Cox débouchent finalement sur la reconnaissance que les acteurs principaux de l'économie politique internationale demeurent *in fine* les États, quand bien même la prise en compte des forces sociales et surtout des forces productives serait au cœur de l'analyse théorique structuraliste.

Une conception renouvelée de la notion de régime financier international devrait dès lors tenir compte de l'ensemble de ces critiques et s'inscrire dans la seconde vague des analyses structuralistes. Ces analyses partent en effet de la prémisse qu'on ne peut pas *a priori* établir d'emblée la prédominance de l'État sur le marché, du national sur l'international, du public sur le privé, et *vice versa*. Plus exactement, ces analyses considèrent qu'en dépit du rôle toujours aussi primordial des États dans la structuration de l'économie politique internationale, ce rôle ne va jamais à l'encontre du marché. Comme le dit alors Graz, l'État « *s'apparente plutôt à une instance de médiation pouvant à la fois favoriser l'emprise accrue du capital sur un plan transnational, légitimer son ancrage spatial au travers d'une nouvelle conception du contrat social en mesure d'être rempli par une société de marché et, enfin, assurer un large éventail de compensations "humanitaires" à tous ceux et toutes celles qui demeurent largement exclu(e)s de la dynamique de la mondialisation* »³⁸.

La construction d'une analyse qui serait en mesure de faire une part importante à la notion d'hégémonie sans pour autant la lier explicitement à celle de stabilité aurait alors une conséquence importante pour le renouvellement de la notion de régime financier international. Elle permettrait en effet d'une part de déconnecter la question de la stabilité économique et financière conjoncturelle de celle de l'existence d'un hégémon, mais surtout elle permettrait de séparer la question de l'existence d'un régime financier international de celle de la coordination entre les États. Une des ambitions de notre thèse sera alors de proposer une telle construction théorique, qui permettra de conserver l'utilisation des concepts que sont l'hégémonie et le régime international sans pour autant déboucher sur la vision normative de l'approche orthodoxe, c'est-à-dire sur l'idée selon laquelle il faudrait nécessairement un hégémon pour parvenir à la stabilité financière internationale et, inversement, que l'instabilité financière internationale seraient exacerbée uniquement dans les périodes sans hégémonie.

³⁸ Jean-Christophe Graz, « Les nouvelles approches de l'économie politique internationale », *Annuaire Français de Relations Internationales*, vol. 1, 2000, p. 565.

Cette nouvelle conception du régime financier international permettrait dès lors d'insister sur trois éléments fondamentaux permettant de comprendre le fonctionnement de l'étalon dollar. D'abord, sa genèse, tout en étant explicable de manière rationnelle, n'est pas liée à l'émergence d'une coopération formelle ou légale entre les États ou d'autres autorités à partir des années quatre-vingt-dix en vue de réduire l'instabilité financière internationale. Elle est au contraire liée à des prises de décision plutôt autonomes de l'ensemble des acteurs (États, institutions financières internationales, acteurs des marchés), fondées sur leurs propres perceptions et intérêts et, plus ou moins structurantes, c'est-à-dire plus ou moins contraignantes pour les autres acteurs. Cette perspective « par le bas » permet donc de comprendre que le régime d'étalon dollar n'est pas le fruit d'un « heureux hasard », comme certains le considèrent³⁹, mais bien le résultat d'un ensemble de décisions des États et des acteurs des marchés financiers eux-mêmes, décisions liées à la reconfiguration de l'insertion financière internationale des États-Unis à partir des années soixante et dont les effets dépendent de la répartition du pouvoir entre ces mêmes acteurs. Ensuite, bien plus que son effet sur la conjoncture financière internationale et sa capacité à réduire l'instabilité financière, la reproductibilité du régime financier international demeure le principal indice de son existence. Autrement dit, ce n'est pas par le résultat d'un régime que se vérifie son existence, mais par les intentions, les représentations et les actions des acteurs qui le construisent. Enfin, une telle conception du régime financier international permettrait de comprendre que c'est à la fois une structure formelle et informelle, qui mêle les acteurs privés des marchés financiers et les États, à travers leurs autorités financières nationales et leurs extensions internationales que sont les institutions financières internationales. L'analyse du régime de l'étalon dollar ne doit donc ni se contenter d'aborder la question de l'intérêt des États, ni se contenter d'insister sur le poids des marchés financiers, tout en tenant pour acquis que le pouvoir des premiers ne s'exerce pas forcément au détriment des seconds et *vice versa*.

L'ensemble de ces considérations débouche alors sur une question qui structurera l'ensemble de notre thèse, celle du lien entre hégémonie et stabilité financières. En effet, si l'on admet que les États-Unis sont à nouveau un hégémon financier, que la mondialisation a des conséquences plus ou moins fortes sur le fonctionnement des économies nationales et sur

³⁹ Ronald I. McKinnon, «The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2001, pp. 227-239.

l'action des États, mais que ces derniers ont encore un rôle important à jouer, comment expliquer la recrudescence de l'instabilité financière et comment comprendre son rôle dans la dynamique de l'étalon dollar ? Autrement dit, cela revient à se demander si l'évolution de l'économie des États-Unis, à partir des années soixante, n'a pas eu des conséquences structurantes à la fois sur l'évolution et la trajectoire plus ou moins instable de la conjoncture financière internationale et sur les tentatives de redéfinition de ses cadres normatifs et réglementaires.

Contenu et étapes de la thèse

À partir d'une approche structuraliste de l'EPI et des régimes, nous défendrons ainsi la thèse de l'émergence au début des années quatre-vingt-dix d'un régime financier international extrêmement favorable au financement externe à faible coût de l'économie des États-Unis, par une absorption de plus en plus forte de l'épargne mondiale. Ce régime de l'étalon dollar est fondé sur un ordre financier international libéralisé et sur un système financier international repolarisé sur les États-Unis, en ce sens qu'il s'appuie sur une logique d'ouverture financière des nations et sur le rôle clé du dollar et des titres du Trésor américain dans le bouclage macroéconomique global. Ce régime d'étalon dollar exprime et rend compte de la réémergence depuis la fin des années soixante de l'hégémonie financière des États-Unis et matérialise le retour en force d'une catégorie particulière d'agents dans le capitalisme, à savoir les détenteurs de capitaux.

La thèse défendue montrera aussi que l'instabilité financière internationale, loin d'être un épiphénomène du régime d'étalon dollar, constitue en fait le cœur de sa dynamique, en ce sens qu'elle est nécessaire à la reproductibilité de l'étalon dollar, matérialisée par la permanence des comportements des acteurs qui, sans elle, ne permettrait plus aux États-Unis de financer leur déficit courant, devenu structurel.

La thèse montrera enfin que, même si les tentatives de réforme et de régulation internationales ne peuvent remettre en cause le rôle des États-Unis dans le régime de l'étalon dollar, compte tenu des forces en présence, celui-ci est porteur d'une contradiction systémique fortement défavorable à sa pérennité, en ce sens que sa reproductibilité se construit de plus en plus à l'encontre des acteurs privés de la finance internationale alors que sa genèse s'est appuyée sur eux.

Le déroulement logique de la thèse sera alors articulé autour de deux parties ayant trois chapitres chacune.

La **première partie** s'intéressera à la genèse du régime d'étalon dollar, et notamment au rôle particulièrement structurant des États-Unis dans ce régime. Elle montrera, en particulier, à partir d'une conception néo-wébérienne de l'État, que l'hégémonie financière des États-Unis s'appuie sur une symbiose entre l'État fédéral américain et la communauté financière des États-Unis. Le **premier chapitre** analysera le rôle de l'État fédéral américain dans la généralisation de la finance de marché. Il montrera que le passage d'un financement bancaire à une finance de marché a débouché sur une économie où les innovations financières et les investisseurs institutionnels ont un poids déterminant, mais aussi où les banques, loin de disparaître, ont transformé leur activité en devenant des acteurs hautement compétitifs au niveau mondial. Il montrera aussi que ce passage s'explique par l'activisme de l'État fédéral américain qui, non seulement, a eu une politique de reréglementation concurrentielle, mais aussi un objectif de socialisation de la finance de marché, s'appuyant sur la communauté financière nationale au sens large et sur un discours légitimant cette politique. Le **deuxième chapitre** montrera que cette mutation du système financier américain a permis aux États-Unis d'avoir un rôle directeur dans la libéralisation du compte de capital des autres nations, notamment des pays développés et des pays émergents. Ce chapitre proposera alors dans un premier temps une interprétation d'ensemble en terme d'économie politique internationale du phénomène et s'attachera à décrire et expliquer, dans un second temps, la politique financière internationale de long terme des États-Unis qui fonde l'ordre financier international contemporain. Le **troisième chapitre** décrira, pour sa part, le fonctionnement du système financier international contemporain. Il montrera que celui-ci s'est repolarisé sur le système financier des États-Unis et notamment que le marché des titres du Trésor américain en est le pivot. Ce chapitre sera alors en mesure d'expliquer pourquoi le dollar demeure encore la devise-clé, en dépit de la création récente d'une devise potentiellement concurrente comme l'euro.

La **seconde partie** aura pour objectif de comprendre la dynamique de l'étalon dollar. Elle montrera que l'instabilité financière internationale joue un rôle fondamental dans la reproductibilité des comportements des acteurs-clés du régime financier international, en ce sens qu'elle perpétue leur incitation, notamment celle des États à travers leurs Banques

Centrales, à ne pas contester l'ordre financier international libéralisé et le rôle des titres du Trésor américain, en dépit des risques nouveaux qui pèsent sur le dollar. Le **quatrième chapitre** montrera, à l'aide d'une approche à la Minsky de l'instabilité financière, que celle-ci s'explique par la dynamique de l'économie américaine. En particulier, on montrera que les crises financières de l'étalon dollar concernent massivement les banques et sont de nature systémique, générant ainsi une tendance à la déflation financière. On montrera ensuite que cette caractéristique est liée à la fragilisation endogène des bilans des acteurs que génère la diffusion de la finance de marché dans les pays développés, notamment les innovations financières, la gestion collective de l'épargne et la financiarisation des normes comptables. On montrera enfin qu'un phénomène supplémentaire accentue la tendance à l'instabilité financière dans les pays émergents, à savoir la variabilité du cours du dollar du fait de sa financiarisation. Le **cinquième chapitre** abordera, quant à lui, la question de la réaction des institutions financières nationales et surtout internationales face à l'instabilité financière. Il montrera que cette réaction est contrainte par le principe de liberté de circulation du capital, pilier de l'ordre financier international libéralisé. Ainsi, nous verrons, d'une part, que la Nouvelle Architecture Financière Internationale s'apparente à une tentative de légitimation de ce principe, par l'endiguement des crises financières à la périphérie, et, d'autre part, que la réforme des normes prudentielles internationales, engagée sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), aura une efficacité bien équivoque, dès lors que sa construction s'appuie sur une conception erronée du risque et que ses effets seront à coup sûr procycliques. Enfin, le **sixième chapitre** montrera que l'instabilité financière internationale encourage des comportements tels de la part des acteurs des marchés financiers, au premier rang desquels des Banques Centrales, qu'ils génèrent une dynamique de déséquilibres cumulatifs matérialisés par la permanence et même la hausse du déficit courant des États-Unis. En particulier, on montrera notamment que l'origine du déficit courant s'explique par la baisse du taux d'épargne privée, elle-même liée à la diffusion de la finance de marché aux États-Unis. Mais on montrera surtout que le maintien de cette dynamique s'explique par le comportement des Banques Centrales des pays du reste du monde. Celles-ci cherchent en effet à éviter la perspective d'un ajustement macroéconomique global qui aurait un impact dévastateur sur la croissance mondiale, alors que le coût de cet ajustement, inévitable à moyen terme, augmente de manière continue.

PREMIERE PARTIE

LE POUVOIR STRUCTUREL DES ÉTATS-UNIS ET L'ÉMERGENCE DE L'ÉTALON DOLLAR

INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE

*Il n'est pas permis d'espérer parmi les hommes,
qu'une puissance supérieure demeure dans les
bornes d'une exacte modération, et qu'elle ne
veuille dans sa force, que ce qu'elle pourrait obtenir
dans la plus grande faiblesse.*

François de la MOTHE FENELON

L'attention portée à l'étude de la transformation contemporaine de la structure financière n'est pas nouvelle. Dès les années soixante-dix, des auteurs comme Susan Strange s'intéressaient déjà aux implications, pour le système monétaire international, de l'augmentation des interdépendances⁴⁰. Les analyses actuelles de la structure financière contemporaine soulignent ainsi un double phénomène.

D'abord, la distinction traditionnelle entre des systèmes financiers nationaux et le système financier international est désormais obsolète. Cette obsolescence s'explique, premièrement, par l'émergence d'une « *unité de lieu* », en ce sens que « *les places financières nationales sont interconnectées par les réseaux modernes de communication* »⁴¹. Cette unité de lieu, caractéristique d'un décloisonnement géographique des places financières, se trouve même renforcée par un décloisonnement sectoriel. Fontaine et Hamet notent en effet qu'il est de plus en plus difficile de faire une distinction claire entre les marchés d'eurodevises, les marchés des émissions internationales de titres et les marchés des obligations étrangères⁴². Cette obsolescence s'explique, deuxièmement, par l'émergence d'une « *unité de temps* », en ce sens que le système financier international « *fonctionne en continu, vingt-quatre heures sur vingt-quatre, successivement sur les places d'Extrême-Orient, d'Europe et d'Amérique du Nord* »⁴³.

Ensuite, il est de plus en plus difficile de distinguer les processus d'intermédiation financière entre eux. Plus exactement, la distinction traditionnelle entre, d'un côté, la finance directe, caractérisée par la mise en relation directe entre les agents à capacité de financement et

⁴⁰ Susan Strange, « The Politics of International Currencies in World Politics », *International Organization*, **23**, 2, Fall 1970/1971, pp. 215-231.

⁴¹ Dominique Plihon, *Op. cit.*, 2003, p. 26.

⁴² Patrice Fontaine, Joanne Hamet, *Les marchés financiers internationaux*, Paris, PUF, coll. "Que sais-je ?", 2003.

⁴³ Dominique Plihon, *Op. cit.*, 2003, p. 26.

ceux à besoin de financement sur les marchés et, d'un autre, la finance indirecte, où des agents servent d'intermédiaires, est elle aussi de plus en plus obsolète. On note en effet un allongement du processus d'intermédiation, avec l'apparition de nouveaux acteurs, comme les investisseurs institutionnels, qui pourtant agissent par l'intermédiaire des marchés financiers⁴⁴. Autrement dit, la nouveauté de la structure financière contemporaine semble être le développement d'une intermédiation de marché, mêlant des acteurs traditionnels et de nouveaux acteurs financiers.

Néanmoins, la disparition progressive de ces deux caractéristiques ne doit pas nous conduire à l'idée que, désormais, le système financier international est un lieu constitué d'agents relativement homogènes en interaction entre eux. Il reste de l'asymétrie au sein de cette structure financière. Elle s'explique principalement par le rôle qu'exercent les États-Unis.

On peut en effet s'interroger sur la capacité d'action des acteurs américains, au premier rang desquels de l'État fédéral des États-Unis. Il semble en effet que ce dernier ait acquis, au cours des dernières décennies, une capacité d'agir sur les structures financières nationales, ce que d'aucuns nomment le pouvoir structurel. Ce pouvoir structurel semble même être à l'origine de la mise en place de l'étalon dollar. L'ambition de cette première partie sera ainsi de rendre compte de la réémergence de ce pouvoir structurel des États-Unis, constitutif du renouveau de leur hégémonie financière.

Elle montrera, dans un **premier chapitre**, que la restauration du pouvoir structurel des États-Unis s'est appuyée sur une politique de l'État fédéral américain particulière, en ce sens qu'elle a initié le développement de la finance de marché aux États-Unis. Elle montrera, dans un **deuxième chapitre**, que cette diffusion de la finance de marché a alors permis à l'État américain d'agir au niveau international, et de diriger un mouvement généralisé de libéralisation des compte de capital des autres pays. Elle aboutira, dans un **troisième chapitre**, sur l'analyse du système financier international contemporain, repolarisé sur les États-Unis, et où le dollar et les titres du Trésor américain exercent un rôle fondamental.

⁴⁴ Aurélie Boubel, Fabrice Pansard, *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La Découverte, coll. Repères, 2004, p. 84.

Chapitre 1 – Le développement de la finance de marché aux États-Unis

Les choix intérieurs de la politique économique des États-Unis sont, dans le fait, des choix de politique mondiale.

François Perroux

La première étape dans l'analyse de l'apparition du régime d'étalon dollar, depuis le début des années quatre-vingt-dix, consiste à en rechercher les racines structurelles dans l'évolution de l'économie des États-Unis. Le capitalisme américain s'est profondément transformé depuis la fin du régime de Bretton Woods⁴⁵ et cette transformation a été le prélude à ce que d'aucuns appellent la « révolution des services financiers »⁴⁶ ou encore, au niveau international, la « globalisation financière ». Plus particulièrement, l'économie des États-Unis s'est très largement et très profondément financiarisée à partir des années soixante-dix et cette financiarisation a été plus importante que dans la plupart des pays développés du globe⁴⁷.

Plusieurs éléments nous incitent à considérer cette financiarisation de l'économie américaine comme le déclencheur du mouvement de transformation structurelle du système monétaire et financier international. Premièrement, plusieurs analyses théoriques insistent sur le fait que l'économie du pays leader, s'appuyant sur les transformations de sa structure interne, influence la transformation des structures de l'économie internationale (prépondérance commerciale, puis industrielle et enfin financière). Ces transformations lui permettent de maintenir son poids et son pouvoir au sein de l'économie internationale.

⁴⁵ Pour une analyse du fonctionnement de l'économie des États-Unis jusqu'à la fin des Trente Glorieuses, voir : Michel Aglietta, *Régulation et Crises du capitalisme*, Paris, Calmann-Levy, 1976.

⁴⁶ Selon Michael Moran, la révolution des services financiers est l'« expression abrégée d'une série de changements importants dans les structures de propriété et les pratiques commerciales qui se sont passés dans le secteur des services financiers dans le monde capitaliste avancé, notamment depuis le début des années soixante-dix ». Michael Moran, *The Politics of Financial Services Revolution*, New York, St. Martin's Press, 1991, p. 7.

⁴⁷ Sur le caractère exceptionnel de la financiarisation de l'économie américaine, voir entre autres : Robert Boyer, « Deux Défis pour le XXI^{ème} siècle : discipliner la finance et organiser l'internationalisation », CEPREMAP, *Working Papers (Couverture orange)*, n°2000-08, janvier 2000. Disponible le 07/07/2003 sur : <<http://www.cepremap.cnrs.fr/cgi-bin/paper.pl?series=cepremap&filename=cepremap.00&paperid=0008>>.

Deuxièmement, le mouvement de financiarisation que nous soulevons débute dès la fin des années soixante, c'est-à-dire à un moment où la suprématie monétaire et financière des États-Unis commence à être contestée, après une période relativement longue où elle n'a pas été questionnée⁴⁸. Troisièmement, ce mouvement de financiarisation est le résultat d'une politique très active de la part de l'État américain, politique qui débute elle aussi dans les années soixante et qui s'appuie, en partie, sur la dynamique démographique des États-Unis.

La notion de financiarisation demande cependant à être précisée. D'une part, cela ne signifie pas que la finance et le crédit ne jouaient aucun rôle dans le fonctionnement de l'économie avant ce mouvement de financiarisation. Bien au contraire, ceux-ci font partie intégrante du capitalisme, et ne peuvent être interprétés en dehors du fonctionnement des économies modernes⁴⁹. D'autre part, quand nous parlons de financiarisation, nous ne parlons pas uniquement de tertiarisation de l'économie américaine, c'est-à-dire du processus de transformation de la structure de la production aux États-Unis et d'augmentation de la part des services dans la valeur ajoutée nationale. Chacun de ces deux concepts recouvre une réalité partiellement identique, puisque le développement des services financiers dû à la financiarisation est partie prenante de la tertiarisation. Mais la financiarisation implique aussi un double mouvement quantitatif et qualitatif de transformation de l'accès au crédit pour les agents économiques.

Plus spécifiquement, la financiarisation de l'économie américaine correspond à la fois au développement très rapide de la « finance de marché »⁵⁰ et à l'approfondissement des liens entre cette finance de marché et l'ensemble des acteurs économiques (entreprises, consommateurs, banques et État). La financiarisation est donc un processus qui augmente de manière globale et de façon significative le rôle des marchés d'actifs et de dettes dans l'économie, mais aussi qui diffuse cette logique marchande de l'accès au crédit à l'ensemble

⁴⁸ François Perroux n'écrivait-il pas en 1961 que « *les États-Unis d'Amérique du Nord sont devenus, sont et demeureront vraisemblablement pendant un long temps une économie mondialement dominante* » ? François Perroux, *L'économie du XX^{ème} siècle*, Paris, Presses Universitaires de France, 1961, p.28.

⁴⁹ Les écrits de Aglietta et Orléan sur le sujet sont suffisamment nombreux et montrent d'ailleurs que la science économique ne peut faire l'impasse d'une conception non instrumentale de la monnaie et du rôle du crédit bancaire dans le capitalisme. Voir à ce propos : Michel Aglietta, André Orléan (dir), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998 ; Michel Aglietta, André Orléan, *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob, 2002.

⁵⁰ Pour une étude approfondie du passage à la finance de marché aux États-Unis, voir : Leonard Seabrooke, *U.S. Power in International Finance*, Houndmills et New York, Palgrave, 2001.

des acteurs, de sorte qu'au niveau de chaque acteur le rôle de ces marchés se trouve aussi renforcé⁵¹. Ce processus a débuté et s'est poursuivi sans discontinuer aux États-Unis. De ce fait nous pouvons dire qu'aujourd'hui les États-Unis sont dans une situation d'« économie de financement », dans la mesure où les changements de nature qualitative opérés dans le système d'accès au crédit se sont stabilisés et pérennisés⁵².

Ainsi, ce premier chapitre abordera la financiarisation de l'économie des États-Unis dans une double perspective. D'une part, il montrera qu'un mouvement structurel de financiarisation du capitalisme américain a pris naissance à la fin des années soixante et s'est poursuivi depuis sans discontinuer (section 1). Ce mouvement a impliqué une transformation de la nature du financement aux États-Unis et une modification du rôle des banques. La financiarisation est ainsi bien plus que la simple transformation du système financier américain, mais aussi une transformation du système bancaire et de la structure des bilans des agents économiques.

D'autre part, ce chapitre montrera que la financiarisation des États-Unis est le résultat d'une politique économique de constitution d'une industrie financière compétitive au niveau mondial. L'activisme de l'État américain en la matière a été très important et s'explique par les liens étroits entre la communauté financière nationale et l'État. Mais l'effet le plus important de cet activisme a été de faire de la « haute finance »⁵³ le quotidien de la plupart des agents économiques américains, permettant le passage à cette « économie de financement ». Les marchés et les institutions financières américaines sont ainsi devenus très compétitifs, renforçant le poids des États-Unis dans le système monétaire et financier international et permettant l'internationalisation du système financier américain.

⁵¹ Le revers de la médaille est aussi que la financiarisation est susceptible d'exclure toute une partie de la population de l'accès au crédit, notamment la population à bas et très bas revenus. Voir: Andrew Leyshon, Nigel Thrift, « Geographies of Financial Exclusion: Financial Abandonment in Great Britain and the United States », *Transaction of the Institute of British Geographers*, New Series, **20**, 3, 1995, pp. 312-341.

⁵² Cette distinction est classique depuis les écrits de Hicks. Le terme « économie de financement » se retrouve aussi chez certains auteurs contemporains comme Billaudot. Voir : Bernard Billaudot, *Régulation et croissance*, Paris, L'Harmattan, 2001. Mais d'autres auteurs préfèrent parler d'« économie de fonds propres ». Voir alors : Dominique Plihon, « L'économie de fonds propres : un nouveau régime d'accumulation financière », in : François Chesnais, *Les pièges de la finance mondiale*, Paris, La Découverte et Syros, 2000, pp. 17-37. Enfin, certains utilisent le terme de « capitalisme patrimonial ». Voir : Michel Aglietta, « Le capitalisme de demain », *Notes de la Fondation Saint Simon*, 101, novembre 1998.

⁵³ Fernand Braudel, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme*, Paris, le livre de poche, tome II, 1979.

Section 1 –Le mouvement structurel de financiarisation du capitalisme américain

Les années quatre-vingt-dix ont vu réapparaître, sous une forme nouvelle aux États-Unis, un type de capitalisme qui avait disparu depuis le New Deal et la Seconde Guerre mondiale. Ce type de capitalisme, qu'on appelle souvent économie de financement, rompt le mécanisme de l'économie d'endettement où le crédit bancaire demeure le plus important moyen d'accès au crédit pour les entreprises et pour l'État. Dans une économie de financement, l'émission de titres (de créance ou de propriété) de la part des entreprises et de l'État prend le pas sur le financement par l'emprunt bancaire, ce qui induit de nombreuses modifications quand à la nature du système bancaire et financier. Pour Billaudot « *le basculement d'une économie d'endettement à une économie de financement se manifeste d'abord par un changement de la représentation véhiculée par les médias : l'"investisseur" dont ils parlent n'est plus la même personne. Hier c'était celui qui transformait de l'argent en capital productif en escomptant faire du profit ; il était alors opposé à l'épargnant. Aujourd'hui c'est celui qui transforme de l'argent en titres dans une optique de rentabilisation à long terme, ce qui l'oppose au spéculateur. Bien sûr le premier n'a pas disparu ; mais ce n'est plus lui qui est mis en avant parce qu'on considère qu'il n'a plus le rôle actif* ». ⁵⁴

Cette réapparition n'a pourtant pas été spontanée, mais s'est effectuée très progressivement depuis le début des années soixante-dix aux États-Unis. Deux éléments nous permettent d'en saisir la portée. Premièrement, le dynamisme du secteur financier a été très important et montre la tendance au développement de la finance de marché. Plus particulièrement, le poids du secteur des services financiers, l'ampleur des innovations financières et l'apparition de nouveaux acteurs financiers semblent caractériser ce développement. Deuxièmement, les banques n'ont pas disparu, mais elles ont vu leur rôle se modifier profondément. Le système bancaire américain est devenu très concurrentiel, de sorte que les banques se sont déspecialisées et ont transféré une part significative de leur activité sur des opérations dites « hors bilan » et, dans le même temps, elles se sont concentrées.

⁵⁴ Bernard Billaudot, *Op. cit.*, p. 276.

A – Du financement bancaire à la finance de marché : le rôle des innovations financières et des investisseurs institutionnels

Le premier élément nous donnant la mesure du changement dans le système financier américain est celui du passage d'un financement très largement opéré par l'emprunt bancaire à un financement de plus en plus largement tributaire des marchés financiers. Henri Bourguinat parle pour sa part de « *désintermédiation* » pour caractériser ce changement⁵⁵. Ce phénomène, basé sur la titrisation, c'est-à-dire sur « *cette activité qui consiste à placer des effets à court terme renouvelables et qui donne à l'emprunteur l'assurance d'un financement à long terme, avec, le plus souvent, l'engagement par la banque de reprendre elle-même ce "papier" si elle ne trouve pas acquéreur sur le marché* »⁵⁶, est « *à l'origine purement interne aux États-Unis* »⁵⁷.

Plus concrètement, l'augmentation du rôle des marchés financiers dans l'économie américaine s'est manifestée de trois manières distinctes : d'abord, la hausse soutenue depuis les années soixante-dix du poids du secteur financier dans l'économie américaine ; ensuite, l'apparition de nombreuses innovations financières inhérentes à la titrisation et liées à l'augmentation de la concurrence dans le secteur financier ; enfin l'émergence de nouvelles institutions de collecte d'épargne privée.

1- La hausse du poids de la finance de marché

Le développement du système financier américain a été considérable depuis le début des années soixante-dix. Plusieurs indicateurs peuvent être mobilisés pour rendre compte de ce phénomène, notamment le poids du secteur financier dans l'économie, le ratio de capitalisation boursière sur le produit intérieur brut (PIB) ou encore le nombre de transactions financières.

D'une part, depuis le début des années soixante-dix, le poids du secteur financier s'est très largement accru dans la production nationale américaine (Graphique 1.1). Le secteur de la

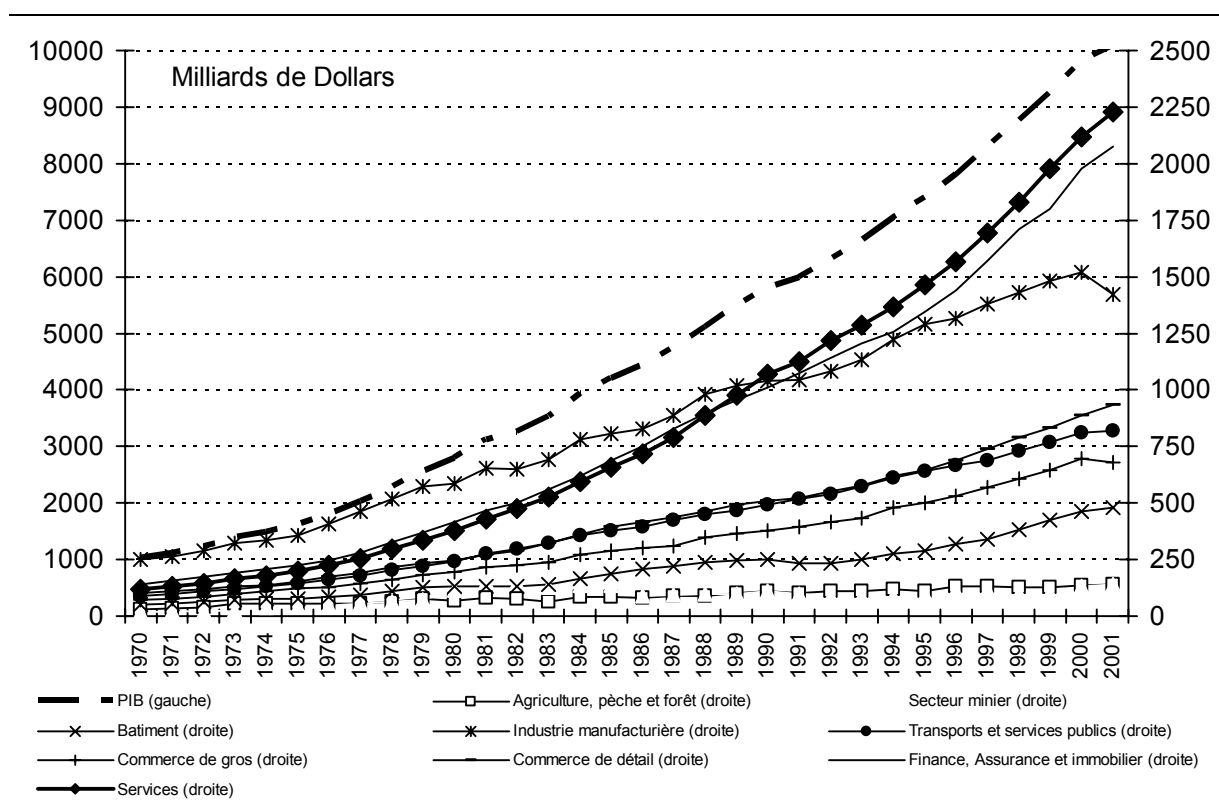
⁵⁵ Henri Bourguinat, *Finance internationale*, Paris, Presses Universitaires de France, 1992.

⁵⁶ Henri Bourguinat, *Op. cit.*, p. 97. La titrisation peut aussi raisonnablement s'envisager dans une version plus large, où l'emprunteur place des titres de maturités plus longue sur le marché.

⁵⁷ Ibid.

finance, des assurances et de l'immobilier a vu sa valeur ajoutée multipliée par 15 entre 1970 et 2001, passant de 142 milliards à plus de 2000 milliards de dollars, alors que dans le même temps, excepté le secteur des services (multiplication par 18), les autres secteurs ont tous eu une augmentation de leur valeur ajoutée inférieure à celle du PIB (multiplication par 9,7).

Graphique 1.1 : Décomposition du PIB américain par secteur (1970-2001)



Source: Bureau of Economic Analysis.

Le secteur de la finance, des assurances et de l'immobilier a ainsi vu sa part dans le PIB américain, avec 20,1 % en 2000, augmenter de 6,4 points depuis 1970. En décomposant davantage dans la nomenclature *SIC*⁵⁸, on remarque que, sur la même période, la part du sous secteur des institutions de dépôt passe de 1,8 % à 3,6 %, celle des institutions financières sans dépôt de 0,26 % à 0,81 % et, enfin, celle des courtiers de 0,3 % à 1,53 % du PIB. La financiarisation est donc relativement importante, puisque l'ensemble de ces secteurs représente désormais 6,2 % du PIB. L'élément qui semble le plus significatif est même le

⁵⁸ Cette nomenclature est tirée du manuel de classification industrielle *SIC* : Executive Office of the President, Office of Management and Budget, *Standard Industrial Classification Manual*, 1987.

poids des courtiers qui a été multiplié par cinq en trois décennies et qui est désormais plus important que celui de l'agriculture ou encore du secteur minier (1,4 % du PIB chacun).

Tableau 1.1 : Poids des secteurs privés dans le PIB des États-Unis depuis 1970

	<i>En pourcentage</i>						
	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000
Agriculture, pêche et forêt	2,9	3,4	2,4	2	1,9	1,5	1,4
Secteur minier	1,8	2,6	4	3,2	1,9	1,3	1,4
Bâtiment	4,9	4,6	4,6	4,4	4,3	3,9	4,7
Industrie manufacturière	24	21,7	21	19,1	17,9	17,4	15,5
Transports et Services publics	8,5	8,7	8,7	9	8,5	8,7	8,2
Commerce de gros	6,9	7,4	7	6,9	6,5	6,8	7,1
Commerce de détail	9,7	9,4	8,8	9,4	8,8	8,7	9
Finance, Assurance et Immobilier, dont	13,7	13,7	14,9	16,3	17,4	18,2	20,1
<i>Institutions de dépôt</i>	<i>1,89</i>	<i>1,82</i>	<i>2,04</i>	<i>2,46</i>	<i>2,95</i>	<i>3,07</i>	<i>3,68</i>
<i>Institutions financières sans dépôt</i>	<i>0,26</i>	<i>0,33</i>	<i>0,28</i>	<i>0,51</i>	<i>0,47</i>	<i>0,53</i>	<i>0,81</i>
<i>Courtiers</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,47</i>	<i>0,67</i>	<i>0,73</i>	<i>1,05</i>	<i>1,53</i>
Services	11,6	12,2	13,6	15,6	18,5	19,8	21,5
Total	84	83,7	85	85,9	85,7	86,3	88,9

Source: Bureau of Economic Analysis.

D'autre part, cette augmentation du poids du secteur financier s'accompagne d'une hausse toute aussi impressionnante du poids des marchés financiers dans l'économie des États-Unis⁵⁹. Les indices de capitalisation boursière rapportée au PIB (Tableau 1.2) montrent une très forte augmentation. On passe de 54,9 % en 1980 à 113 % du PIB en 2002. De même la part des obligations privées passe de 18,2 % du PIB en 1980 à 59,5 % en 2002.

Tableau 1.2 : Détention d'actions et d'obligations aux États-Unis

	1980	1990	1995	1998	1999	2000	2001	2002
	<i>En milliards de dollars</i>							
Actions	1535	3530	8496	15428	19576	17169	15267	11834
Obligations privées et étrangères	508	1696	2848	4145	4611	5020	5693	6220
	<i>En pourcentage du PIB</i>							
Actions	54,9	60,8	114,8	175,6	211,1	174,7	151,4	113,3
Obligations privées et étrangères	18,2	29,2	38,4	47,2	49,7	51,1	56,4	59,5

Sources: BGFRS, « Flow of Funds Accounts of the United States », *Federal Reserve Statistical Release*, Z.1, First Quarter 2003. Disponible le 04/07/2003 sur: <<http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/>> ; U.S Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*, 2001, tableau n°1199, p. 739; et U.S Census Bureau, *1995 Statistical Abstract of the United States*, 1995, tableau n°825, p. 532. Disponibles le 04/07/2003 sur: <<http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html>>.

⁵⁹ Il existe principalement deux bourses de valeurs nationales aux États-Unis : le New York Stock Exchange (NYSE) et l'American Stock Exchange (AMEX), toutes deux basées à New York. De plus il y a cinq bourses régionales : le Boston Stock Exchange, le Cincinnati Stock Exchange, le Midwest Stock Exchange (Chicago), le Pacific Stock Exchange (San Francisco), et le Philadelphia Stock Exchange. Enfin, il existe un système de cotation *Over The Counter* (OTC), pour les titres non cotés.

Enfin, le volume des échanges d'actions a très fortement augmenté depuis les années soixante-dix. Les chiffres disponibles montrent par exemple que le volume des échanges d'action sur le NYSE est passé de 11 milliards d'unités en 1980 à 265 milliards en 2000, soit un facteur 24 en vingt ans⁶⁰. Ces chiffres, malgré leurs limites liées à la volatilité de valorisation d'un actif ou à l'existence d'un cycle financier important, montrent néanmoins que le poids des marchés financiers est en augmentation constante et qu'une véritable industrie des services financiers s'est constituée aux États-Unis. Mais un autre élément nous montre que la finance de marché s'est développée aux États-Unis : la course aux innovations financières.

2- Innovations financières et apparition de nouveaux marchés financiers

La financiarisation des États-Unis n'est pas qu'un phénomène unidimensionnel qui se révélerait uniquement par l'importance des chiffres liés à l'évolution du poids du secteur et des marchés financiers dans l'économie. Ce phénomène se révèle aussi par la multiplication des instruments financiers et son corollaire, l'apparition de nouveaux marchés financiers, de sorte qu'on peut dire qu'une industrie de la finance basée sur l'innovation financière s'est constituée à partir des années soixante et a pris véritablement son essor dans les années quatre-vingt.

Depuis les écrits de Schumpeter, le rôle des innovations dans le fonctionnement normal d'une économie a été soulevé à de multiples reprises. Ce qui est vrai au niveau global l'est également au niveau financier et, ce, particulièrement depuis le début des années soixante aux États-Unis. De nombreux auteurs, d'horizons assez différents, considèrent même que cette tendance à l'introduction de nouvelles pratiques ou de nouveaux instruments financiers a été particulièrement marquée aux États-Unis⁶¹.

⁶⁰ U.S Census Bureau, *2001 Statistical Abstract of the United States*, 2001, tableau n°1207, p. 742.

⁶¹ Pour Kapstein, « [la] seconde tendance, l'innovation, ou ingénierie financière, a été évidente [...] tout au long des années soixante-dix et le début des années quatre-vingt ». Ethan B. Kapstein, *Governing Global Economy*, Cambridge, MA, London, England, Harvard University Press, 1994, p. 21. Du côté de l'économie standard, on retrouve le même type d'analyse: Merton H. Miller, « Financial Innovation: The last Twenty Years and the Next », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **21**, 4, 1986, pp. 459-471. Miller considère dans ce texte que la période entre la moitié des années soixante et la moitié des années quatre-vingt a été une période unique de l'histoire financière des États-Unis, notamment au niveau des innovations financières. De même pour Van Horne : « Une des bases de notre système financier est l'innovation financière, le sang vital de marchés de

A un niveau plus théorique, certains modèles plus récents montrent que la tendance à l'innovation financière est plus forte dans un système financier où il y a encore une séparation nette entre banque commerciale et banque d'investissement (comme c'était encore le cas aux États-Unis jusqu'aux années quatre-vingt-dix)⁶².

Cette tendance plus marquée à l'innovation financière aux États-Unis dans cette période ne doit cependant pas être mise en avant comme une exception historique. Schubert montre par exemple que de nombreux instruments financiers « inventés » dans les années soixante-dix et quatre-vingt aux États-Unis sont en fait des redécouvertes d'instruments déjà utilisés aux XVII^{ème} et XVIII^{ème} siècles à Londres et Amsterdam⁶³. Dans la même veine, Tufano⁶⁴ pense que cette tendance à l'innovation financière s'est poursuivie depuis les années quatre-vingt, où déjà près de 20 % des nouvelles émissions de titres utilisaient une « structure innovante ». D'une manière plus générale, Tufano insiste sur le caractère continu du processus d'innovation, même si son intensité peut s'accélérer⁶⁵.

L'innovation financière est souvent définie comme l'apparition d'un nouvel instrument financier⁶⁶. En fait, le concept doit être pris dans un sens beaucoup plus large si l'on veut bien saisir l'importance des innovations financières aux États-Unis. Toujours selon Tufano, « *l'innovation financière est l'acte de créer et ensuite de populariser de nouveaux instruments*

capitaux efficaces et responsables ». James C. Van Horne, « Of Financial Innovations and Excesses », *Journal of Finance*, **40**, 3, July 1985, p. 621. Certains auteurs mettent néanmoins en garde le milieu académique sur le fait que les études éclectiques sur le sujet sont très peu nombreuses (à peine une douzaine d'articles depuis 2000). Ils considèrent en effet que les données sur le sujet sont assez peu fiables et se sont peu améliorées depuis une vingtaine d'années. Voir à ce propos: W. Scott Frame, Lawrence J. White, « Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action ? », Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper*, 2002-12, July 2002. Disponible le 10/08/2003 à l'adresse : <<http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/wp0212.pdf>>.

⁶² Arnould W.A. Boot, Anjan V. Thakor, « Banking Scope and Financial Innovation », *Review of Financial Studies*, **10**, 4, Winter 1997, pp. 1099-1131.

⁶³ Eric S. Schubert, « Innovations, Debts, and Bubbles: International Integration of Financial Markets in Western Europe, 1688-1720 », *Journal of Economic History*, **48**, 2, June 1988, pp. 299-306. Par exemple le cas du swap, c'est-à-dire d'un échange temporaire sur le marché des changes avec une double opération en sens inverse au comptant et à terme, mérite l'attention.

⁶⁴ Peter Tufano, « Financial Intermediaries and Financial Innovation », in: George M. Constantinides, Milton Harris, René Schultz (Eds), *The Handbook of the Economics of Finance*, vol 1-A, Amsterdam, Elsevier, 2003, pp. 307-335.

⁶⁵ « Une vue à long terme suggère que l'innovation financière (comme toute innovation dans les affaires) est un processus continu [...] ». Peter Tufano, *loc. cit.*, p. 310.

⁶⁶ Voir à ce propos : José Viñals, Angel Berges, Francisco J. Valeso, « Innovation financière, réglementation et investissement », *Revue d'économie financière*, 17, 1991, pp. 33-66.

financiers ou de nouvelles technologies, institutions ou marchés financiers »⁶⁷. Aussi, l'innovation financière est aussi bien liée à un nouveau produit qu'à un nouveau procédé, par exemple la création d'un nouveau marché. Ainsi, près de 1800 innovations financières ont été recensées aux États-Unis entre 1980 et 2001⁶⁸.

L'émergence d'une véritable industrie de la finance basée sur l'innovation s'explique par un faisceau de phénomènes. Du point de vue micro-économique, on considère souvent qu'une innovation financière est le fruit d'une imperfection du marché. Elle peut ainsi répondre à six types d'imperfections : premièrement, elle peut servir à compléter des marchés qui sont par nature incomplets⁶⁹ ; deuxièmement, elle peut répondre à un problème d'agence et d'asymétrie d'information⁷⁰ ; troisièmement, elle peut chercher à faire baisser les coûts de transaction, de recherche ou de marketing⁷¹ ; quatrièmement, une innovation financière peut être une réponse à une modification de la taxation ou de la réglementation, suivant en cela le principe de la « dialectique de la réglementation »⁷² ; cinquièmement, la mise en place d'une innovation financière par un intermédiaire financier peut répondre à l'augmentation des risques⁷³ ; enfin, un choc technologique peut expliquer l'apparition d'une innovation financière⁷⁴.

⁶⁷ Peter Tufano, *loc. cit.*, p. 313.

⁶⁸ Peter Tufano, *loc. cit.*, p. 316.

⁶⁹ Darrel Duffie, Rohit Rahi, « Financial Market Innovation and Security Design: An Introduction », *Journal of Economic Theory*, **65**, 1, Février 1995, pp. 1-42. Une grande partie de ce numéro spécial est consacré aux innovations financières dues aux marchés incomplets.

⁷⁰ Allen et Gale abordent cette dimension des innovations financières dans : Franklin Allen, Douglas Gale, *Financial Innovation and Risk Sharing*, Cambridge, MA, MIT Press, 1994.

⁷¹ Peter Tufano, *loc. cit.*

⁷² Bien souvent un jeu du chat et de la souris se met en place entre, d'un côté, la réglementation financière et, de l'autre, les établissements financiers cherchant à la contourner, de sorte qu'à chaque nouvelle réglementation répond une innovation financière, et ainsi de suite. Edward J. Kane, « Technology and Financial Regulation », in : Anthony Saunders, Lawrence J. White (Eds), *Technology and the Regulation of Financial Markets*, Lexington, Lexington Books, 1986, pp. 187-193.

⁷³ Clifford W. Smith, D. Sykes Wilford, Charles W. Smithson, *Managing Financial Risk*, New York, Harper Business, 1989.

⁷⁴ Lawrence J. White, « Technological Change, Financial Innovation, and Financial Regulation in the U.S : The Challenge for Public Policy », in : Patrick T. Harker, Stavros A. Zenios (Eds), *Performance of Financial Institutions*, Cambridge, UK, Cambridge University Press, 2000, pp. 388-415. Ou encore : Jalal Akhavein, W. Scott Frame, Lawrence J. White, « The Diffusion of Financial Innovation : An Examination of the Adoption of Small Business Credit Scoring by Large Banking Organizations », Wharton Financial Institution Center, *Working Paper*, 01-19, May 2001. Disponible le 09/08/2003 à l'adresse : <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0119.pdf>>.

Mais si chaque explication, du point de vue microéconomique, donne un élément permettant de comprendre pourquoi une innovation financière est adoptée, aucune ne peut expliquer séparément à elle seule cette adoption⁷⁵. En fait, c'est à un niveau plus macroéconomique que l'on remarque que l'accélération de la mise en place des innovations financières est souvent due à la hausse de la concurrence dans le secteur financier qui agit sur ces six éléments en même temps mais de manière différente. Miller considère même que, entre les années soixante et les années quatre-vingt, des six facteurs expliquant la hausse des innovations financières, la réponse à la modification de la taxation et de la réglementation financière est le plus important aux États-Unis⁷⁶. En revanche, les auteurs s'accordent pour dire que, par la suite, ce sont d'une part la gestion des risques (de crédit ou de taux), d'autre part le passage d'un compartiment du marché à un autre et, enfin, la capacité de passage d'une devise à une autre qui expliquent l'explosion du nombre des innovations financières⁷⁷.

Enfin, en dehors de la hausse vertigineuse du nombre d'instruments financiers, permettant la hausse du nombre de transactions de gré à gré, de nouveaux marchés financiers ont été créés aux États-Unis depuis les années soixante. Ces marchés peuvent s'appuyer sur ces nouveaux instruments financiers, notamment dans le cas des marchés dérivés, mais peuvent aussi se spécialiser dans des compartiments jusque-là non existants, comme par exemple celui du capital-risque et des « nouveaux marchés »⁷⁸, de sorte que la segmentation des marchés qui existait dans les années soixante et soixante-dix a disparu. Le plus connu d'entre eux demeure le NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System⁷⁹), créé en 1971⁸⁰.

⁷⁵ Tufano fait cette démonstration sur la création d'un instrument financier (le fonds indexé). Peter Tufano, *loc. cit.*, p. 332.

⁷⁶ Merton H. Miller, *loc. cit.* Drouin parle même d'« une première vague de nouveaux instruments [provenant] directement d'un désir de contourner les arcanes de la réglementation ». L'exemple des obligations à coupon zéro est souvent utilisé pour illustrer cette tentative de contournement. Voir : Michel Drouin, *Le système financier international*, Paris, Armand Colin, 2001, coll. Coursus, p.103.

⁷⁷ Voir à ce propos : Henri Bourguinat, *Op. cit.*, pp. 92-97 ; Michel Drouin, *Op. cit.*, pp.103-107.

⁷⁸ L'un des arguments utilisés dans les années quatre-vingt-dix pour expliquer la formidable croissance économique aux États-Unis a d'ailleurs été celui de l'existence de ces marchés financiers capables de financer massivement les investissements en nouvelle technologie. Voir : Robert Boyer, *La croissance, début de siècle*, Paris, Albin Michel, 2002.

⁷⁹ Système de cotation automatisée de l'association nationale des négociants boursiers. Ce marché fonctionne comme un marché de gré à gré et était à l'origine réservé aux petites entreprises à croissance rapide. Il n'est pas localisé dans une place financière unique mais comme son nom l'indique relie plusieurs dizaines de terminaux

Ainsi, la mise en place de nombreuses innovations financières aux États-Unis, suite à la hausse de la concurrence au sein du système financier, montre que le capitalisme américain se financiarise depuis la fin des années soixante. Un dernier élément concomitant nous renseigne sur l'importance de cette financiarisation : l'apparition de nouveaux acteurs de la finance.

3- La montée en puissance de nouveaux acteurs de la finance

La finance de marché s'est, comme nous l'avons vu plus haut, très fortement développée depuis les années soixante-dix aux États-Unis. Mais à côté de l'augmentation du poids de la finance et de l'arrivée de nombreuses innovations financières, un troisième élément est constitutif de ce mouvement, à savoir la montée en puissance de nouveaux acteurs de la finance de marché : les investisseurs institutionnels.

On associe souvent la financiarisation de l'économie américaine avec l'idée que l'intermédiation financière serait de moins en moins présente au sein du système financier. Bourguinat emploie par exemple la formule de la « règle des trois D », où la désintermédiation tient une place importante, à côté du décloisonnement et de la déréglementation⁸¹. Cette manière de présenter les transformations de la finance aux États-Unis est très intéressante dans la mesure où elle rend compte du changement de comportement des banques au sein du système financier (nous y reviendrons à la sous-section suivante). Mais le problème qui surgit alors est double : d'une part, cette expression laisse à penser qu'il n'y a plus d'intermédiaire entre le détenteur de capitaux et l'émetteur de titre et, d'autre part, cette expression tend à assimiler la situation qui prévalait dans les années vingt et trente aux États-Unis avec celle qui prévaut aujourd'hui.

Ainsi, loin d'être une désintermédiation totale, il paraît plus judicieux de dire qu'on est passé d'une intermédiation plutôt bancaire à une intermédiation à dominante non bancaire. Les chiffres de l'OCDE montrent en effet que les avoirs financiers des investisseurs institutionnels en pourcentage du PIB ont été multipliés par deux entre 1985 et 1997, passant

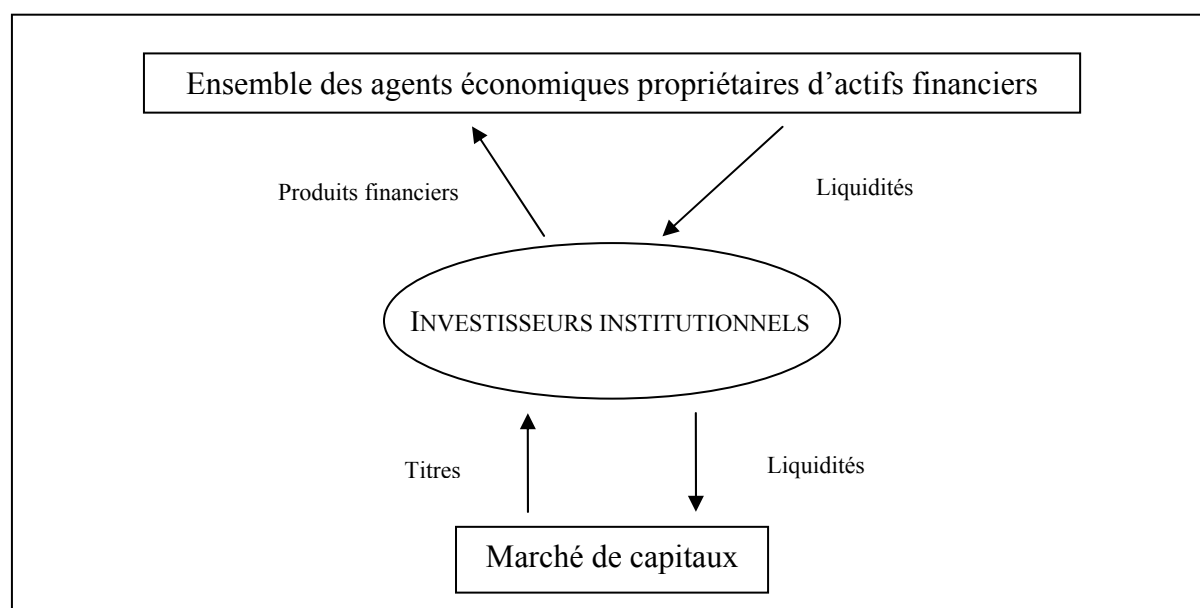
informatiques. Aujourd'hui, environ 5100 entreprises y sont cotées pour une capitalisation d'environ 2000 milliards de dollars (fin 2002).

⁸⁰ D'autres marchés d'actifs ont été créés au début des années soixante-dix, comme le *Chicago International Money Market*. Voir l'annexe 1, p. 370.

⁸¹ Henri Bourguinat, *Op. cit.*, pp. 91-100.

de 93 % à 186 %, alors que dans le même temps la part des dépôts bancaires baissait de 50 % à 43 % du PIB⁸². De même, la part des actions détenues par les investisseurs institutionnels n'a cessé de s'accroître depuis 1980, passant de 25 % à 47 % en 2001, alors que dans le même temps celle détenue directement par les ménages est passée de 61 % à 40 %⁸³.

Figure 1.1 : Le rôle des investisseurs institutionnels



On définit traditionnellement les investisseurs institutionnels comme des organismes financiers non bancaires chargés de collecter et de gérer collectivement l'épargne des agents économiques, principalement des ménages (Figure 1.1). La montée en puissance de ce type d'agent au sein du système financier américain signifie qu'une nouvelle forme de gestion de l'épargne s'est mise en place depuis les années soixante-dix⁸⁴. Plus particulièrement, les « zinzin », que certains appellent les « *grossistes de l'épargne* »⁸⁵, achètent des titres sur les marchés de capitaux grâce aux liquidités collectées auprès des épargnants, en contrepartie de

⁸² OCDE, *Perspectives économiques de l'OCDE*, n°67, juin 2000, p. 249.

⁸³ Pour les chiffres de 1980, voir : U.S Census Bureau, *2001 Statistical Abstract of the United States*, 2001, tableau n°1163, p. 724. Pour ceux de 2001, voir : BGFRS, « Flow of Funds Accounts of the United States », *Federal Reserve Statistical Release*, Z.1, First Quarter 2003, June 5, tableau F.213, p.45. Selon Plihon, la part des actions détenues par les investisseurs institutionnels aux États-Unis en 1946 était de 5 %. Voir : Dominique Plihon, *Op. cit.*, 2000, p. 24.

⁸⁴ Pour une revue complète du rôle des investisseurs institutionnels, voir : Dominique Plihon, « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale », *Cahiers français*, n°289, mai-juin 1999, pp. 33-41.

⁸⁵ Michel Drouin, *Op. cit.*, p. 129.

quoi ils proposent des produits financiers à ces mêmes épargnants, la plupart du temps sous la forme de parts sociales de leur société. Ils ne créent donc pas de monnaie *ex nihilo* comme le font les banques de second rang, mais sont des intermédiaires qui centralisent l'épargne. Leur gestion financière privilégie massivement la sécurité des placements, notamment par la diversification des portefeuilles de titres.

Le principal avantage de ce type de centralisation de l'épargne réside dans le fait que les détenteurs de capitaux peuvent à la fois bénéficier de la liquidité et de la rentabilité de leurs placements. En effet, auparavant, l'épargnant devait arbitrer entre des placements liquides mais peu risqués et peu rentables, généralement offerts par des banques, ou des placements plus risqués, donc plus rentables, mais dont la revente sans perte de capital était moins assurée. Ce type de gestion de l'épargne a donc accentué l'effet de décloisonnement des innovations financières.

On distingue les types d'investisseurs institutionnels en fonction de leur modalité de gestion des portefeuilles (action, obligations, monétaire), de la nature des contrats (à prestation ou à versement définis), mais aussi en fonction du type de produit qu'ils proposent. Principalement, trois types d'investisseurs institutionnels se sont imposés aux États-Unis depuis les années quatre vingt : les fonds de pensions, les compagnies d'assurance et les organismes de placements collectifs⁸⁶.

D'une part, les fonds de pensions sont les investisseurs institutionnels qui collectent l'épargne retraite des ménages. Dans un système de retraite par capitalisation comme aux États-Unis, les ménages, les syndicats et les entreprises versent des fonds à une caisse de retraite, qui reverse une partie de cette épargne aux retraités et qui place le reste en titres⁸⁷. Les fonds de pensions, qui peuvent être privés ou publics, ont vu leurs avoirs se multiplier par 11 entre 1980 et 2000, passant de 710 à 7674 milliards de dollars. En terme de pourcentage de PIB, ceux-ci sont passés de 25 % en 1980 à 78 % en 2000. D'autre part, les compagnies

⁸⁶ L'OCDE recense encore deux autres types d'investisseurs institutionnels : les fondations et les partenariats privés d'investissement. Mais les analystes préfèrent le plus souvent distinguer un autre type d'investisseur institutionnel, les fonds spéculatifs ou *hedge funds*. Ces fonds, même s'ils représentent à peine un pourcent du montant des actifs des investisseurs institutionnels, sont destinés à une clientèle ayant un gros patrimoine et peu d'aversion au risque. Il y en avait environ 3000 en 1997, la plupart américains. Voir : Dominique Plihon, *Op. cit.*, 1999, p. 35.

⁸⁷ Il existe deux systèmes de fonds de pensions : à prestation déterminée ou à cotisation déterminée.

d'assurance garantissent à leurs clients une prestation en cas de réalisation d'un risque en contrepartie du paiement d'une prime par l'assuré. Aux États-Unis, ce sont surtout les contrats d'assurance vie, notamment sous la forme de rente ou de contrats garantis, qui se sont développés depuis les années quatre-vingt. Leurs actifs représentaient environ 25 % du PIB en 1980, soit 646 milliards de dollars, alors qu'en 2000 ils représentaient 41 %, avec 4000 milliards de dollars. Enfin, les organismes de placement collectif, comme les *mutual funds*, sont des sociétés dont le but est de gérer un portefeuille de titres en collectant l'épargne d'autres agents. Leur développement aux États-Unis a été le plus rapide et le plus profond⁸⁸. Leurs avoirs étaient d'à peine 62 milliards de dollars en 1980, soit 2 % du PIB, alors qu'en 2000 ils étaient de 4433 milliards de dollars, soit 45 % du PIB⁸⁹. Leur nombre est passé de 564 en 1980 à plus de 8000 en 2000, de sorte qu'« *il y a désormais plus de mutual funds aux États-Unis que d'entreprises domestiques sur les places boursières américaines* »⁹⁰. Ceci s'explique entre autres par le fait que, bien souvent, les fonds de pensions ou les compagnies d'assurances confient à un *mutual fund* la gestion d'une partie de leur portefeuille.

*
* *

L'importance de la finance de marché est donc manifeste aux États-Unis et ne cesse de s'accroître depuis le début des années soixante-dix. Cette tendance est telle qu'au niveau mondial, la finance de marché américaine est dominante. Les comparaisons internationales montrent par exemple que la capitalisation boursière américaine est de loin la plus importante, avec plus de 11 000 milliards de dollars fin 2002 (dont 9015 pour le NYSE et 1994 milliards pour le NASDAQ), alors qu'en deuxième position on retrouve loin derrière la place de Tokyo avec 2000 milliards, et en troisième position la place de Londres avec 1800 milliards de dollars. La capitalisation boursière américaine représente ainsi près de 46 % de la

⁸⁸ Durant les années quatre-vingt-dix, leur croissance a été de 21 % par an et, à l'heure actuelle, 85 % de leur portefeuille est constitué d'actions d'entreprises américaines. Eric M. Engen, Andreas Lehnert, Richard Kehoe, « Mutual Funds and the U.S Equity Market », *Federal Reserve Bulletin*, **86**, 12, December 2000, pp. 797-812.

⁸⁹ L'ensemble des chiffres précédents proviennent de : U.S Census Bureau, *2001 Statistical Abstract of the United States*, 2001, tableau n°1163, p. 724.

⁹⁰ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists*, New York, Crown Business, 2003, p. 74.

capitalisation boursière mondiale (22 800 milliards de dollars)⁹¹. De même, la très grande majorité des investisseurs institutionnels sont américains, et la part des actifs qu'ils gèrent avoisine les 50 % du total des actifs des investisseurs institutionnels du globe⁹².

De plus, avec l'arrivée de nouveaux acteurs et de nouveaux produits au sein du secteur financier américain, une véritable industrie de la finance, basée sur une très forte concurrence entre acteurs, s'est progressivement imposée. Cette transformation a initié un processus d'« *accumulation financière* », c'est-à-dire de « *centralisation dans des institutions spécialisées de profits industriels non réinvestis et de revenus non consommés, que celles-ci ont pour charge de valoriser sous la forme de placement en actifs financiers (...) en se tenant hors de la production de biens et de services* »⁹³. Ce processus a alors obligé les banques américaines, traditionnellement intermédiaires entre épargnants et investisseurs, à s'adapter à la finance de marché.

B – La transformation de la structure et de l'activité bancaires

On attribue traditionnellement plusieurs rôles aux banques au sein d'une économie monétaire. Premièrement, elles fournissent la liquidité à long terme au système économique et permettent aux agents d'engager des dépenses, notamment d'investissement, qu'ils n'auraient pu faire sinon. Deuxièmement, elles collectent des dépôts à court terme et donc centralisent et absorbent les risques de dépôt. Troisièmement, elles collectent l'information sur la situation de leurs clients dans le but de gérer au mieux les risques inhérents à l'activité bancaire. Enfin, elles assurent le bon fonctionnement du système de paiement.

La montée en puissance de la finance de marché aux États-Unis a eu un effet important sur le fonctionnement des banques et a remis en cause l'activité traditionnelle d'intermédiaires entre épargnants et investisseurs, c'est-à-dire d'emprunteur à court terme et de prêteur à long terme. En particulier, étant « *court-circuitées par la désintermédiation de la*

⁹¹ Pour plus de renseignements à ce propos voir le site de la *World Federation of Exchange* (WFE): <<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp>>.

⁹² La Banque des Règlements Internationaux (BRI) estimait en 1998 que les fonds de pensions américains détenaient 62 % des actifs totaux des fonds de pensions, 35 % de ceux des compagnies d'assurance et 57 % de ceux des OPC. Banque des Règlements Internationaux, *68^{ème} rapport annuel*, Bâle, 8 juin 1998.

⁹³ François Chesnais, « Le capital de placement : accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques », in : François Chesnais (Dir), *La finance mondialisée*, Paris, La Découverte, 2004, pp. 15-50.

finance »⁹⁴, les banques ont eu de plus en plus de mal à attirer des clients, le développement du crédit bancaire devenant plus difficile alors que, dans le même temps, la collecte de dépôts s'est faite plus ardue. Selon Berger, Kashyap et Scalise, « *les années quatre-vingt et la première moitié des années quatre-vingt-dix, une période que certains ont surnommé "le déclin de la banque", est indubitablement la période de l'histoire bancaire des États-Unis la plus turbulente depuis la Grande Dépression* »⁹⁵. Ce changement important de l'environnement des banques américaines a pesé sur les marges et elles ont dû, tant bien que mal, redéployer leurs activités durant les années quatre-vingt-dix, avec souvent d'énormes difficultés.

Néanmoins, comme le dit Seabrooke, « *les banques commerciales n'ont pas été isolées de la finance de marché en croissance; en fait, elle l'ont fait avancer pour augmenter la flexibilité avec laquelle elle géraient leurs livres* »⁹⁶. Autrement dit, les banques ont très progressivement tourné leur activité vers des opérations financières non bancaires, c'est-à-dire non liées au crédit bancaire proprement dit, dans le but de maintenir leur position d'intermédiaire financier. Elles sont donc partie prenante du développement de la finance de marché et ont développé un savoir-faire important.

Aussi, trois dimensions sont à prendre en compte dans la transformation des banques aux États-Unis. Premièrement, l'environnement des banques est devenu hyperconcurrentiel. Deuxièmement, un mouvement de concentration sans précédent a vu le jour au début des années quatre-vingt, mouvement toujours en cours aujourd'hui. Enfin, l'activité des banques américaines s'est déspecialisée et rapprochée de la finance de marché, notamment par la hausse des opérations dites « hors bilan ».

1- La concurrence, moteur de la transformation des banques américaines

Les banques américaines ont dû, dès la fin des années soixante dix, faire face à une concurrence de plus en plus importante. Cette concurrence a eu deux effets importants.

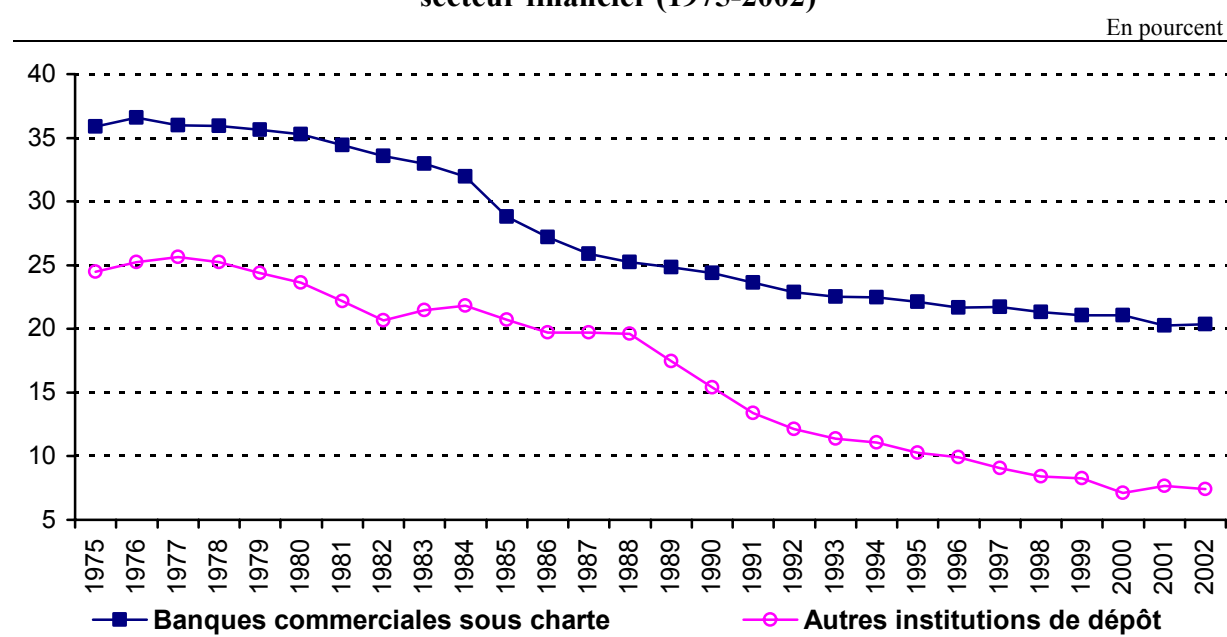
⁹⁴ Pierre N. Giraud, *Op. cit.*, 2001, p.186.

⁹⁵ Allen N. Berger, Anil K. Kashyap, Joseph M. Scalise, « The Transformation of the U.S. Banking Industry: What a Long, Strange Trip It's Been », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1995, p. 57.

⁹⁶ Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, p. 113.

Premièrement, même si l'encours des crédits accordés par les banques américaines a augmenté, passant, entre 1975 et 2002, de 770 à 5600 milliards de dollars pour les banques commerciales et de 500 à 1820 milliards de dollars pour les autres institutions de dépôts (les *Thrifts* en anglais), sa part dans l'encours total des prêts du secteur financier n'a cessé de décroître (Graphique 1.2). Cette baisse a même été très spectaculaire, puisqu'en 1975, les banques américaines accordaient encore un peu plus de 60 % du total des crédits du secteur financier, alors qu'en 2002, elles n'en octroyaient plus que 28 %.

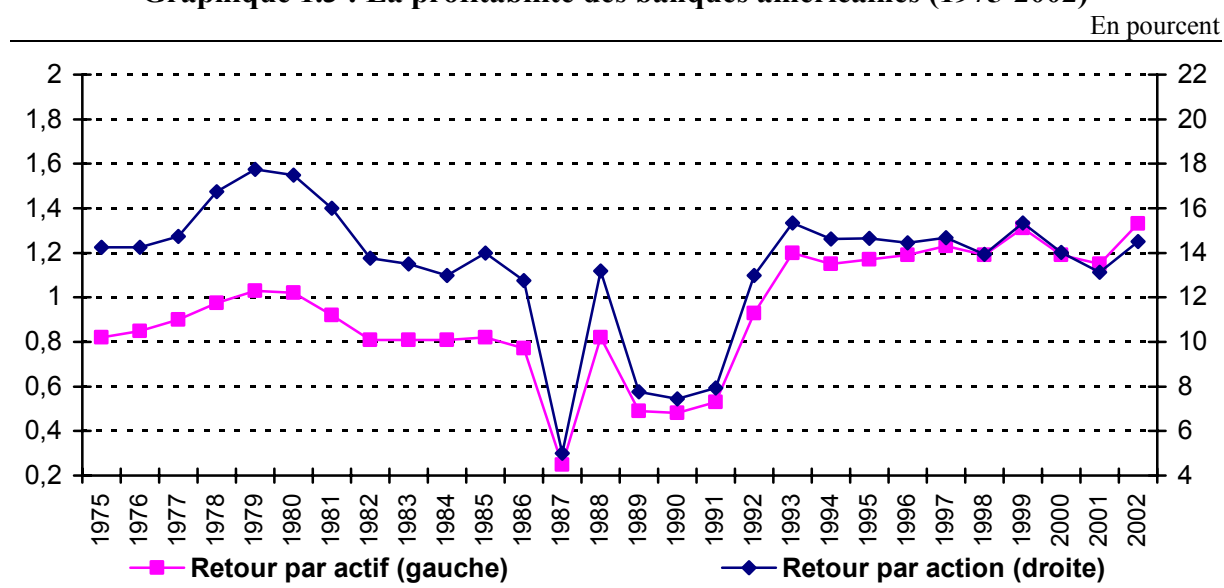
Graphique 1.2: Part des crédits des banques américaines dans le total des crédits du secteur financier (1975-2002)



Sources : BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1995-2002*, June 5, 2003, p. 50; BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1985-1994*, June 5, 2003, p. 50; BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1975-1984*, June 5, 2003, p. 50.

Deuxièmement, la rentabilité des banques américaines a été mise à mal (Graphique 1.3). En effet, on remarque que le niveau moyen de rentabilité se dégrade fortement à partir de 1986. Alors qu'en moyenne il était de 0.9 % pour le retour par actif et de 15 % pour le retour par action depuis 1975, il atteint le plancher de 0.22 % pour le premier et 5 % pour le second en 1987⁹⁷ et, malgré un sursaut en 1988, reste faible jusqu'en 1991.

⁹⁷ Un facteur important dans la chute exceptionnelle de la rentabilité des banques en 1987 est la décision de Citicorp du 19 mai 1987 d'augmenter drastiquement ses réserves d'un seul coup (de 3 milliards de dollars). Or,

Graphique 1.3 : La rentabilité des banques américaines (1975-2002)

Source: FDIC, *Quarterly Banking Profile*. Disponibles le 22/07/2003 à l'adresse suivante: <http://www.fdic.gov/>.

De nombreuses banques ont d'ailleurs fait faillite à cette époque⁹⁸. À partir de cette date, les banques américaines ont restauré leur niveau de rentabilité d'avant 1985 pour le retour par action et l'ont même augmenté pour le retour par actif. Cette restauration cache cependant une très forte dégradation de la rentabilité des activités bancaires traditionnelles qui demeure fortement négative durant les années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix⁹⁹.

Concrètement, les banques américaines ont dû faire face à deux types de concurrence. D'abord, du côté de l'actif, des banques commerciales étrangères ont pris des parts de marché durant les années quatre-vingt, notamment les banques japonaises. Ces banques ont

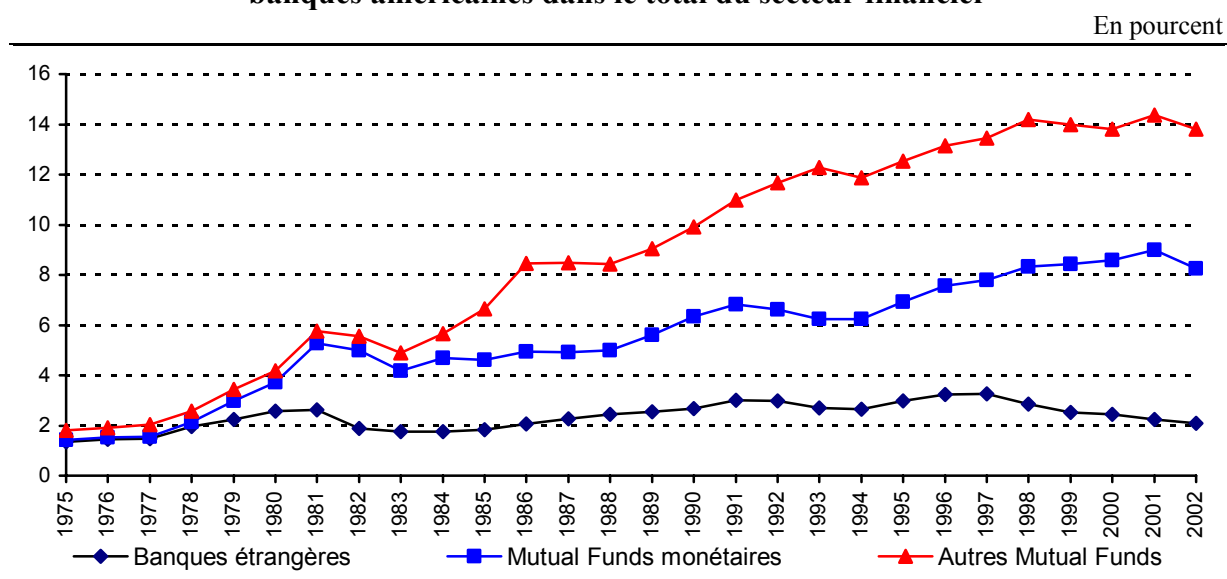
quand une banque augmente ses réserves et ses provisions, elle fait diminuer d'autant le résultat comptable. Toutes les grandes banques américaines prirent la même décision dans les semaines qui suivirent, ce qui dégrada très fortement la rentabilité de tout le secteur. Voir à ce propos : François Leroux, *Marchés internationaux de capitaux*, Sainte Foy et Paris, Presse de l'Université du Québec et Editions ESKA, 2^e édition, 1994, p. 186.

⁹⁸ À partir de 1982, le nombre de faillites bancaires passe de moins de 30 par an à près de 200 entre 1987 et 1990. Voir à ce propos : OCDE, *Études économiques de l'OCDE- États-Unis, 1990-1991*, OCDE, novembre 1991, p. 56 ; Allen N. Berger, Anil K. Kashyap, Joseph M. Scalise, *loc. cit.*, p. 82.

⁹⁹ Voir à ce propos: Franklin R. Edwards, Frederic S. Mishkin, « The Decline of Traditional Banking : Implications for Financial Stability and Regulatory Policy », *Economic Policy Review*, FRBNY, 1, 2, July 1995, p.30. Entre 1985 et 1993, le retour par action et le retour par actif des activités bancaires portant intérêt sont systématiquement négatifs et même inférieurs respectivement à - 4 % et - 0,3 %. Durant cette même période, la taille des banques en faillite a elle aussi fortement augmenté.

principalement fait concurrence aux banques américaines dans leur métier traditionnel d'intermédiation bancaire, notamment aux très gros emprunteurs¹⁰⁰. Cette concurrence interne a été très importante durant les années quatre-vingt, mais s'est réduite à partir de 1996. Le graphique 1.4 montre que les banques étrangères ont principalement augmenté leur part dans l'encours des prêts du secteur financier entre 1983 et 1991, passant de 1,5 % à 2 %. Durant cette période, leur part dans les nouveaux emprunts est même passée de 1 % à 10 %.

Graphique 1.4 : Part cumulée de l'encours des prêts des principaux concurrents des banques américaines dans le total du secteur financier



Sources: BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1995-2002*, June 5, 2003, p. 1; BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1985-1994*, June 5, 2003, p. 1; BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1975-1984*, June 5, 2003, p. 1.

Mais les concurrents les plus marquants semblent être les *Mutual Funds*, notamment ceux spécialisés dans le marché monétaire. A partir de la fin des années soixante-dix, leurs prêts prennent une part non négligeable de l'ensemble des prêts du secteur financier (12 % actuellement au total). Ils utilisent les marchés des papiers commerciaux et les nouveaux produits financiers. Ces prêts servent principalement aux besoins de financement de court terme. C'est donc bien plus à une concurrence externe que les banques américaines ont dû faire face cette fois-ci avec de nouveaux entrants sur le marché nettement plus dangereux pour elles.

¹⁰⁰ A ce propos, voir: George Budzeika, « Determinants of the Growth of Foreign Banking Assets in the United States », FRBNY, *Research Paper*, 9112, May 1991; Robert Grosse, Lawrence G. Goldberg, « Foreign Bank Activity in the United States: An Analysis by Country of Origin », *Journal of Banking and Finance*, 15, 6, December 1991, pp. 1093-1112.

Cependant, cette concurrence n'a pas été uniquement du côté de l'actif, mais aussi du passif. Les *Mutual Funds* ont en effet très vite collecté des fonds dans la mesure où les rémunérations qu'ils proposent sont plus élevées pour un même niveau de risque. Alors qu'en 1975 l'encours des actifs des *Mutual Funds* monétaires était de 3,7 milliards et celui des autres *Mutual Funds* était de 43 milliards de dollars, leurs encours étaient respectivement en 2002 de 2224 et 3639 milliards de dollars. Celui des dépôts bancaires à vue et en devise est par contre passé pour la même période de 330 milliards à 1650 milliards de dollars¹⁰¹.

Ainsi, on peut dire que la concurrence pour les banques américaines est devenue très importante et, ce, des deux côtés du bilan, même si elle semble plus importante du côté du passif. De ce fait, les banques ont dû réagir, de gré ou de force, et ont engagé un mouvement de concentration sans précédent.

2- Un mouvement de concentration bancaire sans précédent

La deuxième caractéristique de la transformation de la structure et de l'activité des banques américaines réside dans le formidable mouvement de concentration débuté dans les années quatre-vingt. Déjà analysée dès ses débuts par Lovett, cette « révolution »¹⁰² bancaire a produit ce que Berger, Kashyap et Scalise appellent une « banque à l'échelle nationale », c'est-à-dire une structure bancaire où les banques exercent leur activité sur l'ensemble du territoire des États-Unis, de la côte Est à la côte Ouest¹⁰³, alors que traditionnellement leur activité est fortement concentrée dans quelques États.

Trois éléments nous permettent de voir que l'industrie bancaire américaine s'est fortement concentrée (Tableau 1.3). Premièrement, le nombre de banques commerciales a chuté de près de la moitié depuis 1980 et celui des autres institutions de dépôt de près des deux tiers depuis 1985. Mais cette baisse s'accompagne d'une augmentation du nombre de

¹⁰¹ Les dépôts bancaires étaient donc 100 fois plus importants que les dépôts dans les *Mutual Funds* monétaires en 1975 et 8 fois plus important que les dépôts dans les autres *Mutual Funds*. En 2002, ces mêmes dépôts bancaires sont respectivement 1,3 fois et 2,2 fois moins importants que ceux des *Mutual Funds*. BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings*, 1995-2002, June 5, 2003, p. 52; BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings*, 1985-1994, June 5, 2003, p. 52; BGFRS, *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings*, 1975-1984, June 5, 2003, p. 52.

¹⁰² William A. Lovett, « The Revolution in U.S. Banking », *Challenge*, 27, 5, November/December 1984, pp. 41-46.

¹⁰³ Allen N. Berger, Anil K. Kashyap, Joseph M. Scalise, *loc. cit.*, p. 57.

guichets de banque de 30 % depuis 1980, avec plus de 72000 bureaux aujourd'hui contre moins de 53000 en 1980. Deuxièmement, le nombre et la taille des fusions bancaires ont fortement augmenté, notamment depuis 1985. Entre 1980 et 1998, plus de 8000 fusions bancaires ont eu lieu, représentant un montant d'actifs de près de 2400 milliards de dollars¹⁰⁴.

Tableau 1.3 : Les indices de la concentration bancaire américaine

	1980	1985	1990	1995	2000	2003*
<i>La baisse du nombre de banques</i>						
Nombre de banques commerciales	14434 (2)	14417 (2)	12342 (1)	9940 (1)	8315 (1)	7864 (1)
Nombre d'autres institutions de dépôt	-	3626 (2)	2815 (1)	2030 (1)	1590 (1)	1450 (1)
<i>L'explosion des fusions bancaires</i>						
Nombre de fusions bancaires	190 (3)	475 (3)	389 (1)	606 (1)	453 (1)	297 (1, 4)
Actif total des fusions (milliards de \$) ⁽³⁾	10,1	67	43	181	629 (5)	-
Actif moyen de la banque acquise (millions de \$) ⁽³⁾	54	141	119	525	1216 (5)	-
Nombre de méga fusions (actif total > 1 milliard de \$) ⁽³⁾	0	12	6	14	34 (5)	-
<i>La hausse de la concentration des actifs</i>						
Nombre de méga banques (actif supérieur à 100 milliards de \$)	4 (7)	15 (7)	23 (7)	45 (7, 8)	9 (9)	9 (9)
Pourcentage du top 10 dans l'actif bancaire total	18,6 (3)	17 (3)	20 (3)	25,6 (3)	36,7 (6)	40 (6)
Pourcentage du top 25 dans l'actif bancaire total	29,1 (3)	28,5 (3)	34,9 (3)	43 (3)	51,2 (3, 5)	-
Pourcentage du top 100 dans l'actif bancaire total	46,8 (3)	52,6 (3)	61,4 (3)	66,9 (3)	73 (6)	75 (6)

* Chiffres disponibles en juillet 2003.

(1) FDIC, *Quarterly Banking Profile*, 2003. Disponible le 24 juillet 2003 sur : <<http://www.fdic.gov/bank/statistical/stats/index.html>> ; (2) U.S Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*, 2001, tableau n°1173, p. 728. Disponible le 24/07/2003 sur : <<http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html>>. (3) Stephen A. Rhoades, « Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980-1998 », BGFRS, *Staff Study*, n°174, August 2000. (4) Au 31 décembre 2002. Au 31 mars 2003, le nombre est de 50. (5) Année 1998. (6) Mark Carlson, Roberto Perli, « Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2002 », *Federal Reserve Bulletin*, 90, June 2003, pp. 243-270. (7) Allen N. Berger, Anil K. Kashyap, Joseph M. Scalise, *Op. cit.*, Tableau A1, pp. 132-133. (8) Chiffre de 1994. (9) Source : BGFRS.

Le pic du nombre de fusions se situe entre 1995 et 1998, puisque la moitié d'entre elles ont eu lieu à cette période. Mais bien plus que le nombre, le fait que les montants global et moyen des actifs en jeu augmentent montre que la concentration bancaire s'est accélérée à partir de 1995 à tel point qu'en 1998, le montant moyen des actifs de la banque cible était de

¹⁰⁴ Stephen A. Rhoades, « Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980-1998 », BGFRS, *Staff Study*, n°174, August 2000, p. 1.

plus d'un milliard de dollars contre seulement 54 millions de dollars 18 ans plus tôt. Le nombre des fusions annuelles de plus d'un milliard de dollars est d'ailleurs passé de 0 à 34 durant la période. Enfin, la concentration des actifs a été très forte, avec notamment une multiplication par deux de la part des actifs bancaires détenus par les dix premières banques du pays, ce qui est en partie à mettre en corrélation avec la chute du nombre de méga banques à partir de 1995, les fusions étant de bien plus grande taille et mettant en jeu désormais des holdings bancaires¹⁰⁵.

Toujours est-il qu'actuellement, les 25 premières banques détiennent plus de 51 % des actifs bancaires et les 100 premières plus de 75 %, ce qui montre le degré de concentration obtenu en deux décennies. Ainsi, comme le dit Leonard Seabrooke, « *les fusions n'ont pas reflété le déclin de la finance américaine; elles ont représenté un changement dans la composition de la place financière américaine. Très simplement, les grande banques devenaient encore plus grandes à mesure qu'elle engloutissaient de plus petites* »¹⁰⁶.

Or, les très grandes banques ont tendance à effectuer plus d'opérations liées à la finance de marché. Il n'est dès lors pas étonnant que les banques aient globalement fortement augmenté cette activité non traditionnelle.

3 – La transformation progressive du métier des banques : hybridation et « hors bilan »

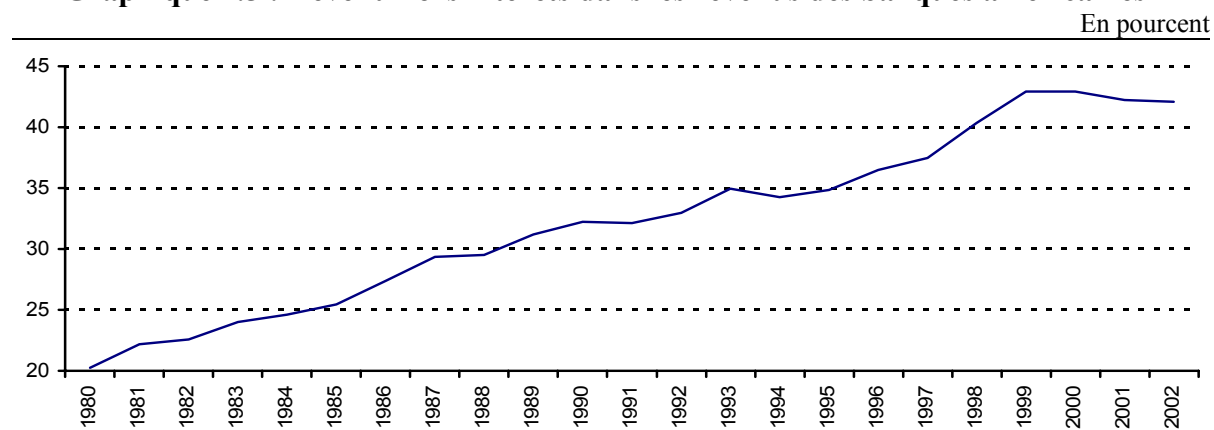
A partir des années quatre-vingt et surtout durant les années quatre-vingt-dix, les plus grandes banques ont progressivement orienté une partie importante de leur activité dans des opérations liées à la finance de marché. En particulier, elles ont cherché à utiliser les nombreuses innovations financières dans le but d'économiser des réserves et ainsi d'augmenter l'encours des crédits sans augmenter leur besoin de refinancement. Elles ont eu des activités d'*asset management* ou de *liability management*, c'est-à-dire, pour le premier, de

¹⁰⁵ La concentration bancaire a eu aussi un autre effet. Les chiffres montrent que la polarisation géographique bancaire importante en faveur de la région New Yorkaise n'a pas augmenté, avec 21 % du total des actifs des banques en 1993 comme en 2000. Par contre, au deuxième rang, la Californie, qui avait près de 9 % du total des actifs des banques commerciales en 1993, chute à moins de 5,2 % en 2000, alors que la Caroline du Nord, qui avait seulement 2,8 % des actifs bancaires en 1993 passe à 15,7% en 2000. D'une manière générale, ce mouvement montre une tendance soutenue à l'augmentation de la part des États du Sud de la côte Est dans le total des actifs des banques au détriment de la côte Ouest, alors que celle du Nord Est demeure stable. U.S Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*, 2001, tableau 1181, p. 731 ; U.S Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*, 1995, tableau 797, p. 520.

¹⁰⁶ Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, p. 152.

modification de la structure de l'actif pour accroître la capacité d'offre de crédit, notamment en titrisant les créances, et, pour le second, d'utilisation de techniques qui permettent de contourner les contraintes limitant le développement du crédit bancaire par la modification de la structure de leur passif.

Graphique 1.5 : Revenu hors intérêts dans les revenus des banques américaines



Source : FDIC, *Historical Statistics on Banking*, Vol. 1, Table CB04, June 2002, p. 10;
Pour 2002: FDIC, *Statistics on Banking*.

Les chiffres montrent ainsi que les revenus hors intérêts ont fortement augmenté à partir des années quatre-vingt. La part de ces revenus dans le revenu total des banques a ainsi plus que doublé entre 1980 et aujourd'hui, passant de 20 % à 43 % (Graphique 1.5). Les facteurs d'augmentation de l'activité financière traditionnellement non bancaire de la part des banques américaines sont multiples, mais deux sont particulièrement intéressants. Le premier concerne la question du transfert des risques par le processus d'hybridation, et le second celui de la restauration de la rentabilité bancaire.

Ces activités, rendues possibles grâce à la multiplication des innovations financières, et d'une manière générale à la diffusion de l'utilisation des techniques de l'ingénierie financière, ont d'une part permis aux banques de transférer plus facilement les risques qu'elles encouraient à d'autres intermédiaires financiers. En effet, dans leur métier traditionnel d'intermédiaire, elles pouvaient certes bénéficier d'une information de très bonne qualité grâce aux relations de confiance qu'elles entretenaient avec leur clientèle, leur permettant de transformer les risques encourus. Mais cet avantage était aussi un handicap important, dans la mesure où cette information n'était pas observable par d'autres établissements bancaires ou financiers. Autrement dit, les banques ne pouvaient pas céder leurs risques à des tiers, et en

particulier elles se devaient de tenir ces prêts jusqu'à leur échéance. L'avantage de l'utilisation des techniques de l'ingénierie financière est alors important, puisqu'il permet non seulement de mieux décomposer les risques encourus, mais surtout de les transférer à d'autres, ce qui génère des revenus non négligeables en même temps que cela réduit les pertes potentielles.

D'autre part, les grandes banques américaines avaient un énorme besoin de restaurer leur rentabilité, mise à mal dans les années quatre-vingt, comme nous l'avons vu plus haut. En particulier, elles étaient très impliquées au début des années quatre-vingt dans le financement des pays en développement¹⁰⁷. Or, du fait de la crise de la dette, celles-ci ont été conduites à expérimenter la titrisation de cette dette, notamment avec le plan Brady de 1989.

Cette attitude a permis le développement extrêmement rapide des activités « hors bilan » qui constituent l'essentiel des activités financières hors crédit des banques : « *les grandes banques, en particulier, ont réagi agressivement pour devenir des opérateurs mondiaux de produits hors bilan ou de dérivés, comme les swaps. Leur motivation, clairement, était de remplacer une part de leurs revenus "bancaires" perdus par les rendements attractifs qui pouvaient être gagnés sur les marchés dérivés* »¹⁰⁸.

La mesure de l'ampleur des activités hors bilan des grandes banques américaines est délicate, mais plusieurs études montrent que cette activité a connu une croissance exponentielle depuis le début des années quatre-vingt. Berger, Kashyap et Scalise montrent que le notionnel des dérivés rapporté à l'actif total bancaire passe du facteur 0,82 en 1984 au facteur 11,5 en 1994¹⁰⁹. D'autres études du *General Accounting Office* (GAO) montrent que ce même notionnel pour les 7 plus grandes banques américaines passe de 5350 milliards de

¹⁰⁷ En 1982, l'encours des crédits accordés aux cinq grands pays d'Amérique Latine (Argentine, Brésil, Mexique, Venezuela et Chili) par les plus grandes banques américaines était compris entre 83 % et 263 % de leur capital. Or les banques américaines étaient les plus impliquées dans les prêts à l'Amérique Latine. Voir : François Leroux, *Op. cit.*, p.182. En 1982, les prêts internationaux des dix plus grandes banques américaines représentaient plus de 60 % de leur revenu net bancaire. Voir : Benjamin J. Cohen, *In Whose Interest ?*, New Haven et Londres, Yale University Press, 1986, p. 31. Kapstein rapporte aussi que la part de l'Amérique Latine dans les revenus de la Citicorp était déjà de 27% en 1977, devant l'Europe avec 25% et les États-Unis avec 18%. Voir: Ethan B. Kapstein, *Op. cit.*, 1994, p. 75.

¹⁰⁸ Franklin R. Edwards, Frederic S. Mishkin, *loc. cit.*, p.35. Le hors bilan regroupe toutes les activités ne relevant pas à proprement parler du financement, comme par exemple les activités d'échange et de négoce de produits dérivés.

¹⁰⁹ Allen N. Berger, Anil K. Kashyap, Joseph M. Scalise, *loc. cit.*, Tableau A3, pp. 144-145.

dollars en 1990 à 15 809 milliards en 1995, ce qui fait d'elles, et de très loin, les premiers opérateurs américains sur ces marchés¹¹⁰. En utilisant les mêmes calculs que cette étude, on obtient pour 2000 et 2002 un montant de notionnel des contrats dérivés pour les sept plus grandes banques américaines de 29 362 et de 52 889 milliards de dollars¹¹¹. Le tableau 1.4 montre aussi que cette activité est très fortement concentrée et que trois banques se partagent à elles seules 90 % du notionnel des contrats dérivés fin 2002 des sept plus grandes banques.

Tableau 1.4 : Notionnel des contrats dérivés des sept premières banques américaines fin 2002

	Milliards de dollars	
	Contrats	Actif total
JP Morgan Chase Bank	28063	621,7
Bank of America, National Association	12369	574,4
Citibank, N.A.	8261	514,8
Wachovia Bank, National Association	2027	323,7
Bank One, National Association	1078	226,3
Wells Fargo Bank, National Association	665	196,7
Fleet National Bank	426	192,1

Sources: NIC, *Consolidated Reports of Condition and Income*, Federal Reserve System, 2003, p. 25, lignes 13 et 14. Disponibles le 26 juillet 2003 à l'adresse: <<http://132.200.33.161/nicSearch/nicHome.html>>.

Ainsi, l'activité et la structure bancaires aux États-Unis se sont donc profondément transformées au cours des vingt-cinq dernières années. La concurrence bancaire est désormais plus forte, mais les banques se sont concentrées et se sont adaptées à la finance de marché, en devenant même des opérateurs majeurs sur les marchés dérivés à partir des années quatre-vingt-dix. Elles sont ainsi redevenues très rentables et ne sont plus en concurrence avec les banques étrangères. Seuls les *mutual funds* leur opposent une concurrence réelle au niveau des dépôts.

*
* *

Le développement de la finance de marché aux États-Unis est passé à la fois par l'augmentation des innovations financières, par l'arrivée de nouveaux acteurs et par la transformation des banques. La conjonction de ces phénomènes a ainsi permis un accès au

¹¹⁰ U.S. General Accounting Office, *Financial Derivatives*, Report to Congressional Committees, GAO/GGD/AIMD-97-8, November 1996, p.27.

¹¹¹ Ces chiffres proviennent de calculs personnels effectués à partir des *Reports on Condition and Income (Call Reports)* des banques. Voir le site du *National Information Center* (NIC) : <<http://www.ffiec.gov/nic/default.htm>>.

crédit beaucoup plus important pour les agents économiques, notamment en leur permettant une diversification des sources de financement. Mais, bien plus que ce changement dans l'accès au crédit, c'est toute la logique du système de financement de l'économie américaine qui a été remise en cause.

Ce changement d'attitude face au système financier traduit en fait un changement d'attitude radical de la part de l'État américain. Celui-ci a cherché, par ses politiques, à approfondir l'importance de la finance de marché aux États-Unis. Cet activisme, permanent à partir de la moitié des années soixante-dix, a permis l'encastrement de la « haute finance » dans la société américaine.

Section 2 – L'État au cœur de la financiarisation de l'économie américaine

Très souvent, la financiarisation de l'économie américaine par l'augmentation de l'importance de la finance de marché est présentée comme quelque chose d'inévitable et d'irréversible. L'analyse se place alors dans le même registre que certaines analyses déterministes de la mondialisation¹¹² et insiste sur l'importance de chocs externes, notamment technologiques, pour expliquer le comportement des acteurs économiques et de l'État. Comme le dit alors Sobel, cette explication « *postule le changement comme une réponse aux conditions systémiques* »¹¹³. Le corollaire de cette ontologie « *outside-in* »¹¹⁴ est que l'État n'a eu dès lors pour seule solution que l'adaptation et la réaction aux changements systémiques de l'économie et qu'il n'est donc en aucun cas à l'origine de la financiarisation¹¹⁵.

Nous ne partageons pas entièrement ce point de vue, encore moins lorsqu'il s'agit du cas des États-Unis. Dans le domaine de la finance, pour le cas des États-Unis, l'hypothèse de l'État réactif¹¹⁶ ne tient que pour quelques mesures, surtout dans le cas de la réglementation bancaire dans les années quatre-vingt. Certes, l'impression donnée est celle de mesures prises à la va-vite par les autorités fédérales, mais, comme le rappelle Seabrooke, « [...] *en même temps les réponses de court terme n'ont pas empêché les politiques anticipant le long terme* [...] »¹¹⁷. Par contre, l'hypothèse d'un État « proactif », c'est-à-dire ayant une politique allant dans le sens d'une toujours plus grande financiarisation, semble plus appropriée, que ce soit en ayant une stratégie prédéfinie de long terme, comme pour la réglementation des marchés

¹¹² Sur la question de l'irréversibilité dans les explications de la mondialisation, voir : Jacky Fayolle, « Variations sur la globalisation », *Revue de l'IREs*, 40, 2002/3, 2002. Disponible à l'adresse : <<http://www.ires-fr.org/files/publicat/revue/r40/r40fayolle.pdf>>.

¹¹³ Andrew C. Sobel, *Domestic Choices, International Markets*, Ann Arbor, The University of Michigan Press, 1994, p. 14.

¹¹⁴ Sobel définit cette ontologie comme celle où « [...] *le stimulus primaire motivant le changement provient de l'extérieur de l'économie nationale, mais provoque des changements qui ont un impact sur l'économie nationale* ». Ibid., p. 15.

¹¹⁵ Pour une analyse de la sorte, voir : Thomas F. Cargill, « U.S. Financial Policy in the Post-Bretton Woods Period », in : Kevin Dowd, Richard H. Timberlake (Eds), *Money and the Nation State*, New Brunswick et Londres, Transaction Publishers, 1998, pp. 193-211.

¹¹⁶ Ibid., p. 194.

¹¹⁷ Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, 2001, p. 16.

d'actifs, ou plutôt de court terme, comme pour le cas de la réglementation bancaire¹¹⁸. L'État a en effet depuis le milieu des années soixante systématiquement eu comme préférence l'augmentation de l'importance de la finance de marché dans l'économie, notamment en favorisant la concurrence et les innovations financières.

Cette préférence s'est manifestée principalement par une modification substantielle de la réglementation du secteur bancaire et financier, que d'aucuns appellent la déréglementation¹¹⁹, mais que nous baptiserons « reréglementation concurrentielle ». La financiarisation de l'économie américaine est ainsi le fruit d'un activisme sans faille de l'État (A) qui a eu pour conséquence une socialisation de la finance de marché (B).

A – L'activisme reréglementaire de l'État américain

La modification de la réglementation du secteur financier aux États-Unis s'apparente bien plus à une « reréglementation » qu'à une déréglementation. En effet, le secteur financier est l'un des secteurs d'activité économique le plus réglementé et le plus surveillé par les autorités publiques. Parler de déréglementation laisse à penser que cette intensité réglementaire diminue alors que, bien au contraire, elle ne cesse d'augmenter. Moran considère même, dès 1975, que le système financier américain est de plus en plus codifié, institutionnalisé et juridicisé¹²⁰.

¹¹⁸ William D. Coleman, *Financial Services, Globalization and Domestic Policy Change*, Houndmills et Londres, Macmillan Press Ltd, 1996, pp. 161-171. Coleman considère qu'en matière de réglementation des marchés d'actifs, l'État a, à travers la SEC, la possibilité d'avoir une action cohérente et anticipée. Par contre, il pense, que ceci n'est pas le cas pour la réglementation bancaire, puisqu'il parle d'une réforme bancaire « *crisis-oriented* ». Selon cet auteur, le nombre trop élevé d'agences de régulation financière, associé à leur manque de coordination due à une logique de concurrence entre elles, a provoqué des problèmes. Aussi, selon lui, la simplification de la coordination entre ces agences demeure le moyen le plus efficace pour les États-Unis de restaurer leur compétitivité dans la finance.

¹¹⁹ « Cela signifie l'allègement ou l'abolition de règles gouvernementales dans une partie de l'activité économique dans le but de permettre aux marchés de fonctionner plus librement, comme dans la théorie classique du capital et de l'économie ». Philip G. Cerny, « The Limits of Deregulation: Transnational Interpenetration and Policy Change », *European Journal of Political Research*, **19**, 2/3, March/April 1991, p. 173. Coleman préfère, quant à lui, parler de « déségmentation », mais l'idée reste la même. William D. Coleman, *Op. cit.*

¹²⁰ Michael Moran, *Op. cit.*, p. 40.

Aussi, deux dimensions de l'activisme de l'État américain doivent être prises en compte : d'une part, le déroulement de cette politique de reréglementation et, d'autre part, les objectifs de l'État.

1- La politique de reréglementation concurrentielle

Les États-Unis ont eu durant près d'un siècle une réglementation bancaire et financière¹²¹ laissant peu de place à la formation d'une banque universelle (*Universal Banking*) comme en Europe, mais étant favorable à la séparation des activités bancaires (*Narrow Banking*). Les lois bancaires de la fin du XIX^{ème} siècle, mais surtout la loi bancaire de 1933, appelée *Glass-Steagall Act*, ont cherché à éviter une trop forte concentration et à séparer et cloisonner le plus possible les activités financières. Erigée en Bible de la réglementation bancaire et financière, cette loi a pendant près d'un demi siècle¹²² régenté le secteur financier américain dans le but d'éviter le retour des facteurs ayant causé la Grande Dépression et a même, pour certains, favorisé une véritable « balkanisation » du système financier américain¹²³. Mais, à partir des années soixante et surtout dans les années soixante-dix et quatre-vingt, l'État va progressivement, de manière incrémentale, modifier la réglementation dans un sens nettement plus libéral. A la fin des années quatre-vingt-dix, la reréglementation est achevée, seules quelques restrictions sectorielles demeurent intactes, mais sans être significatives.

On évoque souvent trois facteurs de la reréglementation, le facteur technique, le facteur économique et le facteur légal (a) et trois domaines particuliers de reréglementation, le géographique, le sectoriel et l'international (b).

a – Les facteurs de la reréglementation concurrentielle

Le progrès technique et la conjoncture économique ont été des facteurs importants permettant à l'État fédéral de promouvoir la finance de marché aux États-Unis. L'analyse économique standard, se basant sur une perception de l'économie faite d'équilibres et de

¹²¹ Voir l'annexe 1, p. 370.

¹²² Elle a été complétée en 1956 par le *Bank Holding Company Act*. Voir l'annexe 1, p. 370.

¹²³ Randall S. Kroszner, « The Economics and Politics of Financial Modernization », *Economic Policy Review*, FRBNY, 6, 4, October, 2000, pp. 25-37.

chocs exogènes, considère souvent que ces facteurs sont les raisons de la financiarisation, alors que l'État a plutôt utilisé ces changements pour impulser sa politique à travers des décisions de nature légale. Ceci ne doit cependant pas nous faire oublier que ces changements ont bel et bien eu un impact indirect sur la financiarisation.

En premier lieu, le progrès technique, entendu au sens large du terme, c'est-à-dire y compris les progrès dans les techniques de gestion, a fait augmenter, du côté des dépôts, l'élasticité de l'offre de fonds. Les distinctions géographiques dues aux monopoles bancaires locaux ont progressivement disparu *de facto*, notamment grâce au développement des guichets automatiques¹²⁴. De même, du côté des prêts, l'amélioration des connaissances et des techniques d'évaluation bancaires a érodé le lien traditionnellement fort entre le banquier local et l'emprunteur local, de sorte que les emprunteurs, par le biais de la titrisation, ont pu bénéficier de l'octroi de prêts standardisés.

En deuxième lieu, la conjoncture économique a eu un effet sur les comportements des acteurs. L'inflation des années soixante-dix a posé des problèmes aux banques, mais aussi aux autres institutions de dépôt (*Thriffs*), car la réglementation Q, issue du *Glass-Steagall Act* de 1933, plafonnait la rémunération des dépôts¹²⁵. Les demandes de modification de ce règlement ont donc beaucoup augmenté, d'autant que les investisseurs institutionnels n'étaient pas concernés par celui-ci. De même, la profonde crise des *Savings and Loans*, durant les années quatre-vingt, de par le coût social qu'elle a eu, a fait baisser les réticences à la diversification géographique des portefeuilles des institutions financières.

En troisième lieu, ces deux phénomènes ont eu un impact sur les conditions légales d'exercice de l'activité bancaire. Comme le dit alors Kroszner, « *la compétition entre groupes d'intérêts, filtrée par le cadre institutionnel gouvernemental de décision, joue un rôle clé dans*

¹²⁴ Le nombre d'ATM (*Automated Teller Machines*) a ainsi été multiplié par huit entre 1979 et 1994, passant de 13800 à 110000. Cf. Allen N. Berger, Anil K. Kashyap, Joseph M. Scalise, *loc. cit.*, Tableau 2, p. 69.

¹²⁵ Les *Thriffs* étaient jusqu'en 1966 exemptés de l'application de la réglementation Q, mais l'*Interest Rate Adjustment Act* de cette année là allait y remédier. Thomas Cargill considère que ceci a été une grave erreur politique dans la mesure où cela a rendu les acteurs du secteur bancaire (et plus seulement les banques commerciales) extrêmement tributaires de l'évolution des taux d'intérêts des bons du Trésor. Les déposants se sont ainsi détournés des *Thriffs* à partir des années soixante-dix. Thomas F. Cargill, *loc. cit.*, p.198.

la détermination du quand et du comment changer la réglementation »¹²⁶. Les professionnels de la finance, profitant d'une ambiguïté de la loi, n'ont en effet pas hésité à régler ces problèmes devant les tribunaux d'État puis fédéraux¹²⁷. Les décisions de ces cours ont à chaque fois favorisé le développement de la finance de marché par l'augmentation de la concurrence qu'elles impliquaient. Par exemple, dans les années quatre-vingt-dix, trois décisions de justice, dont deux de la Cour Suprême, permettent aux banques d'exercer des activités d'assurance (*Independent Insurance Agent of America vs. Ludwig* en 1993, *NationsBank vs. Valic* en 1995 et *Barnette Bank vs. Nelson* en 1996)¹²⁸.

Cependant, l'État a surtout agi en la matière par la voie législative, mais toujours en s'appuyant sur des modifications antérieures de la réglementation issues soit de décisions de justice, soit de décisions des superviseurs bancaires et financiers, notamment la Réserve Fédérale. Ces modifications législatives ont principalement concerné la réglementation géographique et sectorielle, mais ont aussi joué, de manière plus indirecte, sur l'activité internationale des banques notamment.

b - Les trois domaines de reréglementation

La reréglementation concurrentielle a pris trois directions et a surtout concerné le secteur bancaire, même si certaines autres décisions dans les années soixante-dix concernant les marchés d'actifs ont été stratégiques et fondamentales pour la suite des événements et ce, au niveau mondial. Cette politique s'inscrit dans une stratégie de long terme, dans la mesure où elle fait suite à toute une série de consultations et de recommandations faites par des agences de régulation, par le Congrès ou même par le Département du Trésor, notamment dans les années soixante-dix et quatre-vingt, qui toutes mettent en avant l'importance pour le

¹²⁶ Randall Kroszner, « The Economics and Politics of Financial Modernization », *Economic Policy Review*, FRBNY, 6, 4, October, 2000, p. 32.

¹²⁷ Le *Glass-Steagall Act* interdisait aux banques commerciales d'avoir des filiales « principalement engagées » dans des opérations de bourse et de courtage. Toutes les actions en justice ont porté sur l'interprétation de cette expression. Voir: Cara S. Lown & Alii, « The Changing Landscape of the Financial Services Industry: What Lies Ahead ? », *Economic Policy Review*, FRBNY, 6, 4, October 2000, pp. 39-55.

¹²⁸ Voir l'annexe 1, p. 370.

secteur financier américain d'une libéralisation et d'une augmentation de la concurrence¹²⁹. Plus particulièrement, la reréglementation a induit i) la levée progressive puis l'abolition des restrictions géographiques à l'activité bancaire, ii) la hausse de la concurrence entre les banques et les autres institutions financières, iii) l'incitation à l'activité internationale des banques américaines¹³⁰.

Premièrement, il est intéressant de noter que, depuis la fin du XIX^{ème} siècle, existait une réglementation bancaire favorable aux restrictions géographiques des banques. Le *National Banking Act* de 1864, repris et approfondi par le *McFadden Act* de 1927, limitaient très fortement la filialisation des banques et les activités bancaires entre États. De plus, les États avaient progressivement mis en place un système de législation dit de « *unit banking* » qui empêchait les banques de croître et de se diversifier à l'intérieur de chaque État. Les restrictions géographiques étaient donc inter- et intra-étatiques.

La conjonction de l'interaction entre les États fédérés et de la politique de l'État fédéral a progressivement, à partir des années soixante-dix, fait diminuer ces restrictions géographiques¹³¹, pour les faire totalement disparaître en 1994 avec le *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*¹³². Au niveau intra-étatique, les restrictions ont été relâchées surtout dans les années soixante-dix¹³³. Elles ont d'abord concerné l'existence de holdings bancaires, puis la possibilité de procéder à des fusions/acquisitions et, enfin, celle d'avoir une activité bancaire sur l'ensemble du territoire de chaque État. Au niveau inter-étatique, l'interaction double entre, d'une part, chaque État et, d'autre part, les États et le

¹²⁹ Entre autres, on notera le rapport de la Commission présidentielle sur la structure financière et la réglementation en 1971, celui de la Commission bancaire de la Chambre des représentants en 1975, celui du groupe d'action pour la réglementation des services financiers de 1984 ou encore celui du Département du Trésor de 1991.

¹³⁰ D'autres modifications réglementaires s'inscrivant dans ce processus de financiarisation ont eu lieu durant cette période, notamment au niveau des normes de la comptabilité privée. Celle-ci fait ainsi de plus en plus la part belle à la vision de l'actionnaire minoritaire, et plus généralement du créancier. Nous reviendrons sur cet aspect particulier au chapitre 4, lorsque nous chercherons à expliquer la recrudescence de l'instabilité financière.

¹³¹ Les écrits concernant la levée des restrictions géographiques sont relativement nombreux. Voir entre autres : Randall S. Kroszner, « The Motivations Behind Banking Reform », *Regulation*, **24**, 2, Summer 2001, pp. 36-41; Randall S. Kroszner, Philip E. Strahan, « What Drives Deregulation ? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions », *Quarterly Journal of Economics*, **114**, 4, November 1999, pp. 1437-1467; Susan McLaughlin, « The Impact of Interstate Banking and Branching Reform: Evidence from the States », FRBNY, *Current Issues in Economics and Finance*, **1**, 2, May 1995, pp. 1-6.

¹³² Voir les annexes 1 et 2, p. 370 et p. 375.

¹³³ L'annexe 2 dresse un panorama complet des dates de levée des restrictions pour chaque État fédéré.

niveau fédéral, a été importante. Le *Bank Holding Act* de 1956, par son amendement Douglas, n'autorisait le rachat par la banque d'un État d'une banque d'un autre État que si les autorités de ce dernier le permettaient. Le Maine fut le premier à l'autoriser, en 1975 seulement. Le *Garn St Germain Act* de 1982 a amplifié le mouvement en autorisant les holdings bancaires d'un État à racheter des banques ou *Thrifths* en faillite dans d'autres États. Ceux-ci ont alors multiplié les accords réciproques (38 entre 1984 et 1988)¹³⁴. Le point culminant a enfin été le *Riegle-Neal Act* de 1994 qui a éliminé toutes les restrictions des activités de filialisation inter-étatiques à l'horizon 1997.

Deuxièmement, la réglementation des secteurs bancaire et financier liée à la segmentation et au cloisonnement a été profondément remaniée et libéralisée. Au niveau intra-sectoriel, le « May Day » de 1975 constitue le point d'entrée dans la reréglementation des marchés d'actifs, dans la mesure où le NYSE, sous la pression de la SEC et du Congrès, a fait disparaître les commissions minimales fixes de courtage, ce qui a fait exploser la concurrence entre les courtiers¹³⁵. Cette décision a eu pour conséquence de faire augmenter la concurrence mondiale dans ce secteur, en raison de sa diffusion au-delà des frontières américaines du fait l'importance du NYSE au niveau mondial¹³⁶. En 1980, était voté le *Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act* qui, entre autres, faisait baisser progressivement les commissions sur taux d'intérêt.

Mais c'est la mise en concurrence des banques avec les courtiers, dans leur domaine, qui constitue la véritable politique reréglementaire¹³⁷. Le *Glass-Steagall Act*, notamment dans sa section 20, interdisait aux banques commerciales d'avoir des activités de garantie (*underwriting*). La Réserve Fédérale a, contre toute attente, autorisé ces activités en 1987 à Bankers Trust, J.P. Morgan et Citicorp pour leurs filiales au niveau de 5 % du revenu de celles-ci. Cette décision, suivie en 1989 d'une extension des titres concernés (18 janvier) et du niveau d'implication à 10 % du revenu (13 septembre), allait véritablement faire entrer en

¹³⁴ Voir à ce propos: Andrew Skalaban, « Policy Cooperation Among the States: The Case of Interstate Banking Reform », *American Journal of Political Science*, 37, 2, may 1993, pp. 415-428.

¹³⁵ Michael Moran, *Op. cit.*, pp. 40-46; William D. Coleman, *Op. cit.*, pp. 167-169.

¹³⁶ « Ce changement fut révolutionnaire: il entraîna une concurrence par les prix dans les plus grands marchés financiers mondiaux, établissant une série de changements à Wall Street qui se sont répercutés dans le monde entier ». William D. Coleman, *Op. cit.*, p.167.

grand les grandes banques américaines dans le négoce de titres sur les marchés d'actifs. En 1996, ce « lifting incrémental »¹³⁸ se prolongeait, alors que la Réserve Fédérale augmentait encore le seuil à 25 % du revenu et qu'en 1997, elle éliminait de nombreuses restrictions réglementaires entre les filiales bancaires et non bancaires des holdings bancaires. Cette série de décisions a tout simplement permis la concentration bancaire sans précédent décrite plus haut, notamment par la logique de méga fusions¹³⁹.

Le législateur, quant à lui, a eu un peu plus de mal à parvenir à ses fins puisqu'une loi bancaire devant abroger le *Glass-Steagall Act* devait voir le jour en 1995, mais n'a pas obtenu la majorité au Congrès. Cependant, quatre ans plus tard, en 1999, était voté le *Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act*¹⁴⁰ qui a aboli le *Glass-Steagall Act* et annulé l'amendement Douglas du *Bank Holding Company Act* de 1956. La libéralisation de la finance est désormais complète, même si certaines limitations demeurent.

Troisièmement, la reréglementation a touché l'activité internationale des banques, dès 1963. Cette année là, l'État fédéral mit en place l'*Interest Equalization Tax* dans le but de réduire les sorties de capitaux, notamment en taxant de 15 % les intérêts des emprunts des non-résidents dans une banque américaine¹⁴¹. On pourrait croire que cette décision a réduit l'envergure internationale des banques américaines. Mais, bien au contraire, la loi excluait les prêts des filiales étrangères, ce qui incita au développement de l'activité des banques américaines sur le marché des eurodollars à Londres. De nombreuses autres dispositions ont été prises progressivement comme, par exemple, en 1980, la mise en place des Facilités Bancaires Internationales par le vote de l'*International Banking Act*, dont le but était cette fois de rapatrier ce marché sur le sol américain.

La politique de reréglementation concurrentielle a ainsi eu l'effet escompté : « *Au bout du compte, le système bancaire [américain] est maintenant plus compétitif et plus concentré*

¹³⁷ Voir l'annexe 1, p. 370.

¹³⁸ Cara S. Lown & Alii, *loc. cit.*, p. 41.

¹³⁹ On pense notamment à la plus importante d'entre-elles entre Citibank et Travellers en 1998.

¹⁴⁰ La véritable décision historique est celle du 18 mai 1998 où la Chambre des Représentants a pour la première fois voté en la faveur de la fin des limitations bancaires issues de la Grande Dépression, à la majorité la plus faible possible de 214 contre 213 voix.

¹⁴¹ Cf. Annexe 1, p. 370.

que jamais, que ce soit verticalement ou horizontalement »¹⁴². Le système financier américain est devenu très compétitif et très rentable, en partie grâce à ces grandes banques d'envergure mondiale. Nous pouvons à présent mieux comprendre pourquoi l'État fédéral américain s'est engagé dans cette politique.

2 – La promotion de la finance de marché comme stratégie de financement de la dette publique

Si Louis XIV avait pour habitude de dire « l'État, c'est moi », l'économiste du début du XXI^{ème} siècle en revient au sens originel du mot « État » : l'état des finances publiques. L'État aurait une existence et une capacité d'action bien virtuelles sans les ressources financières qu'il tire de l'impôt et éventuellement mais, de plus en plus massivement, du crédit. Cette vision de l'État, certes très réductrice au regard des nombreuses théories de l'État disponibles sur le marché des idées, a le mérite de faire ressortir les acteurs en présence. Nous en voyons surtout trois : l'Administration du Trésor, notamment certaines de ses agences¹⁴³, le Congrès et la Réserve Fédérale. Elle permet aussi de sortir par le haut de l'incompatibilité entre les deux définitions traditionnelles de l'État (structurelle¹⁴⁴ et individualiste¹⁴⁵), en insistant sur la capacité, par l'État, à extraire des ressources de la société. Cette capacité est ainsi un des éléments majeurs du pouvoir de l'État, que ce soit au niveau national ou international, comme nous le verrons plus loin.

¹⁴² Philip E. Strahan, « The Real Effect of U.S. Banking Deregulation », Wharton Financial Institutions Center, *Working Paper*, 02-39, September 2002, p. 2. Disponible à l'adresse: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0239.pdf>>.

¹⁴³ Nous pensons notamment à l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC).

¹⁴⁴ Par exemple, Skocpol définit l'État comme « *un ensemble d'organisations administratives, de police et militaires chapôtées, et plus ou moins bien coordonnées, par une autorité exécutive. Tout État, premièrement et fondamentalement, extrait des ressources de la société et les déploie pour créer et supporter des organisations coercitives et administratives* ». Theda Skocpol, « Bringing the State Back In : Strategies of Analysis In Current Research », in: Peter B. Evans, Dietrich Rueschmeyer, Theda Skocpol, *Bringing the State Back In*, Cambridge, Cambridge University Press, 1985, p. 29.

¹⁴⁵ Pour Nordlinger, « *l'État réfère à tous les individus qui occupent des fonctions les autorisant, eux et eux seuls, à produire et appliquer des décisions qui sont contraignantes sur chacun et tous les segments de la société. Très simplement, l'État est constitué de et limité à ces individus qui sont dotés de l'autorité de décisions sur l'ensemble de la société* ». Eric A. Nordlinger, *On the Autonomy of the Democratic State*, Cambridge, Harvard University Press, 1981, p 11.

Notre argument est alors de dire ici que le développement de la finance de marché aux États-Unis s'inscrit dans une stratégie de l'État qui a pour but ultime l'amélioration des conditions de financement de la dette publique. Cette stratégie a, comme nous l'avons dit plus haut, été rendue possible par la politique de reréglementation concurrentielle, même si elle a pu paraître peu efficace dans les années quatre-vingt¹⁴⁶. Elle n'a cependant pas eu pour objectif premier l'amélioration de la croissance économique, même si de nombreuses études économétriques démontrent qu'un tel effet semble exister¹⁴⁷.

Il est en effet intéressant de remarquer que désormais, y compris dans les grandes organisations internationales, on ne parle plus de « secteur financier » et encore moins de « secteur bancaire », mais d'« industrie de la finance » ou d'« industrie des services financiers »¹⁴⁸. Or, comme le fait remarquer Régnier, considérer la finance comme une industrie, c'est considérer que « *le commerce de l'argent et des valeurs est envisagé comme une activité transnationale, objet d'une compétition entre des acteurs cherchant à y exploiter au mieux leurs avantages comparatifs* »¹⁴⁹. La finance est donc désormais vue comme un domaine de valorisation du capital comme les autres, aux États-Unis plus qu'ailleurs encore.

Cette vision du système financier s'explique aux États-Unis par cette stratégie de compétitivité développée par l'État. La politique de reréglementation concurrentielle a eu pour effet, comme nous l'avons dit, une augmentation du niveau de concurrence au sein du système financier américain. Cette augmentation du niveau de la concurrence a certes mis en difficulté de nombreux établissements de crédit, au premier rang desquels les *Thrifts*. Mais elle a aussi eu deux effets importants décrits dans la première section : la concentration et surtout le développement de nombreuses innovations financières.

¹⁴⁶ A propos de l'inefficacité américaine, voir : Philip G. Cerny, « Gridlock and Decline : Financial Internationalization, Banking Politics, and the American Political Process », in: Richard Stubbs, Geoffrey R. D. Underhill (Eds), *Political Economy and the Changing Global Order*, New York, St Martin's Press, 1994, pp. 425-438.

¹⁴⁷ Philip E. Strahan, *loc. cit.*, 2002; Aubhik Khan, « Croissance économique : le rôle du facteur financier », *Problèmes Économiques*, 2666, 24 mai 2000, pp. 19-24 ; Biagio Bossone, Sandeep Mahajan, Farah Zahir, « Financial Infrastructure, Group Interests, and Capital Accumulation : Theory, Evidence, and Policy », *IMF Working Paper*, WP/03/24, January 2003 ; Arnould W. A. Boot, Anjan V. Thakor, *loc. cit.*; Franklin Allen, Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*, Cambridge, MA, MIT Press, 1999.

¹⁴⁸ L'expression « industrie des services financiers » est l'expression officielle de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC).

Les nombreuses faillites bancaires des années quatre-vingt ont certes pu donner l'impression d'un certain déclin des banques américaines, mais l'État, en favorisant les rachats inter-étatiques de banques, a permis au mouvement de concentration de se mettre en route à moindre coût. De même, les nombreuses innovations financières ont permis à l'État fédéral d'obtenir des ressources à moindre coût, de manière plus stable et en s'affirmant face aux États fédérés¹⁵⁰.

Cette capacité de l'État à obtenir le financement de sa dette à moindre coût par le développement des marchés financiers est une des constantes de l'histoire du capitalisme, comme le montrent Verdier¹⁵¹ ou encore Ferguson¹⁵². Lorsque ses ressources propres, c'est-à-dire le revenu de ses actifs, les impôts indirects et les impôts directs, ne suffisent plus pour financer le budget, en constante augmentation, l'État a très souvent cherché des ressources supplémentaires en favorisant le développement des marchés financiers. Or, développer le système financier demande aussi une augmentation de sa réglementation et de sa surveillance (d'où la naissance puis le développement des Banques Centrales).

Le processus de reréglementation concurrentielle s'inscrit dans cette histoire longue, dans la mesure où il combine également le développement de la dette publique par la titrisation et celui des règles de surveillance et de supervision financières¹⁵³. Ainsi, le tableau 1.5 montre que la dette publique américaine s'est fortement développée depuis la fin des années soixante. Elle passe de 260 milliards de dollars en 1960 à près de 6550 en 2003, alors que globalement son importance par rapport au PIB stagne. Mais en y regardant de plus près, on remarque l'effondrement de ce ratio dans les années soixante et soixante-dix, qui passe de 56 % en 1960 à 37,6 % en 1970 et à 33,3 % du PIB en 1980.

¹⁴⁹ Jacques Régnier, *Les Nouveaux Produits Financiers*, Paris, La Découverte, coll. Repères, 1988, p. 52.

¹⁵⁰ La disparition des restrictions géographiques s'apparente aussi à une certaine centralisation du pouvoir aux États-Unis, dans la mesure où ces restrictions avaient été instituées dans le but de maximiser les revenus des États fédérés, notamment grâce à la mise en place de chartes, à la fin du dix-neuvième siècle. Voir à ce propos : Randall S. Kroszner, Philip E. Strahan, *loc. cit.*

¹⁵¹ Daniel Verdier, « Domestic Response to Capital Market Internationalization Under the Gold Standard, 1870-1914 », *International Organization*, **52**, 1, winter 1998, pp. 1-34.

¹⁵² Niall Ferguson, *The Cash Nexus*, New York, Basic Books, 2001.

¹⁵³ Voir l'annexe 1, p. 370. Nous reviendrons sur ces points plus en détail dans les chapitres 2 et 5.

L'origine de cette dette ne fait par contre aucun doute. En effet, le poids des dépenses militaires dans l'économie a tendance à baisser sur le long terme, malgré les initiatives des présidences Kennedy puis Johnson (guerre du Vietnam), de la présidence de Ronald Reagan (Initiative de Défense Stratégique), et de la présidence de Georges W. Bush (guerre contre le terrorisme). Tout au plus, les dépenses militaires expliquent l'augmentation de la dette publique avant 1975. En revanche, les dépenses de santé et sociales ont explosé, passant respectivement de 0,4 % et 3,6 % à 4,6 % et 7,5 % du PIB entre 1965 et 2003. Elles représentent désormais 24,1% et 37,7 % des dépenses totales, alors que les dépenses militaires ne comptent plus que pour 18,8 %¹⁵⁴.

Tableau 1.5: Dette publique aux États-Unis.

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2003
Dette fédérale brute	290	322	381	542	909	1817	3206	4921	5629	6526
Dette publique (% du PIB)	56	47	37,6	34,7	33,3	43,9	55,9	67,2	57,8	59,7
Dépenses militaires	48	50,6	81,7	86,5	134	253	299	272	294,5	405
Dépenses militaires (% du PIB)	9,3	7,4	8,1	5,5	4,9	6,1	5,2	3,7	3	3,7
Dépenses militaires (% des dépenses)	52,2	42,8	41,8	26	22,7	26,7	23,9	17,9	16,5	18,8
Dépenses de santé	-	3,1	13,9	29,4	65,4	117,1	180,4	307,1	389	519,3
Dépenses de santé (% du PIB)	-	0,4	1,4	1,9	2,4	2,8	3,1	4,2	4	4,8
Dépenses de santé (% des dépenses)	-	2,6	7,1	8,9	11,1	12,4	14,4	20,3	21,7	24,1
Dépenses sociales	18,6	26,4	45	112,8	201,1	298,7	393,5	551,9	653,2	815,1
Dépenses sociales (% du PIB)	3,6	3,6	4,4	7,2	7,4	7,2	6,86	7,5	6,7	7,5
Dépenses sociales (% des dépenses)	20,2	22,3	23	33,9	34	31,5	31,4	36,4	36,5	37,7

Source: Office of Management and Budget, *Historical Tables – Fiscal Year 2005*, Washington (DC), 2004, Tables 6.1, 7.1, 10.1, 11.2 et 16.1, <<http://www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2005/pdf/hist.pdf>>.

*

* *

L'activisme de l'État américain en matière de promotion de la finance de marché a donc sans aucun doute permis ce développement rapide et profond du secteur financier, dans le but de permettre un accès plus facile au crédit. Cette stratégie, somme toute classique dans le monde moderne, a été d'autant plus efficace qu'elle a aussi engendré des effets bénéfiques pour la croissance économique américaine. La préférence pour la finance de marché a ainsi

¹⁵⁴ Une partie des dépenses de santé correspond cependant aux dépenses de santé de l'armée. En 2003, ces dépenses représentent 5 % du total des dépenses de santé.

renforcé la capacité de l'État à obtenir un financement par la dette. En d'autres termes, elle lui a donné, dans les deux sens du terme, du « crédit », c'est-à-dire un financement durable et de la crédibilité, vis-à-vis de ses créanciers, mais surtout vis-à-vis des autres États.

La reréglementation concurrentielle, par l'augmentation de la concurrence dans le secteur de la finance, a induit le développement de nombreuses innovations financières permettant à cette nouvelle industrie des services financiers de se renforcer et de devenir compétitive, y compris au niveau international. Cette stratégie n'a pu être mise en place et être efficace et acceptée que dans la mesure où elle a été légitimée par les électeurs et les acteurs économiques qui comptent aux États-Unis. Plus particulièrement, la communauté financière nationale a eu son mot à dire dans ce processus et une partie de la population des États-Unis y a trouvé son intérêt (ici aussi dans les deux sens du terme).

B – La socialisation de la finance de marché : l'État, la communauté financière et les baby-boomers

Le déterminisme, en science économique comme dans d'autres sciences sociales, a souvent tendance à rendre quelque peu monolithique la relation entre l'État et l'économie. Or, notre propos ici, comme nous l'avons dit plus haut, n'est pas de dire que l'État a, de manière autoritaire et illégitime, imposé la finance de marché à la société américaine, mais bien au contraire qu'il a eu une stratégie qui l'a rendu indispensable aux États-Unis et, comme nous le verrons dans les prochains chapitres, au niveau international. Ce qui signifie d'une part qu'il n'y a pas eu, depuis la fin des années soixante, une trajectoire linéaire dans l'adoption de la finance de marché aux États-Unis et, d'autre part, que les acteurs nationaux, au premier rang desquels la communauté financière, ont eu un impact sur le déroulement de ce processus.

Aussi, la socialisation de la finance de marché est constituée de deux éléments complémentaires : d'une part, une relation structurante entre l'État et la communauté financière américaine, et d'autre part une diffusion large des techniques et des mécanismes de la « haute finance », désormais utilisées dans le quotidien de chaque américain.

1- L'interaction structurante entre l'État et la communauté financière nationale

La prise en compte des effets des groupes sociaux sur les politiques des États n'est pas nouvelle. C'est précisément l'objet de l'économie politique de s'efforcer d'expliquer le comportement des États et des acteurs économiques dans la formation des réglementations et des politiques et dans le fonctionnement des institutions.

Ces théorisations peuvent être ramenées à deux grands types : l'économie politique normative et l'économie politique positive de la réglementation (a). Elles insistent toutes deux sur les objectifs des règles nouvelles et sur leur formation, ce qui semble d'un grand secours dans la compréhension de la reréglementation observée aux États-Unis depuis les années soixante-dix. Mais chacune d'elles pose problème. Aussi, il semble important de mettre en avant une hypothèse alternative, celle de l'« enchâssement interactif » entre l'État et la communauté financière (b), hypothèse permettant de mettre en avant une économie politique de la finance de marché.

a – Les ambiguïtés de l'économie politique standard

L'économie politique de la réglementation bancaire et financière peut être analysée en deux temps : d'une part l'approche normative¹⁵⁵ et d'autre part l'approche positive¹⁵⁶.

La première a pour but de déterminer quelle est la meilleure réglementation qu'un État peut mettre en place. Kroszner appelle ce genre de démarche l'approche par « l'intérêt public »¹⁵⁷. Il existerait, dans l'ensemble des états économiques disponibles, un état optimal qu'il faudrait atteindre. L'État, par l'intermédiaire de sa politique réglementaire, interviendrait dans le but de corriger les défaillances de marché et de protéger les consommateurs peu informés. L'intervention de l'État aurait donc pour objectif de maximiser le bien-être social.

Ce type d'approche bute sur deux problèmes. D'une part, comment rendre compte des réglementations dont l'objet n'est manifestement pas de rendre le système financier plus

¹⁵⁵ Voir par exemple: Douglas Diamond, Philip Dybvig, « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, **91**, 3, June 1983, pp. 401-419.

¹⁵⁶ Voir: Randall Kroszner, « The Economics and Politics of Financial Modernization », *Economic Policy Review*, FRBNY, **6**, 4, October 2000, pp. 25-37.

¹⁵⁷ Ibid., p. 26.

efficient ou optimal ? Les restrictions géographiques à l'activité des banques ne pouvaient pas être expliquées à l'aide de cette théorie, même si les règles prudentielles le peuvent. D'autre part, comme le dit Kroszner, « *l'argument de l'intérêt public est souvent utilisé pour masquer les intérêts privés* »¹⁵⁸. Des études montrent d'ailleurs que, dans certains cas, les groupes d'intérêts privés peuvent chercher à tirer profit de la confusion engendrée par la mise en avant d'idées fausses ou incomplètes, ces idées rendant mal compte des implications en terme de bien-être d'une nouvelle réglementation¹⁵⁹.

La mise en avant d'une démarche plus positive est donc nécessaire pour rendre compte d'une nouvelle réglementation. Cette approche par l'intérêt privé suppose qu'existent des groupes aux intérêts divergents. Chaque groupe cherche à influencer l'État ou l'institution (à le (la) capturer) dans le but d'obtenir une rente au détriment des autres groupes¹⁶⁰. Aussi, dès qu'une modification de la taille relative du groupe, de sa force ou encore de son intérêt se produit, la réglementation devrait changer.

Le facteur déterminant de la mobilisation des groupes est le niveau relatif du gain. Plus un groupe voit sa perte marginale augmenter et plus il sera susceptible d'agir en vue d'influencer l'État. Aussi, si les gains sont fortement concentrés alors que les pertes sont diffuses, il y a peu de chances pour que la réglementation change. De même, un groupe de petite taille (faible nombre de participants ou faible part de marché) aura un intérêt plus important à la mobilisation¹⁶¹.

Cette approche est intéressante dans la mesure où elle fait intervenir l'interaction entre les groupes d'intérêts dans la détermination d'une réglementation. Cependant, elle fait de

¹⁵⁸ Ibid., p. 26.

¹⁵⁹ Voir à ce propos: Mathias Dewatripont, Jean Tirole, « Advocates », *Journal of Political Economy*, **107**, 1, February 1999, pp. 1-39.

¹⁶⁰ Voir : Mancur Olson, *The Logic of Collective Action*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1965; George J. Stigler, *The Citizen and the State*, Chicago, University of Chicago Press, 1975; Gary S. Becker, « A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence », *Quarterly Journal of Economics*, **98**, 3, August 1983, pp. 371-400.

¹⁶¹ Kroszner donne l'exemple du *Independent Bankers Association of America*, devenu aujourd'hui le *Independent Community Bankers of America*, et dont le faible poids par rapport aux grandes banques américaines explique son implication forte dans le maintien des restrictions géographiques. Randall Kroszner, « The Economics and Politics of Financial Modernization », *Economic Policy Review*, FRBNY, **6**, 4, October, 2000, pp. 25-37.

l'État un acteur uniquement sensible au résultat de la compétition entre les groupes sociaux, dont il est souvent difficile de déterminer l'intérêt exact et surtout le gain procuré par une modification de la réglementation, et donc sans rôle structurant propre dans la détermination des réglementations¹⁶². De plus, cette démarche repose uniquement sur la formation et la transformation des règles, alors qu'un État a bien d'autres moyens d'agir, de manière beaucoup plus souple. Enfin et surtout, ce type d'approche néglige l'existence et la nécessité des compromis entre groupes sociaux. Une véritable économie politique de la finance de marché doit donc tenir compte de cela.

b – L'hypothèse de l'enchâssement interactif

L'économie politique de la réglementation a donc certaines limites qui empêchent de rendre compte de la complexité de la politique de promotion de la finance de marché. D'autres approches peuvent alors être mobilisées. Une première approche met en avant le facteur idéologique dans l'apparition de nouvelles politiques. Les politiciens mais surtout les citoyens votants seraient devenus sensibles aux idées nouvelles et ceci expliquerait la profondeur du changement¹⁶³. Mais encore une fois, comment faire le tri entre les intérêts particuliers et les idéologies qui les servent ? De même, la nouvelle économie institutionnaliste¹⁶⁴ insiste sur le fait que l'importance des coûts de transactions et des arrangements institutionnels influence le processus de changement réglementaire. La structure politique aurait ainsi une influence sur le résultat obtenu et la réglementation serait modifiée lorsque les intérêts exprimés par les groupes sociaux se manifesteraient à la fois au niveau des États fédérés et au niveau de l'État fédéral. Enfin, certaines approches considèrent les politiciens et les bureaucrates comme un groupe d'intérêts parmi d'autres mais qui aurait un impact plus fort sur la politique fiscale de l'État (thèse du Léviathan)¹⁶⁵. Mais c'est encore

¹⁶² Plus exactement, le rôle structurant propre de l'État est envisagé par l'intermédiaire de l'influence des fonctionnaires et des électeurs, c'est-à-dire de manière indirecte.

¹⁶³ L'étude de Berglöf et Rosenthal concernant la réglementation des faillites depuis plus de deux siècles emprunte ce chemin. Eric Berglöf, Howard Rosenthal, « The Political Economy of American Bankruptcy: The Evidence from Roll Call Voting, 1800-1978 », Princeton University, *Working Paper*, 1997. Disponible le 13/08/2003 à l'adresse: <<http://www.cbrss.harvard.edu/events/ppe/papers/rosenthal.pdf>>.

¹⁶⁴ Douglass North, « A Transactions Cost Theory of Politics », *Journal of Theoretical Politics*, 2, November 1990, pp. 355-367.

¹⁶⁵ Geoffrey Brennan, James M. Buchanan, « Towards a Tax Constitution for Leviathan », *Journal of Public Economics*, 8, 3, December 1977, pp. 255-273.

une fois beaucoup insister sur l'influence d'un seul groupe et peu sur les interactions de l'État avec la société.

De ce fait, une autre hypothèse, celle d'une dynamique de conflit/coopération entre l'État et la communauté financière, à partir des travaux néo-wébériens¹⁶⁶, peut être mobilisée. Cette approche qui cherche à sortir du consensus par l'économie s'appuie d'une part sur l'idée que la relation entre l'État et la société passe d'abord et avant tout par l'impôt, et que c'est de l'habilité de l'État à générer des ressources fiscales et, plus généralement, à extraire des ressources de la société, que dépend sa capacité d'action interne et internationale¹⁶⁷. D'autre part, elle cherche à rendre plus intelligible les modifications de la capacité des États à agir au niveau national et international¹⁶⁸. En particulier, l'hypothèse d'enchâssement de l'État dans la société permet de considérer que le pouvoir de l'État s'exerce non pas *sur* la société mais *à travers* elle, en ce sens qu'à travers ses nombreuses interactions avec la société, il est en mesure de rendre sa politique plus efficace mais surtout plus effective, pour deux raisons : 1- cet enchâssement lui donne les moyens de consolider en permanence et parfois de renouveler le compromis qu'il fait avec les groupes qui comptent, tout en privilégiant *in fine* ses objectifs propres, de sorte qu'au bout du compte chacun est gagnant dans l'accomplissement de cette politique ; 2- il démultiplie ses leviers d'actions par le biais du comportement de ces groupes.

Dès lors, cette approche permet de rendre compte d'autres aspects de la politique de promotion de la finance de marché comme, par exemple, la volonté de limiter au maximum les effets de l'inflation sur la valeur des actifs financiers depuis la fin des années soixante-dix¹⁶⁹ dans le but de rendre les titres du Trésor le plus attractif possible, ce qui a aussi servi les

¹⁶⁶ Pour une synthèse magistrale de ces travaux, voir: Leonard Seabrooke, « Bringing Legitimacy Back in to Neo-Weberian State Theory and International Relations », Australian National University, Department of International Relations, *Working Paper*, 2002/6, September 2002. Disponible à l'adresse: <<http://rspas.anu.edu.au/ir/working%20papers/02-6.pdf>>.

¹⁶⁷ Pour une synthèse du concept de capacité d'État, voir : Anne M. Kjær, Ole H. Hansen, Jens P.F. Thomsen, « Conceptualizing State Capacity », University of Aarhus, *DEMSTAR Research Report*, n°6, April 2002. Disponible à l'adresse: <http://www.ps.au.dk/mkj/OngoingProjects_Materiale/FORMATConceptualizing.pdf>.

¹⁶⁸ John M. Hobson, *The Wealth of States*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997, p. 3.

¹⁶⁹ D'abord, la politique monétaire de la Réserve Fédérale est devenue extrêmement restrictive à partir de 1979, ce qui a eu pour conséquence de réduire l'inflation dans les années quatre-vingt et de la stabiliser à des niveaux très faibles dans les années quatre-vingt-dix. Ensuite, l'État a créé un marché dérivé des titres du Trésor en 1977 et a indexé le rendement de ceux-ci à l'inflation dans les années quatre-vingt-dix, notamment grâce à la création

intérêts des groupes sociaux souhaitant le maintien, voir l'amélioration de la valeur réelle de leur patrimoine financier.

Ainsi, pour Hobson, « *le fondement de cette nouvelle approche suggère que les États coopèrent de près ou de loin avec les classes d'intérêts dominantes, mais qu'ils le font souvent dans le but d'augmenter leur propre puissance* »¹⁷⁰. Seabrooke reprend cette thèse dans *U.S Power in International Finance*¹⁷¹ dans la mesure où il considère que l'élément structurant la politique de finance de marché est la relation entre l'État et la communauté financière américaine, relation faite de coopération la plupart du temps, mais aussi parfois de conflits¹⁷². Des auteurs d'horizon théorique complètement différent utilisent la même idée, et notamment Bhagwati, avec le « complexe Wall Street – Trésor », qui cherche à montrer la communauté d'intérêt entre les financiers et le Trésor américain¹⁷³.

Cette approche permet en outre de lever le problème de la détermination des groupes d'intérêt car elle utilise le concept de « communauté financière », un concept beaucoup plus large, même si sa définition peut prêter à confusion. En effet, selon Orléan, la communauté financière est composée de ceux qui jugent et permettent la formation des prix des actifs¹⁷⁴. C'est donc l'ensemble des professionnels de la finance, c'est-à-dire ceux qui achètent et

en 1997 de titres indexés sur l'inflation (*Treasury Inflation Indexed Securities*) par le Trésor. Enfin, il a cherché à réduire la maturité des titres qu'il émet, ce qui limite au maximum l'effet de l'inflation.

¹⁷⁰ John M. Hobson, « The Historical Sociology of the State and the State of Historical Sociology in International Relations », *Review of International Political Economy*, 5, 2, summer, 1998, p. 285.

¹⁷¹ Voir à ce propos les deux premiers chapitres de l'ouvrage. Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, chap. 1 et 2, pp. 1-21 et 22-44.

¹⁷² Les conflits ont été nombreux. Nous n'en citerons que deux. D'une part, dans les années soixante-dix, il y a eu le problème de l'extension de l'activité des banques américaines dans le marché des eurodollars alors que l'inflation était importante. Les banques américaines empruntaient sur ce marché pour ensuite prêter aux États-Unis. Ceci avait pour conséquence d'augmenter la masse monétaire et l'inflation, les banques ayant emprunté à leurs filiales plus de 30 milliards de dollars en 1978, soit environ 50 % de l'augmentation du crédit bancaire. La Réserve Fédérale est alors intervenue pour chercher à réglementer les activités des banques sur le marché des eurodollars au niveau international et a immédiatement fait augmenter le niveau de réserves nécessaires à l'activité des banques américaines sur le marché des eurodollars. Voir Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, pp. 106-111. D'autre part, il y a eu un conflit entre l'État et la communauté financière suite à la faillite d'ENRON. En particulier, les pratiques comptables ont été sur la sellette. La loi *Sarbanes-Oxley* de 2002 s'interprète alors comme une tentative de remettre de l'ordre dans les pratiques de la communauté financière américaine. Voir : Michèle Rioux, « A la rescousse du capitalisme américain : la loi Sarbanes-Oxley », *Observatoire des Amériques, Chronique des Amériques*, janvier 2003. Disponible le 14/08/2003 à l'adresse suivante : <http://www.ceim.uqam.ca/Obs_Amer/pdf/Chro_ALENA1.pdf>.

¹⁷³ Jagdish Bhagwati, « The Capital Myth: the Difference between Trade in Widgets and Dollars », *Foreign Affairs*, 77, 3, May/June 1998.

¹⁷⁴ André Orléan, *Op. cit.*, 1999.

vendent des titres, mais aussi ceux qui évaluent (audit comptable, agences de notation). Son ascension a été rapide depuis les années soixante-dix, notamment grâce à l'amélioration des indicateurs quantitatifs de performance, à la modification de l'actionnariat et au développement des investisseurs institutionnels¹⁷⁵ et, enfin, grâce à la reréglementation concurrentielle. La politique de promotion de la finance de marché va donc dans le sens de cette communauté et il n'est pas surprenant qu'elle la soutienne¹⁷⁶.

Mais la communauté financière ne peut être uniquement définie d'un point de vue technocratique. Certes, les professionnels de la finance en font indéniablement partie, mais il faut leur ajouter l'ensemble, politiquement beaucoup plus important, des groupes rentiers qui soutiennent électoralement et idéologiquement ce type de politique. La lutte contre l'inflation prend alors tout son sens puisqu'elle a permis aux investisseurs institutionnels de capter une part toujours plus grande de l'épargne des ménages et, notamment, des fonctionnaires.

Aussi, malgré les problèmes posés aux petites banques, la reréglementation concurrentielle est allée dans le sens de la communauté financière *au sens large*. Ainsi le *New York Times*, après le vote du *Gramm-Leach-Bliley Act*, donnait le sentiment de la communauté financière: « *les assureurs, les banquiers et les courtiers ont reconnu que la déréglementation des services financiers pouvait leur être bénéfiques à tous. Une fois ces trois industries ralliées à cette législation, elles devenaient une force politique formidable [...]* »¹⁷⁷.

On ne peut donc dire que l'État a imposé la finance de marché, mais on ne peut pas non plus dire inversement que des groupes d'intérêt l'ont capturé¹⁷⁸. L'État s'assure par le développement de la finance de marché des ressources financières stables et peu chères alors que, dans le même temps, il favorise le développement de la communauté financière

¹⁷⁵ Ce facteur est important pour deux raisons. Premièrement, comme nous l'avons déjà abordé, les « zinzin » centralisent l'épargne des ménages et, donc, leur développement augmente le pouvoir de marché de leurs gestionnaires. Mais un second élément semble prendre son importance ici. Les grands fonds de pensions, par exemple, sont publics et ont souvent à leur tête des hommes politiques, de sorte que la performance d'un fonds de pensions peut devenir un argument électoral décisif. La coopération entre l'État et la communauté financière prend ici tout son sens.

¹⁷⁶ Plus de 20 % des dépenses totales des lobbies dans les campagnes électorales sont le fait des représentants du secteur financier. Ce montant est considérable, d'autant qu'il se concentre sur quelques élus et quelques postes clés.

¹⁷⁷ Stephen Labaton, « Congress and the White House Strike Banking Reform Deal », *The New York Times*, October 22 1999.

¹⁷⁸ Dans un registre semblable, Evans parlerait d'« autonomie enchâssée » pour caractériser ce phénomène. Voir sur ce point : Peter B. Evans, *Embedded Autonomy*, Princeton, Princeton University Press, 1995.

américaine. Ce mouvement s'inscrit dans une dynamique de coopération parfois conflictuelle avec la communauté financière. Cet enchaînement interactif a ainsi permis à la finance de marché de devenir banale aux États-Unis.

2 – La « haute finance » au service de la vie quotidienne

Le développement de la finance de marché depuis les années soixante-dix aux États-Unis a cela de particulier qu'il s'accompagne d'une diffusion dans l'ensemble de la société des techniques financières qui étaient auparavant réservées aux grandes entreprises et aux grandes banques d'affaire. En particulier, l'accès des ménages au crédit a lui aussi bénéficié de la titrisation alors que, dans le même temps, ceux-ci ont pris une part importante dans la politique générale des entreprises par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels. Cette caractéristique particulière, résultat de nombreuses incitations de la part de l'État¹⁷⁹, permet à ce dernier de légitimer d'une deuxième manière sa politique de promotion de la finance de marché puisqu'elle tend à servir les intérêts de la population qui peut épargner et bénéficier de l'effet de richesse, en particulier la génération des baby-boomers.

Ainsi, deux dimensions de la socialisation de la finance de marché sont à prendre en compte : d'une part, le fait que cette socialisation encourage l'endettement des ménages et la valorisation patrimoniale des baby-boomers (a) et, d'autre part, le fait qu'elle s'accompagne d'un discours sur la transformation du régime d'accumulation (b).

a- L'impact du vieillissement démographique et du « lobby gris »

Dans son analyse des transformations de la finance, Giraud considère que le développement de la finance de marché constitue une « victoire des épargnants »¹⁸⁰ et notamment de la génération d'après-guerre. L'État a en effet, par sa politique de promotion de la finance de marché, eu un impact sur le comportement des ménages vis-à-vis de l'épargne et de l'endettement. Cette analyse de la socialisation de la finance par l'intermédiaire de

¹⁷⁹ Ces incitations remontent en fait à la campagne de relation publique lancée par Georges Keith Funston, alors président du NYSE, dans les années cinquante. L'objectif de cette campagne, dite de « capitalisme populaire » (*"Peoples's Capitalism"*), était la restauration de la confiance envers les marchés financiers, mise à mal par la Grande Dépression. Andrew C. Sobel, *Op. cit.*, 1994, pp. 26-27.

¹⁸⁰ Pierre-Noël Giraud, *Op. cit.*, 2001, pp.179-186.

l'impact sur la richesse des ménages a débuté dès le début des années quatre-vingt, mais elle a des racines dans des écrits des années cinquante et soixante. Cette manière de présenter la socialisation de la finance aux États-Unis s'appuie sur une hypothèse et un fait : l'hypothèse d'un cycle démographique de l'épargne et le vieillissement démographique.

Premièrement, l'idée du cycle démographique de l'épargne, venue de la sociologie économique, consiste à dire que le comportement d'épargne des ménages est une fonction de l'âge de l'épargnant¹⁸¹. En effet, en supposant que les ménages essaient, autant que possible, de maintenir un niveau relativement constant de leur consommation, il est possible de faire apparaître un cycle comportant trois phases. Dans un pays où les études sont onéreuses et le système de retraite par capitalisation est généralisé, les ménages doivent beaucoup s'endetter entre 20 et 40 ans : c'est la phase de jeunesse. Ensuite, à partir de 40 ans et jusqu'à la retraite, le ménage moyen devient un épargnant net : c'est la phase de maturité. Enfin, à partir de la retraite, le ménage moyen désépargne.

Deuxièmement, cette hypothèse a été associée au phénomène du vieillissement démographique aux États-Unis et donne une explication de la tendance de fond d'approfondissement de la finance de marché durant les années quatre-vingt aux États-Unis. En effet, c'est à partir de cette décennie que la génération du baby boom entre dans la deuxième phase, celle de l'épargne nette, ce qui expliquerait à la fois pourquoi elle était favorable à l'inflation dans les années soixante dix et pourquoi elle cherche des placements plus rémunérateurs dans les années quatre-vingt et quatre-vingt dix. Aussi, comme le dit Giraud, « *la montée en puissance de la finance de marché, amorcée par les besoins de financement des États, [...], est ainsi puissamment amplifiée par les comportements d'épargne des enfants du baby-boom devenus quadragénaires.* »¹⁸²

À ce mouvement de fond s'est ajouté le rôle des lobbies de retraités, qui ont vu leur nombre littéralement exploser entre 1950 et 1970, puisque les créations passent de 4 à 40

¹⁸¹ Cette hypothèse a été pour la première fois présentée dans : Franco Modigliani et Richard Brumberg, « Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data », in : Kenneth K. Kurihara (Ed), *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, Rutgers University Press, 1954, pp. 388-436. Elle fut reprise quelques années plus tard dans : Albert Ando et Franco Modigliani, « The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregated Implications and Tests », *American Economic Review*, **53**, 1, mars 1963, pp. 55-84.

¹⁸² Pierre-Noël Giraud, *Op. cit.*, p. 186.

durant cette période¹⁸³. Parmi ces lobbies, l'*American Association of Retired Persons* (AARP) demeure le plus actif et de très loin le plus puissant. Le nombre de ses adhérents est en effet passé de 150000 en 1959 à près de 35 millions en 2003. Le magazine *Fortune* l'a même consacré à la fin des années quatre-vingt-dix¹⁸⁴, en le mettant à la tête des 25 lobbies les plus influents des États-Unis, devant le lobby pro-israélien (*American Israel Public Affairs Committee*) et le syndicat le plus puissant des États-Unis (AFL-CIO¹⁸⁵).

Enfin, cette socialisation de la finance de marché n'aurait pu avoir lieu sans la politique de l'État depuis la fin des années soixante-dix. Ce dernier a utilisé cette tendance démographique de fond pour asseoir la finance de marché dans le quotidien des ménages. Au niveau des actifs financiers, les mesures qui ont été prises pour réduire au maximum le risque de dépréciation due à l'inflation, au départ dans l'objectif de rendre les titres du Trésor très attractifs, ont eu un impact non négligeable sur la volonté des ménages de détenir ces actifs. Dans un registre beaucoup plus concret pour les ménages, le dispositif mis en place par le vote de la loi ERISA (*Emplacement Retirement Income Security Act*) en 1974¹⁸⁶ a profondément modifié la réglementation de la gestion des fonds de pensions. Leur attractivité s'est d'un coup renforcée, puisque cette loi « *ne considère **que** l'intérêt financier du bénéficiaire du plan de retraite* »¹⁸⁷, permettant alors la centralisation de l'épargne des ménages américains décrite *supra*.

Mais, surtout, du côté du passif des ménages, l'État a favorisé le développement de l'endettement des ménages, notamment à bas revenus, dès les années soixante-dix par de nombreuses mesures, comme le passage du *Community Reinvestment Act* de 1977 ou encore le *Secondary Mortgage Market Enhancement Act* de 1984¹⁸⁸, qui permet le développement du crédit à la consommation par celui de la collatéralisation des actifs immobiliers. Le rôle

¹⁸³ Jean-Philippe Viriot Durandal, « Le Lobby gris aux États-Unis », *Futuribles*, n°283, février 2003, pp.5-25.

¹⁸⁴ Jeffrey H. Birnbaum, « Washington's Power 25 », *Fortune*, **136**, 11, December 8, 1997, pp. 144-150. En 2001, ce lobby a à son tour été devancé par le lobby pro port d'armes à feu (National Rifle Association of America). Voir: Jeffrey H. Birnbaum, « Fat & Happy in D.C. », *Fortune*, **143**, 11, May 28, 2001, pp. 94-100.

¹⁸⁵ *American Federation of Labor – Congress of Industrial Organizations*.

¹⁸⁶ Voir l'annexe 1, p. 370.

¹⁸⁷ Stéphanie Lavigne, *Investisseurs financiers et convention d'évaluation des firmes*, Thèse de doctorat, Toulouse, Université des sciences sociales, 2002, p. 130.

¹⁸⁸ Voir l'annexe 1, p. 370.

d'institutions hypothécaires comme Fannie Mae, Ginnie Mae et Freddie Mac est alors déterminant, en permettant cette collatéralisation et le développement du crédit hypothécaire¹⁸⁹. Seabrooke considère même que cette amélioration de l'accès au crédit et à la propriété, couplée à une politique fiscale plutôt progressiste entre 1985 et 2000, c'est-à-dire faisant peser un poids de l'impôt plus important sur les hauts revenus, a été décisive dans le processus de légitimation de la politique de développement de la finance de marché aux États-Unis¹⁹⁰, et ce malgré la hausse des inégalités. Autrement dit, l'accès au crédit par les groupes à bas revenu a été ressenti de telle manière par ces groupes que la hausse des inégalités durant la même période a été plus acceptable et légitime, en dépit du caractère réel de cette hausse et du caractère potentiel de l'accès au crédit¹⁹¹.

Ainsi, l'hypothèse du cycle démographique permet de comprendre l'importance de la finance de marché pour les ménages américains. Elle permet aussi de comprendre pourquoi la finance de marché a légitimé la politique de l'État à partir de la fin des années soixante-dix. Mais un autre phénomène est venu renforcer encore l'importance de la finance de marché dans les années quatre-vingt-dix aux États-Unis, celui de l'émergence d'un discours sur les vertus d'un nouveau régime d'accumulation financiarisé.

b – Le double discours légitimant sur une nouvelle phase de croissance vertueuse

La politique de l'État fédéral américain n'a pas eu pour unique socle le vieillissement démographique. Elle a aussi bénéficié d'un discours récurrent tout au long des années quatre-vingt-dix sur les vertus d'une croissance retrouvée. Ce discours a eu deux composantes correspondant à deux visions de la croissance : celui de la nouvelle économie et celui du régime d'accumulation financiarisé.

La notion de « nouvelle économie » a été utilisée pour la première fois par quelques journalistes américains (notamment dans *Business Week*) en 1996 pour chercher à expliquer la

¹⁸⁹ Si Gennie Mae appartient au gouvernement américain, Freddie mac et Fannie Mae sont financés par le gouvernement, même si cette dernière appartient à des actionnaires privés.

¹⁹⁰ Leonard Seabrooke, « *Rentier Shifts, Legitimacy, and the Social Sources of International Financial Hegemonies* », Australian National University, Department of International Relations, *Working Paper*, 2004/2, September 2004. Disponible à l'adresse: <<http://rspas.anu.edu.au/ir/working%20papers/04-2.pdf>>.

¹⁹¹ Merove Gijssberts, « The Legitimation of Income Inequality in State-Socialist and Market Societies », *Acta Sociologica*, 45, 4, December 2002, pp. 269-285.

raison de la hausse impressionnante des cours boursiers américains entamée un an auparavant et dont Alan Greenspan avait jugé qu'elle relevait, à l'époque, d'une certaine « exubérance irrationnelle ». Tout comme pour les expressions « miracle asiatique » ou encore « mondialisation », Chesnais fait remarquer que cette expression de « nouvelle économie » recèle un caractère idéologique important¹⁹².

Dans sa version simplifiée, la « nouvelle économie » serait basée sur une accélération de la diffusion des nouvelles technologies de l'information et de la communication (les NTIC) qui permettraient une hausse des cours boursiers par le truchement de la reprise de la hausse de la productivité du travail ainsi que par celle de la productivité totale des facteurs¹⁹³. Ce « déterminisme technologique » serait la manière la plus aboutie de comprendre le fonctionnement et les causes de la croissance américaine de la décennie quatre-vingt-dix¹⁹⁴.

Or trois mythes sont perceptibles dans cette manière de voir¹⁹⁵ :

- d'une part, la qualité de l'information n'est pas meilleure aujourd'hui qu'hier ;
- d'autre part, le cycle économique n'a pas disparu ;
- enfin, l'importance accrue de la production immatérielle n'a pas réduit à néant l'inflation, notamment pour les matières premières et l'immobilier.

Aussi, la croissance fulgurante des années quatre-vingt-dix aux États-Unis pourrait mieux s'expliquer par l'importance prise par la finance de marché. Selon Boyer, « *il se pourrait que l'importance accordée par les analystes aux technologies de l'information soit excessive. Rétrospectivement, la financiarisation apparaît comme un mécanisme sans doute beaucoup plus*

¹⁹² François Chesnais, « La “Nouvelle Économie” : une conjoncture propre à la puissance hégémonique américaine », In : François Chesnais & Alii, *Une nouvelle phase du capitalisme*, Paris, Syllepse, 2001, pp. 41-70.

¹⁹³ Cette idée s'est répandue au moment même où les méthodes de calcul de la productivité ont été réformées. En particulier, les statistiques ont pris en compte un indice de prix « hédoniste » à partir de 1995, c'est-à-dire incluant le prix du matériel informatique mais aussi ses capacités de calcul. Dès lors, toute augmentation des capacités de calcul sans une hausse proportionnelle du prix du matériel a eu pour conséquence de faire baisser les prix et, *in fine*, de faire augmenter la productivité sans raison réelle.

¹⁹⁴ Le Conseil d'Analyse Économique avait tiré la sonnette d'alarme en montrant que le concept de nouvelle économie recouvrait plusieurs sens à la fois, en particulier celui de l'industrie des technologies de l'information et des télécommunications et une nouvelle manière de comprendre le fonctionnement de l'économie dans son ensemble. Daniel Cohen, Michèle Debonneuil, *Nouvelle Économie*, Rapport du CAE, n°28, Paris, La documentation française, 2000.

¹⁹⁵ Robert Boyer, « La diversité des institutions d'une croissance tirée par l'information ou la connaissance : halte au déterminisme technologique ! » in : Centre Saint Gobain pour la Recherche en Economie (Ed), *Institutions et croissance*, Paris, Albin Michel, 2001, pp. 279-326 ; Robert Boyer, *La croissance, début de siècle*, Paris, Albin Michel, 2002.

puissant puisqu'elle affecte la plupart des formes institutionnelles et finit par façonner le régime de croissance américain, beaucoup plus que ne le font les TIC »¹⁹⁶.

En effet, un autre discours, porté par une conjoncture il est vrai exceptionnellement favorable, a pris le relais. Ce discours se base sur l'idée que les États-Unis ont été le siège de l'émergence d'un nouveau régime d'accumulation, à dominante financière, à partir de la fin des années soixante-dix, mais dont le véritable essor débute au début des années quatre-vingt-dix¹⁹⁷. Ce régime d'accumulation est « *ordonné autour des rapports dont la source se trouverait moins dans la sphère de la production que dans celle de la finance* »¹⁹⁸.

Il a trois caractéristiques : d'une part, l'augmentation du rôle des marchés d'actifs permise par le passage à une économie de financement salariale, c'est-à-dire où les marchés d'actifs sont constitutifs de la richesse des ménages dans la détermination de l'équilibre macroéconomique ; d'autre part, l'extension de l'actionnariat salarial *via* les investisseurs institutionnels ; enfin, l'apparition d'une nouvelle forme de gestion financiarisée de l'entreprise, qui introduit de nouveaux critères de gouvernance d'entreprise.

Ce nouveau régime d'accumulation aurait alors des vertus insoupçonnées. Les entreprises seraient en effet poussées par le nouvel actionnariat des investisseurs institutionnels à investir dans des activités dont le potentiel de croissance est élevé et seraient en même temps poussées à adopter des critères de gestion et de transparence plus élevés. Cette nouvelle gouvernance d'entreprise augmenterait l'efficacité de la firme et pousserait les managers vers des investissements qui économisent du capital, notamment vers des investissements d'organisation. Comme le dit Chesnais, « *ces investissements sont à la fois permis et exigés par les nouvelles technologies, en premier lieu les NTIC* ». Ainsi, ces nouvelles technologies permettraient de diminuer les coûts salariaux et les stocks, ce qui favoriserait la formation de profits supplémentaires, dont une partie serait redistribuée *via* les dividendes aux actionnaires et *via* la hausse des cours boursiers. Par ce mécanisme, l'ensemble de la population américaine tirerait profit du passage à la finance de marché, ce qui constitue la validation sociale du nouveau régime d'accumulation et de la politique de promotion de la finance de marché.

¹⁹⁶ Robert Boyer, *Op. cit.*, 2002, pp. 198-199.

¹⁹⁷ Michel Aglietta, *loc. cit.*, 1998.

¹⁹⁸ François Chesnais, « La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogation », *Forum de la Régulation*, Paris, 11-12 octobre 2001.

Conclusion du chapitre 1

Notre propos, tout au long de ce chapitre, a été de montrer que l'économie américaine s'est profondément transformée depuis les années soixante. Cette transformation a principalement consisté en une socialisation toujours plus poussée d'un type particulier de mécanisme de financement de l'économie : la finance de marché. Elle a été constituée d'un large mouvement d'innovations financières, d'une apparition de nouveaux acteurs de la finance, et d'une transformation profonde du rôle et de l'activité des banques américaines.

Mais cette transformation n'a pas été spontanée. Elle reflète plutôt une stratégie de long terme de l'État fédéral américain, consistant à s'appuyer sur la communauté financière nationale et à développer sa capacité à s'endetter, face à des besoins financiers en augmentation constante.

L'État n'a donc pas eu qu'un rôle réactif dans le développement de la finance de marché aux États-Unis. Bien au contraire, par l'interaction qu'il a eue avec la communauté financière, il a su s'appuyer et agir sur une tendance de fond et un discours et des actes légitimants pour promouvoir la finance de marché : celle du vieillissement démographique dès les années soixante-dix et celui de la transformation du régime d'accumulation durant les années quatre-vingt-dix.

Cette politique de long terme a bien sûr servi les intérêts des épargnants et de la communauté financière, mais elle a surtout permis à l'État de limiter le coût de sa dette et de stabiliser ses sources de financement. Ainsi, l'activisme reréglementaire de l'État a favorisé la socialisation de la finance de marché aux États-Unis.

Or, l'État fédéral américain n'a pas eu qu'un impact interne. En effet, une analyse du mouvement de libéralisation du compte de capital, engagé dès les années soixante, semble montrer elle aussi que l'impact des États-Unis a été prépondérant au niveau international.

Chapitre 2 – Le rôle directeur des États-Unis dans la libéralisation du compte de capital

[...] *les marchés libres n'ont pas été bâtis par un hasard économique. Ils reflètent un projet politique élaboré par les priorités domestiques et les stratégies externes des États leaders.*

Louis Pauly¹⁹⁹

Parallèlement au phénomène de socialisation de la finance de marché au États-Unis, un phénomène structurel important s'est produit dans l'histoire monétaro-financière internationale des trois dernières décennies. En effet, on a assisté à la diffusion sur une échelle globale d'une logique d'insertion internationale des nations laissant une très grande marge de manœuvre aux flux de capitaux transnationaux privés.

D'une manière générale, les indicateurs économétriques montrent une tendance marquée à l'ouverture financière et à la restauration de la liberté de circulation du capital depuis les années soixante²⁰⁰. Toutefois, deux dimensions doivent être prises en compte dans l'analyse de ce mouvement : sa forme et son origine. La forme prise par cette restauration a été celle d'une *libéralisation du compte de capital*. Celle-ci n'a été rendue possible que grâce à la faculté progressive de convertibilité monétaire des opérations liées au compte de capital, c'est-à-dire à la levée des contraintes à *la frontière* (notamment réglementaires et juridiques) qui limitaient la plupart des opérations financières internationales privées après la mise en place du régime de Bretton Woods à la fin des années quarante. Mais, elle a surtout été

¹⁹⁹ Louis W. Pauly, *Who Elected the Bankers*, Ithaca and London, Cornell University Press, 1997.

²⁰⁰ Les analyses effectuées à partir des données sur l'ouverture financière sont soit basées sur les données juridiques et réglementaires brutes, soit issues du calcul d'un indicateur synthétique. Pour les premières, on utilise généralement les données sur les restrictions aux flux de capitaux transnationaux, identifiables à l'aide des statistiques fournies par le FMI dans les *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)*. A noter que, depuis 1997, ces statistiques introduisent la distinction entre les restrictions aux flux entrants et sortants. Pour les secondes de très nombreux indicateurs ont été construits. Pour un *survey* de la question, voir : Hali J. Edison & Alii, « Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis », NBER, *Working Paper*, 9100, August 2002. Disponible le 30/10/2003 à l'adresse suivante: <<http://www.nber.org/papers/w9100>>.

permise par des décisions portant sur l'organisation *interne* des systèmes financiers nationaux, décisions qui ont elles aussi facilité l'augmentation de la circulation internationale des capitaux et qui ont même parfois été antérieures à la fin des contrôles. L'utilisation du concept de libéralisation du compte de capital ne doit alors pas être assimilé à un pur anglicisme²⁰¹, dans la mesure où les auteurs anglophones la définissent souvent comme la seule levée des contrôles de capitaux et donc la limitent à la composante externe de l'ouverture financière.

La seconde dimension de ce mouvement concerne son origine. Ce mouvement est en effet, à l'origine, strictement américain et parallèle à la reréglementation. Il s'est progressivement diffusé à l'ensemble des pays développés et émergents, avec une plus ou moins forte intensité et rapidité. Le rôle des États-Unis doit alors être analysé de manière plus pointue dans la mesure où ceux-ci semblent avoir eu un effet *directeur*, même si des facteurs internes à chaque nation doivent être pris en compte. Il nous faudra alors donner un contenu à ce *rôle directeur* exercé par les États-Unis durant la période étudiée.

La première section aura dès lors pour objet de rendre compte des raisons du mouvement de libéralisation du compte de capital, et proposera une interprétation théorique d'ensemble en termes d'Économie Politique Internationale fondée sur le rôle directeur, pour ne pas dire hégémonique, des États-Unis. La seconde section abordera ensuite de manière empirique le contenu du rôle directeur des États-Unis à travers son étude historique et institutionnelle depuis les années soixante.

²⁰¹ La balance des paiements met en exergue la distinction entre l'ensemble des flux dits « réels » en haut, appelé *compte courant*, et l'ensemble des flux dits « financiers » en bas, appelé *compte des opérations financières*. Elle sert à déterminer la *position financière internationale*, c'est-à-dire le bilan qui mesure la détention d'actifs financiers étrangers par l'ensemble des résidents et la détention d'actifs financiers nationaux par les non-résidents. Le bas de la balance des paiements est traditionnellement appelé « compte de capital » par les auteurs anglophones, notamment au sein du FMI.

Section 1 – Une analyse de la libéralisation du compte de capital en termes d'Économie Politique Internationale

Considérer qu'il existe un consensus concernant les causes de la libéralisation du compte de capital n'est pas concevable²⁰². Toutefois, un point important réside dans la prise en compte par la plupart des analyses du rôle très particulier qu'ont eu les États, notamment les plus puissants, dans le mouvement de libéralisation au sein du système financier international. Il semble en effet difficile de nier l'impact décisif des politiques de libéralisation financière et, en particulier, celle engagée par les États-Unis à partir du début des années soixante, dont nous avons exposé les mécanismes dans le chapitre précédent.

Cette prise en compte du rôle des États dans l'analyse implique l'utilisation d'une méthode d'analyse faisant une large part, aux côtés des logiques de maximisation sous contrainte et des arbitrages entre coûts et avantages, aux logiques en termes de pouvoir qui prennent en compte l'asymétrie entre les acteurs impliqués dans le processus. Une analyse en termes d'Économie Politique Internationale est donc adaptée.

Notre propos dans cette section sera alors de faire le point sur les arguments en présence concernant les origines de la libéralisation du compte de capital et de proposer une hypothèse permettant de rendre intelligible l'ensemble de ces éléments. Ainsi, en partant d'une taxonomie inspirée des travaux de Waltz, en partie reprise par Cohen²⁰³, nous pourrions distinguer les facteurs explicatifs selon trois niveaux : d'abord, le niveau systémique, ensuite le niveau sociétal, et enfin le niveau cognitif. L'intérêt de cette taxonomie réside précisément dans le fait que le mouvement de libéralisation nous ramène toujours *in fine* à l'analyse du rôle particulier des États-Unis.

²⁰² Cohen pense que cette multiplicité des analyses concernant l'origine de la libéralisation du compte de capital n'est pas très surprenante, dans la mesure où l'interprétation de l'Histoire s'appuie à chaque fois sur des ontologies et des niveaux d'analyse spécifiques. Benjamin J. Cohen, « Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance », *World Politics*, 48, 2, 1996, p. 273.

²⁰³ Cohen indique que sa typologie reprend les trois paradigmes identifiés par Waltz dans le champ des Relations internationales. Benjamin J. Cohen, *loc. cit.*, 1996, p. 268-296, note 9.

A - Le poids des États leaders au sein du système

Les approches systémiques ont l'avantage de donner une cohérence d'ensemble et une vision de long terme au mouvement de libéralisation du compte de capital. Plus particulièrement, l'approche libérale donne des sources endogènes au mouvement alors que l'approche réaliste en donne des sources interétatiques²⁰⁴. Mais toutes deux nous montrent que la dynamique a pour origine les pays les plus développés, particulièrement les États-Unis.

1 – La hausse de la fongibilité du capital

Une très large proportion des économistes, notamment néoclassiques²⁰⁵, mais aussi certains politologues²⁰⁶, considère que le facteur déterminant dans l'augmentation de la mobilité internationale du capital est l'augmentation quasi autonome de sa fongibilité sur le long terme. Dans cette approche libérale, deux causes sont généralement avancées :

- d'une part, le progrès technologique, notamment l'introduction des technologies de l'information et de la communication au sein même des marchés financiers, a facilité les transactions internationales ;
- d'autre part, les innovations financières, comme les produits dérivés, ont augmenté l'impact des nouvelles technologies sur les transactions financières internationales.

Ces deux phénomènes ont fait baisser les coûts de transaction de manière importante²⁰⁷, mais ils ont aussi augmenté la sensibilité et la concurrence des opérateurs sur les marchés financiers. Les États n'auraient pu alors réagir et auraient été contraints de libéraliser le compte de capital, notamment du fait de l'augmentation du coût des contrôles de capitaux²⁰⁸.

²⁰⁴ À la différence du chapitre précédent, « interétatique » signifie ici « entre les États du globe », et non « entre les États fédérés des États-Unis ».

²⁰⁵ Ralf C. Bryant, *International Financial Intermediation*, Washington D.C, Brookings Institution, 1987 ; Richard B. McKenzie, Dwight R. Lee, *Quicksilver Capital*, New York, Free Press, 1991 ; Richard O'Brien, *Global Financial Integration*, London, Pinter, 1992.

²⁰⁶ David M. Andrews, « Capital Mobility and State Autonomy: Towards a Structural Theory of International Monetary Relations », *International Studies Quarterly*, **38**, 2, June 1994, p. 198.

²⁰⁷ Solomon rapporte que le coût de la minute de téléphone entre Londres et New York a baissé de 90 % entre 1970 et 1990, et que, dans le même temps, le coût d'un ordinateur personnel a chuté de 95 %. Robert Solomon, *Money on the Move*, Princeton, Princeton University Press, 1999, p. 109.

²⁰⁸ Philip G. Cerny, « The Dynamics of Financial Globalization: Technology, Market Structure, and Policy Response », *Policy Sciences*, **27**, 1994, pp. 319-342.

Cet argument amène deux remarques importantes. D'une part, même s'il demeure à long terme indéniable, il pose le problème de la linéarité entre le progrès technologique et l'ouverture financière et, plus particulièrement, celui de l'omission volontaire de l'impact du politique sur l'ouverture financière. Pour Obstfeld et Taylor, « *en dépit des records indiscutés des progrès technologiques et de la croissance économique sur le long terme, nous devons rejeter la tentation d'une simple histoire linéaire quand nous examinons les marchés de capitaux internationaux et leur évolution* »²⁰⁹. En effet, ceci supposerait une certaine irréversibilité de la trajectoire des marchés de capitaux alors que l'expérience de l'entre-deux-guerres montre précisément le contraire.

D'autre part, si la hausse de la fongibilité du capital est à considérer comme la source principale du mouvement de libéralisation du compte de capital, on ne peut alors faire l'impasse sur les effets de la politique de promotion de la finance de marché aux États-Unis depuis plus de trente ans. Nous avons en effet vu au chapitre précédent que ces innovations financières étaient l'une des caractéristiques de la financiarisation de l'économie américaine, elle-même conséquence de l'activisme de l'État américain. Or, beaucoup des auteurs mettant en avant la fongibilité du capital ne prennent pas en compte cet élément et omettent alors de rendre compte des facteurs principalement politiques et réglementaires permettant de comprendre cette course à l'innovation financière depuis les années soixante-dix aux États-Unis, à commencer par la « dialectique de la réglementation ».

2 – L'interaction stratégique des États leaders

Du côté des analyses réalistes (mais pas seulement), on avance plutôt un facteur lié au système interétatique : celui de l'interaction stratégique des États dans un environnement incertain. La libéralisation du compte de capital suit dans ce cas une logique compétitive²¹⁰,

²⁰⁹ Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, « Globalization and Capital Markets », in: Mickael D. Bordo, Alan M. Taylor, Jeffrey G. Williamson (Eds), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, The University of Chicago Press, 2003, p. 124.

²¹⁰ Cerny parle de « *dérégulation compétitive* » ou d'« *État compétitif* ». Voir : Philip G. Cerny, *loc. cit.* Simmons analyse ce phénomène dans sa dimension juridique et considère que la modification des normes économiques légales et l'adoption de normes internationales dépendent de manière importante du comportement des autres États, et notamment des voisins. La réputation et la concurrence entre les États semblent alors être des facteurs majeurs de modification de leur comportement dans le domaine monétaire et financier international. Beth A. Simmons, « International Law and State Behavior: Commitment and Compliance in International Monetary Affairs », *American Political Science Review*, **94**, 4, December 2000, pp. 819-835. Voir aussi: Beth A. Simmons, Zachary Elkins, « Globalization and Policy Diffusion : Explaining Three Decades of Liberalization »,

produit direct d'une logique interétatique de « *démantèlement des obstacles et contrôles à la circulation des capitaux* »²¹¹. Ce jeu serait même auto-renforçant, dans la mesure où la stratégie d'ouverture financière est non coopérative. Les analystes ont d'ailleurs pris conscience de ce phénomène dans les années quatre-vingt, en insistant sur l'idée que la « haute finance » est une question de diplomatie internationale et qu'elle rentre désormais dans la définition de l'intérêt national des États²¹².

Ce facteur systémique pris isolément n'est néanmoins pas satisfaisant puisque la socialité des États et la manière dont les groupes sociaux sont capables d'influencer leurs décisions ne sont pas pris en compte. En effet, nous avons déjà vu dans le premier chapitre comment l'activisme de l'État américain s'était appuyé sur les groupes sociaux domestiques favorables au développement de la finance de marché. Il serait alors contradictoire de nier l'importance des groupes sociaux domestiques dans les autres pays, notamment les autres pays développés ayant des structures économiques et politiques semblables. Des auteurs comme Kébabdjian en ont d'ailleurs conscience puisque ce dernier adosse à ce facteur d'ordre systémique un facteur sociétal et analyse alors le mouvement de libéralisation du compte de capital à l'aide d'un jeu à deux niveaux²¹³.

B - Le rôle des conflits sociétaux et des institutions

La mise en avant de facteurs sociétaux dans l'explication des causes du mouvement de libéralisation du compte de capital se comprend de manière empirique par le fait que, malgré l'influence indéniable des facteurs de nature systémique, chaque expérience nationale a été singulière, notamment en ce qui concerne le calendrier de la libéralisation. Loriaux, reprenant

in: Miles Kahler, David A. Lake (Eds), *Governance in a Global Economy*, Princeton, Princeton University Press, 2003, pp. 275-302. Voir encore: Dennis P. Quinn, « Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890-1999: A Synoptic View », *International Journal of Finance and Economics*, **8**, 3, July 2003, pp. 189-204.

²¹¹ Gérard Kébabdjian, « La nouvelle architecture financière : gouvernance globale ou nouveau régime international », *Études Internationales*, **33**, 2, juin 2002, pp. 217-246.

²¹² « *Aujourd'hui, la haute finance est de beaucoup ce que la diplomatie internationale est toute entière* ». Benjamin J. Cohen, *Op. cit.*, 1986, p. 4.

²¹³ Ce type de jeux fonde, du point de vue théorique, l'analyse des facteurs sociétaux dans la mesure où il ne nie pas l'importance de l'interaction stratégique entre les États ayant des intérêts propres, mais la complète en tenant compte des intérêts des groupes sociaux nationaux. Voir : Robert D. Putman, « Diplomacy and Domestic Politics: the Logic of Two-Level Games », *International Organization*, **42**, 3, summer 1988, pp. 427-460. Voir aussi : Peter B. Evans, Harold K. Jacobson, Robert D. Putman (Eds), *Double-Edged Diplomacy*, University of California Press, 1993.

les analyses effectuées sur cinq pays en particulier, indique notamment que « *les pressions du marché sont évidentes dans tous les cas, mais [qu'] elles se manifestent différemment de pays à pays. De la même manière, bien que les États-Unis aient exercé des pressions politiques indirectes et parfois des pressions diplomatiques directes pour forcer certains pays à modifier leur politique, cette pression a affecté certains pays plus que d'autres* »²¹⁴. Se dégage donc ici un modèle pluraliste cherchant dans la dynamique interne des nations la raison première du mouvement de libéralisation du compte de capital.

Ce type d'argument se retrouve dans de nombreuses contributions qui cherchent toutes à montrer le rôle des facteurs domestiques sociétaux dans la politique économique internationale des États²¹⁵. Plus exactement, ces contributions cherchent à montrer que les préférences économiques des États sont dérivées de et s'appuient sur la compétition entre individus, entreprises ou secteurs économiques domestiques. Cette compétition découle elle-même de la position de chacun dans la société et des effets redistributifs de l'ouverture financière, dont le but principal est l'influence des décisions gouvernementales.

Aussi, une fois l'identification des groupes sociaux et de leur capacité d'action effectuée pour chaque pays, on peut déterminer une multitude de facteurs domestiques. Ceux-ci se regroupent en deux grands types d'arguments. Ceux qui mettent en avant l'impact des groupes sur les décisions des États (développés ou non développés) et ceux qui mettent en avant le filtre des institutions nationales.

1- L'impact des groupes sociaux internationalistes

A l'instar de ce que nous avons vu au chapitre premier concernant les politiques réglementaires aux États-Unis, plusieurs auteurs montrent comment les groupes sociaux exercent une influence sur l'ouverture financière dans les pays leaders. Les arguments, liés

²¹⁴ Michael Loriaux, « The End of Credit Activism in Interventionists States », in: Michael Loriaux & Alii, *Capital Ungoverned*, Ithaca and London, Cornell University Press, 1997, p. 11.

²¹⁵ Outre les travaux de Sobel et Frieden, voir aussi : David A. Leblang, « Domestic and Systemic Determinants of Capital Controls in the Developed and Developing World », *International Studies Quarterly*, **41**, 3, September 1997, pp. 435-454. L'une des premières contributions allant dans le sens d'une prise en compte plus importante des facteurs domestiques sociétaux est celle de Katzenstein en 1976. Peter J. Katzenstein, « International Relations and Domestic Structures: Foreign Economic Policies of Advanced Industrial States », *International Organization*, **30**, 1, winter 1976, pp. 1-45.

aux effets factoriels²¹⁶ ou sectoriels²¹⁷ de l'ouverture financière, montrent que certains groupes sociaux ont un avantage certain à exercer une influence sur l'État.

Dans le cas des analyses sectorielles, Frieden montre par exemple que lorsque la mobilité internationale du capital est forte, la division entre les groupes sociaux est plus marquée par l'existence de facteurs spécifiques, non mobiles au niveau international. En particulier, certains secteurs ont un capital diversifié et facilement mobile alors que d'autres nécessitent une localisation et des activités spécifiques. Le clivage s'effectue alors entre deux secteurs :

- d'une part, un secteur international/compétitif dont l'intérêt est à court terme de diversifier ses actifs ou de bénéficier d'opportunités d'investissement international (notamment les créanciers et ceux qui les servent ou encore les producteurs compétitifs et ceux qui bénéficient de leurs emplois) ;
- d'autre part, un secteur insulaire/non compétitif qui a tout à perdre à court terme de l'ouverture financière (notamment les industries et secteurs importateurs ainsi que les producteurs de biens non échangeables)²¹⁸.

Cette analyse permet ainsi d'enrichir l'analyse à partir des effets systémiques car, même si les pays développés ont été pris dans cette logique de libéralisation compétitive, la hausse de la fongibilité du capital n'a pas touché tous les secteurs de la même manière et certains pays ont pu amoindrir, retarder, ou même provoquer la libéralisation. Ainsi, la contrainte

²¹⁶ Dennis P. Quinn, Carla Inclan, « The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization », *American Journal of Political Science*, **41**, 3, July 1997, pp. 771-813. Quan Li, Dale S. Smith, « The Dilemma of Financial Liberalization: State Autonomy and Societal Demands », *The Journal of Politics*, **64**, 3, August 2002, pp. 764-790. Scheve et Slaughter montrent, dans une étude plus empirique, que les préférences politiques en ce qui concerne l'ouverture au sens large sont corrélées au clivage travail qualifié / travail non qualifié aux États-Unis. Kenneth F. Scheve, Matthew J. Slaughter, *Globalization and the Perceptions of American Workers*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2001, chap. 5, pp. 87-96.

²¹⁷ Jeffrey A. Frieden, « Capital Politics: Creditors and the International Political Economy », *Journal of Public Policy*, **8**, 3/4, July/December 1988, pp. 256-286; Jeffrey A. Frieden, « Sectoral Conflict and Foreign Economic Policy », *International Organization*, **42**, 1, winter 1988, pp. 59-90; Jeffrey A. Frieden, « Invested Interests: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance », *International Organization*, **45**, 4, autumn 1991, pp. 425-45.

²¹⁸ Ce clivage sectoriel porte le conflit entre les groupes sociaux sur trois points de la politique économique internationale de l'État : la protection des actifs à l'étranger, la politique monétaire et fiscale et la politique commerciale. Jeffrey A. Frieden, « Capital Politics: Creditors and the International Political Economy », *Journal of Public Policy*, **8**, 3/4, July/December 1988, pp. 256-286.

structurelle née au niveau systémique est internalisée de manière différente selon les pays et l'influence des groupes sociaux qui les composent²¹⁹.

2 – La libéralisation par la fin de la répression financière dans les pays du Sud

Les analyses concernant l'impact des groupes sociaux dans les pays en développement insistent beaucoup plus sur la manière dont le secteur financier national est considéré : c'est l'hypothèse de *répression financière*²²⁰. L'idée est que les acteurs économiques en place (les *historiques*) ne sont pas prêts à ce que le marché financier national se développe, dans la mesure où ils bénéficient déjà d'un accès privilégié au crédit ou à l'information. Leur gain si le marché financier national se développe est donc plus faible que pour les nouveaux arrivants potentiels, puisque ils peuvent déjà utiliser des collatéraux ou faire appel à leur réputation dans leurs opérations de financement. À l'inverse, le développement du marché financier national augmente la concurrence potentielle dans la mesure où des producteurs potentiels (les *nouveaux*) peuvent voir le jour et faire baisser l'importance de cette réputation ou de la valeur des collatéraux et, donc, augmenter la concurrence dans l'accès au crédit.

Les historiques ont alors tout intérêt à faire pression sur le gouvernement pour empêcher le développement du marché financier national et protéger leur rente de situation. Le clivage politique quant à l'ouverture financière qui permet le développement du marché financier national est dès lors entre les historiques et les nouveaux. Ces derniers regroupent les nouvelles entreprises à investissement initial élevé et à cycle de rentabilité long, ainsi que la population qui bénéficierait de leurs emplois en général. Mais comme ils ont du mal à coordonner leur action politique, le développement des marchés financiers nationaux dépendra bien plus de facteurs externes, notamment du niveau d'ouverture commerciale. Dans

²¹⁹ Selon Goodman et Pauly, « dans le domaine crucial des flux de capitaux, les deux [dimensions, national et international] interagissent selon un schéma très net : la structure financière globale affecte les dynamiques des processus politiques nationaux en changeant et privilégiant les intérêts et les actions de certains types de firmes ». John B. Goodman, Louis W. Pauly, « The Obsolescence of Capital Controls? Economic Management in the Age of Global Markets », *World Politics*, 46, 1, October 1993, p. 51.

²²⁰ Leblang définit la répression financière comme étant le fait pour un gouvernement de « ne pas autoriser au secteur financier d'agir à son plus fort potentiel en introduisant toutes sortes de réglementations, lois, et autres instruments non marchands de restriction du comportement des banques et des autres intermédiaires financiers en général ». David A. Leblang, *loc. cit.*, 1997, p. 449.

ce cas, l'ouverture commerciale a un effet direct sur l'ouverture financière dans la mesure où elle augmente à la fois les débouchés potentiels des historiques et la concurrence dans l'accès au crédit national²²¹.

3 – Le filtre des institutions nationales

L'effectivité de l'influence des groupes sur l'État dépend aussi de leur capacité d'action, ce qui pose la question de la nature des institutions politiques nationales. La capacité des groupes sociaux à modifier le comportement de l'État dépend alors de deux éléments complémentaires. D'une part, elle dépend du système juridique national. En particulier, les groupes sociaux auraient une capacité d'action sur l'État plus faible dans les pays ayant un système de *Common Law*, même si, dans ces pays, le développement des marchés financiers serait facilité par une protection des droits de propriété supérieure²²². D'autre part, elle dépend de la nature organisationnelle de l'État. Dans les États centralisés, les groupes privés ont une capacité d'influence plus forte dans la mesure où ils peuvent plus facilement capturer l'État ou les institutions nationales. Une distinction est alors nécessaire entre l'analyse des pays à structure centralisée et ceux à structure décentralisée, qui recoupe partiellement et de manière complémentaire celle entre pays à *Common Law* et à *Civil Law*.

Dès lors, la conclusion que l'on peut tirer des analyses portant sur le niveau sociétal est double. D'une part l'importance des facteurs sociétaux dans la libéralisation du compte de capital ne doit pas être sous-estimée, mais elle doit être remise dans le contexte de chaque situation nationale. En particulier, les groupes sociaux et leur influence sur les décisions de l'État dépendent de la situation économique et institutionnelle. D'autre part, la libéralisation du compte de capital, dans cette perspective domestique sociétale, correspond à coup sûr à la redéfinition des compromis et des rapports de forces nationaux. Quel que soit le pays considéré, on observe un retour en force des groupes favorables à la libéralisation, même si cela est plus marqué dans certains pays que dans d'autres.

²²¹ Raghunam G. Rajan, Luigi Zingales, « Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, **69**, 1, July 2003, pp. 5-51. Ces auteurs considèrent que ce type d'argument n'est pas envisageable pour le cas des États-Unis.

²²² Ibid. Voir aussi : Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine, « Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter ? », *Journal of Comparative Economics*, **31**, 4, December 2003, pp. 653-676.

C - L'impact du renouveau néolibéral

À un troisième niveau d'analyse, la libéralisation du compte de capital peut être expliquée comme la conséquence d'une modification profonde et radicale de la manière dont l'économie et l'intervention des États sont analysées et de la manière dont les politiques économiques sont alors envisagées. On peut classer les arguments cognitifs selon deux grands types. Le premier est celui de l'origine partisane de l'ouverture financière et le second celui de son origine idéologique.

1 – L'absence d'effet partisan

La mise en avant de l'hypothèse partisane est assez récente et correspond à l'analyse de la relation entre la composition partisane des gouvernements et les politiques macroéconomiques adoptées²²³. Les analyses de ce type se sont très fortement approfondies depuis le début des années quatre-vingt-dix et cherchent notamment à savoir si les cycles politiques ont été suivis d'effet sur l'ouverture financière des pays²²⁴.

L'hypothèse est que les partis politiques ont des positions différentes et très facilement identifiables quant au fonctionnement de l'économie et qu'ils usent alors de politiques différentes lorsqu'ils sont au pouvoir²²⁵, notamment en raison des origines socioéconomiques de leurs membres. Plus exactement, les gouvernements de Gauche auraient une tendance plus marquée à l'utilisation des contrôles de capitaux que les gouvernements de Droite, ce qui aurait une influence sur les politiques de libéralisation du compte de capital menées depuis la décennie soixante-dix. Plusieurs résultats sont alors identifiables.

²²³ Les articles de Alesina en 1987 et de Alesina et Roubini en 1992 sont considérés comme les articles fondamentaux dans ce champ d'étude du cycle politique partisan. Alberto Alesina, « Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game », *Quarterly Journal of Economics*, **102**, 3, August 1987, pp. 651-78. Alberto Alesina, Nouriel Roubini, « Political Cycles in OECD Economies », *Review of Economic Studies*, **59**, 201, October 1992, pp. 663-689. Pour une synthèse efficace des travaux inscrits dans ce champ, voir: William R. Clark & Alii, « International and Domestic Constraints on Political Business Cycles in OECD Economies », *International Organization*, **52**, 1, Winter 1998, pp. 87-120.

²²⁴ Thomas Oatley, « How Constraining is Capital Mobility? The Partisan Hypothesis in an Open Economy », *American Journal of Political Science*, **43**, 4, October 1999, pp. 1003-1027. Voir aussi: Dennis P. Quinn, Carla Inclan, *loc. cit.*, 1997, pp. 771-813.

²²⁵ Cette hypothèse ne doit pas être confondue avec celle du cycle politique opportuniste développée en 1975 par Nordhaus, c'est-à-dire l'idée que les gouvernements auraient tendance à agir de manière opportuniste quelques mois avant des élections seulement. Voir: William D. Nordhaus, « The Political Business Cycle », *Review of Economic Studies*, **42**, 130, April 1975, pp. 169-90.

Le premier est l'*effet asymétrique* de la composition partisane des gouvernements. Les études économétriques mettent en évidence le fait que les États ayant à leur tête des partis politiques de Droite ou du centre sont plus enclins à avoir des politiques de libéralisation financière que ceux ayant à leur tête des partis de Gauche, puisque, contrairement à ces derniers, ils cherchent *à priori* à avoir des politiques anti-inflationnistes ou qui favorisent le capital. Par contre, l'arrivée au pouvoir de partis de Gauche ne semble pas remettre en cause une libéralisation financière déjà engagée²²⁶. Les politiques de restriction des flux de capitaux semblent alors beaucoup plus liées à d'autres facteurs, notamment économiques²²⁷.

Un deuxième résultat concerne la *sélectivité* de l'effet partisan sur l'ouverture financière. Le lien entre modification de la composition partisane des gouvernements et ouverture financière est en effet beaucoup plus significatif pour les démocraties et les pays de l'OCDE que pour les autres pays. Ceci semble lié en premier lieu aux caractéristiques de l'insertion internationale de ces pays qui sont en général plus ouverts commercialement et dont les groupes sociaux pèsent de manière plus directe sur les décisions gouvernementales²²⁸.

Enfin, un troisième résultat concerne la *perte d'influence* de la composition partisane des gouvernements sur la politique d'ouverture financière à partir des années quatre-vingt. Ce phénomène est souvent corrélé avec un facteur d'origine domestique ou systémique. Quinn et

²²⁶ Voir à ce propos l'analyse suivante: Scott L. Kastner, Chad Rector, « Partisan Cycles to Capital Controls Policies », University of California at San Diego, Department of Political Science, 2003. Disponible à l'adresse: <<http://weber.ucsd.edu/~crector/papers/partycycfeb2003.pdf>>. Cette étude est basée sur un panel de 12 pays européens entre 1960 et 1986.

²²⁷ Ce résultat est compatible avec les données réunies par Mosley ou Garrett sur les effets de la libéralisation du compte de capital sur les politiques redistributives, puisque ces deux auteurs insistent sur leur caractère limité. Layna Mosley, « Room to Move : International Financial Markets and National Welfare States », *International Organization*, **54**, 4, autumn 2000, pp. 737-773. Geoffrey Garrett, « Global Markets and National Politics: Collision Course or Virtuous Circle? », *International Organization*, **52**, 4, autumn 1998, pp. 787-824.

²²⁸ Brune, Garrett, Guisinger et Sorens montrent par exemple que les pays dont le développement économique est le plus important ont une tendance plus grande à l'ouverture financière. De même, ils montrent que dans le groupe des pays de l'OCDE, ceux dont les dépenses publiques sont les plus fortes sont plus ouverts financièrement, alors que le contraire semble se vérifier pour les pays les moins développés. Enfin, ils semblent corroborer la thèse d'un lien entre développement de la démocratie et ouverture financière, notamment pour les pays en développement économique. Leur étude porte sur un panel de 173 pays entre 1973 et 1999. Nancy Brune & Alii, « The Political Economy of Capital Account Liberalization », *Paper Presented at the 2001 Annual Meetings of the American Political Science Association*, San Francisco, August 31, 2001. Disponible le 14/01/2003 à l'adresse: <<http://www.international.ucla.edu/cms/files/capacct.pdf>>. Voir aussi l'étude de Dailami : Mansoor Dailami, « Financial Openness, Democracy, and Redistributive Policy », The World Bank Institute, *Working Paper*, 2372, June 2000. Disponible le 15/01/2004 à l'adresse suivante: <<http://econ.worldbank.org/docs/1124.pdf>>.

Inclan l'expliquent par exemple par la baisse relative des forces ayant un intérêt aux restrictions des flux de capitaux transnationaux dans les années quatre-vingt, baisse ayant notamment pour origine la convergence de la productivité totale des facteurs entre les pays de l'OCDE²²⁹. Dans un autre registre, Bernhard et Leblang émettent l'hypothèse que l'ouverture financière incite les responsables politiques à se décharger des responsabilités monétaires sur des autorités indépendantes, dans le but de mieux gérer l'incertitude des résultats de leurs politiques, ce qui leur permettrait de rester plus longtemps au pouvoir²³⁰. Enfin, Kastner et Rector considèrent que la baisse de l'influence de la composition partisane des gouvernements provient de l'augmentation des contraintes liées à l'ouverture financière²³¹.

La composition partisane des gouvernements est donc un moyen de rendre compte de l'influence des idées et des représentations des individus et des États sur les politiques d'ouverture financière. Mais ce type d'argument demeure problématique dans la mesure où il est uniquement fondé sur une analyse en terme de rationalité substantive. Le comportement est supposé rationnel dans la mesure où les acteurs sont guidés par leur intérêt (économique ou politique) et ont des raisonnements de nature stratégique. La théorie considère alors que les intérêts des acteurs en présence sont très clairement identifiables. Mais on peut aussi considérer que les acteurs, y compris les États, n'ont pas des intérêts aussi clairement définis. Dès lors, bien plus qu'un basculement Gauche/Droite, le renouveau néolibéral semble plus approprié pour expliquer la manière dont a été légitimé l'ouverture financière.

2 – Le rôle du basculement idéologique néolibéral aux États-Unis

Les acteurs peuvent percevoir leur intérêt de manière biaisée et partiellement subjective, surtout dans un monde incertain, ce qui influence leur comportement et leurs décisions. L'importance des idées et des valeurs sur le comportement des individus et des États ne peut

²²⁹ Dennis P. Quinn, Carla Inclan, *loc. cit.*, 1997, p. 806.

²³⁰ William Bernhard, David Leblang, « Political Parties and Monetary Commitments », *International Organization*, **56**, 4, autumn 2002, pp. 803–830.

²³¹ Scott L. Kastner, Chad Rector, « International Regimes, Domestic Veto-Player, and Capital Controls Policy Stability », *International Studies Quarterly*, **47**, 1, March 2003, pp. 1-22.

alors se mesurer uniquement par la composition partisane des gouvernements, mais passe par une analyse des représentations subjectives des individus et des bureaucraties²³².

Ce type d'analyse montre alors très clairement que la remise en cause des conceptions issues de la seconde guerre mondiale a été radicale depuis les années soixante-dix et quatre-vingt. Cette remise en cause a même permis l'émergence, selon certains, d'une véritable « *nouvelle orthodoxie financière enchâssée* », où « *la production et les échanges sont d'abord et avant tout modelés par des impératifs monétaires et financiers* »²³³, alors que l'ancienne conception du monde était celle d'un « libéralisme enchâssé », où ces impératifs, tant au niveau nationaux qu'internationaux, étaient strictement limités²³⁴.

Premièrement, ce basculement idéologique s'explique par la perte d'efficacité pratique durant les années soixante-dix des politiques économiques keynésiennes nationales d'après guerre. L'inflation, mais surtout les nombreuses attaques spéculatives sur les monnaies (Sterling en 1976, Dollar en 1978, Franc Français en 1981), ont rendu obsolètes les politiques interventionnistes classiques, comme on peut s'y attendre lorsque les mouvements de capitaux transnationaux augmentent.

Deuxièmement, les décideurs politiques, que ce soit au niveau national ou au niveau international, ont été très sensibles au discours de certains grands penseurs du néolibéralisme, et notamment de Milton Friedman et Friedrich Von Hayek. Ce discours, qui vantait les avantages de marchés financiers libres, était d'autant plus écouté que la situation était délicate. Il fut ensuite relayé au niveau des grandes institutions financières internationales (FMI et Banque Mondiale en tête) et permit l'élaboration d'un nouveau consensus, celui de

²³² Odell considère même que la discipline gagnerait beaucoup à prendre plus en compte les analyses de Simon sur la rationalité limitée. John S. Odell, « Bounded Rationality and the World Political Economy », in: David M. Andrews, C. Randall Henning, Louis W. Pauly (Eds), *Governing the World's Money*, Ithaca and London, Cornell University Press, 2002, pp. 168-193.

²³³ Philip G. Cerny, « The Infrastructure of the Infrastructure? Toward "Embedded Financial Orthodoxy" in the International Political Economy », in: Ronen P. Palan, Barry Gills (Eds), *Transcending the State-Global Divide*, Boulder and London, Lynne Rienner Publisher, 1994, p. 226.

²³⁴ Helleiner raconte d'ailleurs que, contrairement à une idée très largement répandue, l'ordre de Bretton Woods était tout sauf libéral pour le système financier international, notamment en raison de la très grande désillusion due à la crise des années trente. Eric Helleiner, « When Finance Was the Servant: International Capital Movements in the Bretton Woods Order », in: Philip G. Cerny (Ed), *Finance and World Politics*, Cambridge (UK), Edward Elgar, 1993, pp. 20-48.

Washington, qui allait guider les politiques économiques nationales depuis lors²³⁵. Ce discours a été bien sûr relayé par de nombreux groupes socio-économiques à l'intérieur des pays ayant libéralisé leur compte de capital et, notamment, les firmes transnationales et les communautés financières nationales²³⁶.

Troisièmement, ce renversement idéologique radical a été grandement facilité par la perte d'influence des idées anti-capitalistes depuis le milieu des années quatre-vingt. En analysant le sentiment anti-capitaliste à partir de l'importance du vote communiste, Quinn et Toyoda montrent par exemple que ce sentiment est corrélé négativement avec l'ouverture financière, en particulier dans les pays émergents démocratiques stables et les pays émergents autocratiques instables²³⁷. La disparition de l'Union Soviétique est alors non seulement un phénomène bouleversant les rapports de force entre les grands pays industrialisés, mais aussi un facteur accélérant la diffusion de la norme néolibérale.

On peut alors conclure que, bien plus qu'à une modification de la composition des gouvernements des différents pays du globe, la libéralisation du compte de capital semble être une conséquence d'une double négation : celle du keynésianisme dans les pays développés et celle de l'anti-capitalisme dans les pays en développement. Or, tout comme l'ancienne

²³⁵ La transmission de ce type de conception aux divers acteurs peut s'expliquer par de très nombreux facteurs. Notamment, au niveau international, on peut noter l'émergence d'une véritable « communauté épistémique » néolibérale, partageant ces valeurs et croyances, et exerçant une influence sur les gouvernements des différents États, dont le forum économique mondial de Davos est l'archétype. Voir à ce propos : Peter M. Haas, « Introduction : Epistemic Communities and International Policy Coordination », *International Organization*, 46, 1, winter 1992, pp. 1-35. Malgré l'absence de prise en compte de la globalisation financière, l'ouvrage de Keck et Sikkink offre une vision intéressante de l'influence exercée par les réseaux activistes transnationaux (Transnational Advocacy Networks) sur les gouvernements, voir : Margaret E. Keck, Katherine Sikkink, *Activists Beyond Borders*, Ithaca, Cornell University Press, 1998.

²³⁶ Il faut noter aussi le rôle tout à fait primordial des médias financiers dans la diffusion de cette conception du monde économique. Madrick, pour le cas des États-Unis, note que les plus grands médias financiers n'ont plus questionné la libéralisation financière après 1977, et ce, jusqu'en 1999. En Europe, l'auteur remarque que seul *The Economist* a parfois analysé et même partiellement justifié les mesures de contrôle des capitaux, comme pour le Chili, en 1995. Il affirme même qu'« en général, la presse financière était pleinement dans le camp de la libéralisation des contrôles de capitaux ». Jeff Madrick, « The Influence of the Financial Media over International Economic Policy », Center for Economic Policy Analysis, *Working Paper*, 2000-14, June 2000, p. 28. Disponible à l'adresse : <<http://www.newschool.edu/cepa/papers/archive/cepa0316.pdf>>.

²³⁷ Dennis P. Quinn, A. Maria Toyoda, « Anti-Capitalist Sentiment as a Determinant of International Financial Liberalization », *Prepared for Presentation at the International Diffusion of Democracy and Markets Conference*, UCLA International Institute, March 7-8, 2003. Disponible le 15/01/2004 à l'adresse suivante : <<http://www.wcfia.harvard.edu/conferences/internationaldiffusion/Papers/ToyodaQuinn.pdf>>.

conception du monde économique, cette nouvelle conception est d'origine américaine, ce qui laisse à penser que sur ce point aussi l'impact des États-Unis a été non négligeable. Il nous faut alors, tout en prenant en compte les trois niveaux explicatifs que nous avons identifiés, rendre compte de l'impact particulier des États-Unis dans le mouvement de libéralisation du compte de capital.

D – L'impact particulier des États-Unis dans la libéralisation du compte de capital

Même si de nombreux facteurs sont à l'origine du mouvement de libéralisation du compte de capital, une série d'éléments clés semble se dégager des propos qui précèdent. Premièrement, la libéralisation du compte de capital n'a pu être spontanée et uniquement tributaire de la dynamique endogène des marchés financiers internationaux. Deuxièmement, l'origine américaine du mouvement de libéralisation du compte de capital ne peut être ignorée, dans la mesure où les États-Unis ont été les pionniers du mouvement, tant pour le niveau systémique que pour les niveaux domestique ou cognitif.

L'hypothèse que nous avançons porte ainsi sur le *rôle directeur* des États-Unis, rôle qu'ils ont et qu'ils continuent d'exercer en raison de leur capacité à peser à la fois sur la dynamique du système monétaire-financier international et sur celle du système interétatique. Elle englobe alors tous les niveaux d'analyse, tout en donnant un poids plus important aux deux facteurs systémiques identifiés plus haut, eux-mêmes effets de la politique financière américaine depuis plus de trois décennies. Cette analyse est basée sur l'idée que les États-Unis disposent d'une hégémonie au sein de la structure financière internationale actuelle. Le pouvoir exercé par les États-Unis est un pouvoir structurel issu de la relation entre l'État et la société nationale, et plus particulièrement de l'enchâssement interactif de l'État fédéral avec la société américaine. Son contenu est lié à la politique financière interne et externe des États-Unis.

1 - L'hégémonie comme cadre d'analyse

Le concept d'hégémonie²³⁸ a été utilisé au début du siècle dernier par Gramsci²³⁹ dans une perspective politique et révolutionnaire domestique. Ce concept a ensuite été repris et largement modifié dans les années soixante-dix par certains auteurs cherchant à intégrer le pouvoir dans leurs analyses de la dynamique de l'économie internationale²⁴⁰. Ce type d'analyse a alors fondé une grande partie des recherches en Économie Politique Internationale²⁴¹.

L'analyse en terme d'hégémonie est indissociable de celle de l'émergence d'un ordre économique international libéral, lequel dépend de la capacité d'action d'un État au sein du système international. Plus exactement, l'hégémonie est un système de relation de pouvoir qu'exerce un hégémon avec d'autres États et qui lui permet, non pas de fixer dans le détail les règles et principes internationaux, mais de *structurer le champ d'action possible* des autres acteurs. Dans le sillon tracé par François Perroux, qui considère « [qu'] *il est aussi opportun de concevoir le monde économique comme un ensemble de rapports patents ou dissimulés entre dominants et dominés que comme un ensemble de rapports entre égaux* »²⁴², ce type d'analyse se base sur l'idée que les relations interétatiques, mais surtout économiques, ne se font jamais en dehors des rapports de pouvoir.

Trois types de critères sont traditionnellement évoqués lorsque l'on parle d'hégémonie concernant un État. Ces critères sont à mettre en relation avec ceux mesurant le pouvoir. Le

²³⁸ Hégémonie « *dérive du grec eghestai qui signifie "conduire", "être guide", "être chef", et du verbe eghemoneuo qui veut dire "être guide", "précéder", "conduire", d'où par dérivation, "être chef", "commander", "dominer". Par eghemonia, le grec ancien désignait le commandement suprême des armées. Il s'agit donc d'un terme militaire. L' "eghemon" était le condottiere, le guide et aussi le commandant de l'armée. A l'époque de la guerre du Péloponnèse, on parlait de cité "eghemon" pour celle qui dirigeait l'alliance des cités grecques en lutte entre elles* ». Maria-Antonietta Macciocchi, *Pour Gramsci*, Paris, Édition du Seuil, 1974, p. 199.

²³⁹ Sur ce point voir : Perry Anderson, *Sur Gramsci*, Paris, Maspero, 1978. Traduit de: Perry Anderson, « The Antinomies of Antonio Gramsci », *New Left Review*, 100, nov-déc 1976, pp. 5-78.

²⁴⁰ En particulier, Kindleberger, reprenant les conceptions de Perroux sur le rôle de l'Économie Internationalement Dominante, même s'il préfère employer le terme de leadership, a émis dès le début des années soixante-dix l'hypothèse d'un fonctionnement hégémonique du système monétaire international. Voir : Charles P. Kindleberger, *Op. cit.*, 1973.

²⁴¹ Voir sur ce point : Grégory Vanel, « Le concept d'hégémonie en Économie Politique Internationale », Centre Études Internationales et Mondialisation, *Économie Politique Internationale – Cahier de recherche*, 03-02, avril 2003. Disponible à l'adresse : <http://www.unites.uqam.ca/gric/pdf/Cahier_Vanel.pdf>.

premier est d'ordre quantitatif et a trait aux capacités matérielles brutes de l'hégémon. Le deuxième est d'ordre politico-idéologique, et a trait à la capacité de ralliement de l'hégémon, c'est-à-dire sa capacité de produire un consensus. Le troisième est lié à la nature organisationnelle de l'hégémon et a trait à sa capacité de transfert entre le premier et le deuxième type de critère²⁴³.

L'hégémonie est donc la conjonction de deux éléments au niveau du système international. C'est un principe de socialité, c'est-à-dire une organisation particulière du système international faisant d'un État le cœur de celle-ci. Mais c'est aussi un principe d'efficacité, c'est-à-dire une organisation particulière garante de l'ordre international libéral. L'hégémon, quant à lui, revêt un double caractère. C'est à la fois celui qui commande, c'est-à-dire celui qui prend *in fine* les décisions contraignantes, mais aussi celui qui dirige, c'est-à-dire celui qui propose sa propre vision du monde aux autres États (de quelque manière que ce soit) et qui fait émerger un consensus au sein du système international.

Appliqué spécifiquement au cadre de l'ouverture financière et de la dynamique du système monétaire-financier international, ce type d'analyse révèle un comportement déterminant de la part de l'État américain. Il reconnaît en effet l'existence d'une asymétrie entre les économies et d'une polarisation du système monétaire financier international, qui fait de la politique financière d'un État le facteur majeur du changement des conditions et de l'exercice des politiques des autres États.

2 – L'importance du pouvoir structurel dans le système monétaire-financier international

L'application du principe hégémonique au système monétaire-financier international est traditionnellement liée à la question de la stabilité monétaire internationale. L'hégémonie, dans ce contexte, serait une fonction exercée par un État qui permet, par l'intermédiaire de plusieurs mécanismes, de stabiliser durablement le système monétaire international. Cette stabilité est alors considérée comme un bien public international produit par l'hégémon.

²⁴² François Perroux, *Op. cit.*, 1961, p. 27.

²⁴³ « La puissance n'est pas le produit d'un facteur unique qui la rendrait aisément et clairement identifiable, classable, voire mesurable. Elle est le résultat de nombreux facteurs. Ces facteurs ont toujours plusieurs dimensions. Ces dimensions interagissent et c'est précisément la marque de la puissance que de pouvoir mobiliser sur un terrain la puissance disponible dans les autres [...] ». Bernard Gerbier, « La notion de puissance internationalement dominante et la tâche des États-Unis aujourd'hui », *Communication à la journée d'étude "gouvernance globale"*, Grenoble, 24 janvier 2002, p. 2.

Eichengreen²⁴⁴ identifie par exemple trois fonctions permettant cette stabilité hégémonique : l'ajustement international, la fourniture de liquidités internationales et la fonction de Prêteur International en Dernier Ressort.

Ce type de conception de l'hégémonie repose sur une vision particulière du pouvoir au sein du système monétaire-financier international, qui provient de la tradition réaliste, et qui insiste plus sur la dimension « commandement » d'un ordre hégémonique international. Ce courant de pensée considère en effet l'hégémonie comme « *la puissance de l'État dominant à l'intérieur d'une certaine constellation diplomatique* »²⁴⁵. Aussi, le pouvoir y est uniquement envisagé comme une aptitude à faire faire à autrui ce qu'il n'aurait pas fait sinon, donc comme un pouvoir purement relationnel. Ce pouvoir peut être direct ou indirect²⁴⁶, mais est uniquement envisagé comme une ressource mobilisable par les États et qui leur permet d'agir au niveau international. Au sein du système monétaire-financier international, cette ressource serait la capacité de contrôle du crédit international, qui dépend en premier lieu de la capacité de l'économie nationale à générer des excédents courants et donc à être créditrice vis-à-vis du reste du monde.

Cette caractéristique a alors une conséquence normative importante. Dès lors que la position financière internationale de l'hégémon passerait d'une position créditrice à une position débitrice, son pouvoir devrait baisser. Dans ce cadre, le mouvement de libéralisation du compte de capital s'expliquerait alors par le déclin des États-Unis, incapables de maîtriser efficacement les forces des marchés financiers internationaux qui augmenteraient à la fois le coût des contrôles et les besoins de coopération interétatique au moment même où le stabilisateur serait en perte de vitesse. De plus, à cette perte de pouvoir s'ajouterait

²⁴⁴ Barry Eichengreen, « Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System », in: Barry Eichengreen, *Elusive Stability*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990, pp. 271-311.

²⁴⁵ Jean-François Rioux, Eric Keenes, Greg Légaré, « Le néo-réalisme ou la reformulation du paradigme hégémonique en Relations internationales », *Études Internationales*, **19**, 1, mars 1988, p. 60.

²⁴⁶ On parle de pouvoir direct lorsqu'il est révélé aux autres de manière consciente par une action précise. Par contre, il peut être indirect à partir du moment où la non décision d'un acteur exerce une influence sur d'autres acteurs et les pousse à agir. L'acteur ayant du pouvoir n'est dans ce cas pas obligé d'agir pour l'exercer. Voir: Stephen Gill, David Law, *The Global Political Economy*, New York, Harvester, 1988.

nécessairement une modification du comportement de l'hégémon qui adopterait un comportement de prédation du fait de son déclin²⁴⁷.

Pourtant, de nombreux auteurs ont mis en évidence que le pouvoir relationnel n'est pas la seule modalité d'exercice du pouvoir, surtout en ce qui concerne la finance. En effet, on peut considérer l'hégémonie comme étant en même temps la « direction » du système, c'est-à-dire « *la domination idéologique d'un groupe qui lui permet de s'assurer de la légitimité et de l'autorité nécessaires pour gouverner en présentant sa propre vision du monde comme le "sens commun", la seule façon raisonnable d'envisager les choses* »²⁴⁸. Cette conception, qui ne nie pas l'importance de la première dimension de l'hégémonie, insiste alors davantage sur un autre type de pouvoir.

Ce pouvoir, appelé structurel, correspond à la capacité de faire vouloir à autrui ce que l'on veut soi-même. Strange²⁴⁹ et le courant du « nouveau réalisme » le définissent comme celui de façonner et de déterminer les structures dans lesquelles les États, leurs institutions, leurs entreprises et tous les autres acteurs doivent s'inscrire. Bien plus que la mise en place de l'agenda international, Strange considère que le pouvoir structurel est la faculté de décider comment les choses se passent, c'est-à-dire le pouvoir de façonnage des structures des relations entre les acteurs. Et ce type de pouvoir se manifeste plus particulièrement dans quatre domaines : la sécurité, la production, la connaissance et la finance. Aussi, selon cette conception de l'hégémonie, le pouvoir des États-Unis a augmenté depuis les années soixante malgré le transfert latéral vers les marchés de certaines attributions étatiques²⁵⁰, notamment celle du contrôle actif de la création et de l'organisation du crédit²⁵¹.

Ainsi, aussi paradoxal que cela puisse paraître, c'est bien plus la *capacité d'accès* au crédit international que sa *capacité d'émission* qui demeure importante au sein du régime

²⁴⁷ Sur cette hypothèse voir : Zaki Laïdi, « De l'hégémonie à la "prédation" ? Hypothèses sur la transformation de la puissance américaine », *Cahiers du CERI*, n°1, 1991. Disponible à l'adresse : <<http://www.ceri-sciencespo.com/publica/cahiers/cahier01.pdf>>.

²⁴⁸ Jean-François Rioux, Eric Keenes, Greg Lègaré, *loc. cit.*

²⁴⁹ Susan Strange, *Op. cit.*, 1994.

²⁵⁰ Susan Strange, *The Retreat of the State*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996.

²⁵¹ Voir: Randall D. Germain, *The International Organization of Credit*, Cambridge (UK), Cambridge University Press, 1997. Ou encore: Michael Loriaux & Alii, *Op. cit.*, 1997.

financier international, tout comme celle d'orienter les préférences plutôt que d'accumuler des ressources financières. Et sur ce point, il ne fait aucun doute que ces deux aspects du pouvoir structurel au sein de la finance sont clairement en faveur des États-Unis, comme nous le montrerons au chapitre 3.

Toutefois, ces deux conceptions de l'hégémonie ne sont pas satisfaisantes lorsqu'on les applique au domaine de la finance, dans la mesure où elles posent problème quant aux sources du pouvoir et aux mécanismes de sa diffusion²⁵². Dans les analyses issues du paradigme réaliste, l'État est forcément une entité politique parfaitement délimitée et souveraine, ayant des préférences linéaires constantes. Sa capacité à agir au niveau international est alors dépendante de la concentration du pouvoir au niveau national, ce qui revient à dire que *« pendant que le système international est anarchique, le système domestique est hiérarchique, plaçant l'État en opposition avec la société »*²⁵³. Ce type d'analyse est donc incapable de comprendre comment le pouvoir de l'État peut être diffusé à travers la société et partagé par les acteurs du marché, alors que toute la dynamique du système financier américain depuis les années soixante repose sur ce principe.

De même, dans les analyses issues du « nouveau réalisme », même si la capacité à orienter les préférences des autres acteurs (le pouvoir structurel) est mise de l'avant par rapport au simple contrôle des ressources financières (le pouvoir relationnel), il y a forcément une opposition entre les autorités et les marchés, alors que l'ouverture financière avantage à la fois les États et les marchés financiers. Il nous faut donc rechercher une autre manière de rendre compte de la hausse du pouvoir structurel des États-Unis dans le système monétaro-financier international.

Cette conception est précisément celle que nous avons mise en avant dans le chapitre premier, c'est-à-dire celle d'un enchâssement interactif entre l'État américain (le Département du Trésor et la Réserve Fédérale) et la communauté financière, faisant de la finance de marché le quotidien de l'activité économique, et générant un pouvoir de l'État *à travers* la société dans son ensemble. La dynamique de coopération conflictuelle entre l'État et les acteurs clés de la finance a alors permis aux États-Unis d'agir au niveau international et de

²⁵² Voir sur ce point: Leonard Seabrooke, *loc. cit.*, 2004.

²⁵³ Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, 2001.

susciter l'ouverture financière dans les pays développés dans un premier temps, puis dans les pays émergents ensuite. Cette dynamique a donné aux acteurs la *direction* vers laquelle le système devait tendre, c'est-à-dire la généralisation de la finance de marché. L'internalisation de cette nouvelle contrainte systémique a ensuite différé selon les situations nationales, mais uniquement en terme de calendrier, selon le canal de transmission impliqué et les motivations et préférences des agents.

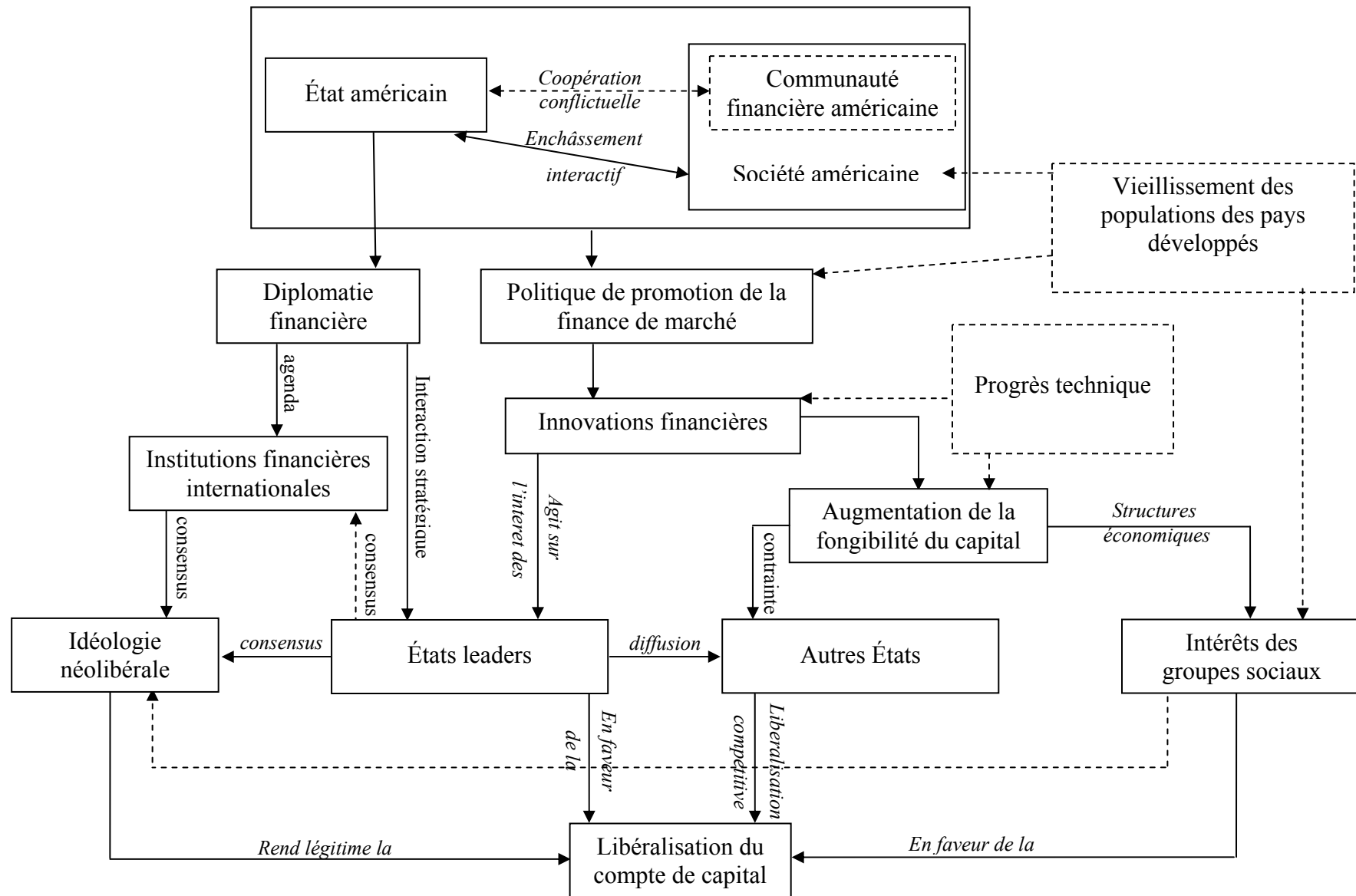
3 – Le rôle directeur des États-Unis

Le rôle directeur des États-Unis s'apparente alors à ce que Odell appelle la politique de « *passivité internationale avec de l'activisme national* »²⁵⁴, c'est-à-dire la conjonction par l'État américain d'une politique de promotion de la liberté des flux de capitaux au niveau international et d'une transformation importante de la réglementation financière au niveau interne. Ces deux dimensions ont eu pour objectif conjoint d'augmenter l'accès au crédit national et international privé par la promotion de la finance de marché.

Bien évidemment, le rôle directeur des États-Unis dans le système monétaro-financier international n'a pas été la seule source du mouvement de libéralisation du compte de capital. Il a été accompagné, d'un côté, par le progrès technique et, notamment, par la diffusion des nouvelles technologies de l'information et de la communication et, de l'autre, par le vieillissement démographique. Mais ces deux facteurs ont eu un impact indirect, dans la mesure où l'État américain s'en est servi pour inciter au développement de la finance de marché aux États-Unis mais aussi dans le reste du monde.

²⁵⁴ John S. Odell, « From London to Bretton Woods: Sources of Change in Bargaining Strategies and Outcomes », *Journal of Public Policy*, 8, 3-4, 1989, p. 292.

Figure 2.1 : Le rôle directeur des États-Unis dans le mouvement de libéralisation du compte de capital



Ainsi, la politique de reréglementation au niveau interne a eu pour effet d'augmenter la compétitivité de l'industrie financière américaine du fait des très nombreuses innovations financières qu'elle a suscitées (Figure 2.1). Elle a augmenté la fongibilité du capital au niveau international (par le truchement des euromarchés). Or, cette augmentation de la fongibilité a certes augmenté le coût du retour aux contrôles des capitaux pour les États, mais elle a surtout eu un impact différencié sur les groupes sociaux domestiques et a, notamment, eu un effet très favorable sur les groupes sociaux dont une part croissante des revenus provient d'activités sur les marchés d'actifs ou sur le travail qualifié dans les pays développés, qui ont alors soutenu voire suscité à leur tour l'ouverture financière. La politique financière américaine a alors eu une emprise sur les structures économiques et financières nationales.

Au niveau externe, la « passivité » de l'État américain depuis les années soixante a été toute relative. En effet, la promotion de la liberté des mouvements de capitaux a été constante, et a même augmenté à partir des années quatre-vingt-dix. Mélandri et Vaïsse notent que *« l'insistance du milieu de la décennie en faveur de l'ouverture et de la dérégulation des économies, notamment asiatiques, a montré la capacité de l'Amérique à transformer – dans le sens souhaité par elle –, le paysage économique mondial. Cette aptitude à promouvoir une économie globale, modelée par des règles largement inspirées par son intérêt national et assurant au dollar un rôle crucial, a sans doute constitué l'expression la plus forte de sa puissance sur la scène internationale »*²⁵⁵.

Premièrement, les États-Unis ont usé d'une diplomatie financière qui a rencontré l'intérêt des États leaders, notamment la Grande Bretagne dans les années soixante-dix et quatre-vingt et le Japon à la moitié des années quatre-vingt. Le rôle directeur des États-Unis a ici joué sur le système interétatique et sur la logique de libéralisation compétitive énoncée plus haut.

Deuxièmement, cette diplomatie financière s'est accompagnée d'une double victoire idéologique des États-Unis, qui permet encore aujourd'hui de légitimer l'ouverture financière, puisqu'elle est censée être bénéfique à l'ensemble des acteurs économiques. La première, initiée dès la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt par l'arrivée de

²⁵⁵ Pierre Mélandri, Justin Vaïsse, *L'empire du milieu*, Paris, Odile Jacob, 2001, p. 34.

Reagan à la Maison Blanche, concerne la promotion du néolibéralisme et a trouvé là encore un écho important dans les groupes sociaux favorables à l'ouverture financière. La seconde a eu lieu au niveau des institutions financières internationales à la suite du renversement des priorités de la Réserve Fédérale et de l'arrivée de Paul Volcker à sa tête, à la fin des années soixante-dix et durant les années quatre-vingt²⁵⁶.

*
* *

La mise en évidence des facteurs explicatifs de la libéralisation du compte de capital montre, en définitive, que ceux-ci sont nombreux et qu'ils peuvent faire l'objet de nombreuses interprétations. Celle que nous privilégions fait la part belle à l'impact de la politique financière américaine depuis près de quarante ans, aussi bien parce qu'elle a eu des effets sur le développement des forces de marchés internationales que parce qu'elle s'est appuyée sur une diplomatie financière promouvant la liberté des flux de capitaux dans le monde et le développement de la finance de marché.

Cette politique a aussi bien servi les intérêts des États leaders que de certains groupes sociaux nationaux, même si comme nous le verrons au chapitre 3, elle avantage avant tout les États-Unis. Il nous reste cependant à voir maintenant comment les États-Unis ont agi pour rendre inévitable cette libéralisation du compte de capital, c'est-à-dire pour la rendre beaucoup moins coûteuse que le *statu quo*.

²⁵⁶ Voir sur ce point l'étude de Wade sur l'impact de l'hégémonie américaine au sein de la Banque Mondiale, notamment à travers l'exemple des démissions de Stiglitz et de Kanbur à la fin des années quatre-vingt-dix. Robert H. Wade, « U.S. Hegemony and the World Bank: the Fight over People and Ideas », *Review of International Political Economy*, 9, 2, summer 2002, pp. 215-243. Concernant le pouvoir des États-Unis au sein du FMI, voir: Dennis Leech, « Voting Power in the Governance of the International Monetary Fund », *Annals of Operations Research*, 109, 2002, pp. 375-397.

Section 2 – Objectifs et contenu de la politique financière internationale à long terme des États-Unis

La section précédente formule une hypothèse permettant de rendre intelligible le mouvement de libéralisation du compte de capital. Elle insiste sur le rôle particulier qu'ont eu les États-Unis dans cette restauration de la liberté de circulation internationale du capital. Elle nous laisse aussi avec l'idée que cette restauration demeure avant tout le fruit d'une refondation politique, même si d'autres éléments comme le progrès technologique ou la dynamique démographique participent du phénomène. La présente section cherchera quant à elle à présenter cette hypothèse de manière factuelle et historique afin de tester sa capacité d'intelligibilité du réel.

D'une manière générale, trois caractéristiques du rôle directeur des États-Unis dans ce mouvement de libéralisation sont identifiables. La première a trait à la nature même du mouvement de libéralisation du compte de capital. Les États-Unis ont en effet suscité et orienté à la fois l'ouverture financière des nations, c'est-à-dire l'aspect externe de la restauration de la liberté de circulation du capital, mais aussi la modification du fonctionnement et de la réglementation des systèmes financiers nationaux, c'est-à-dire l'aspect interne de la restauration de la liberté de circulation du capital. La seconde a trait à la diplomatie financière de l'État américain. Celle-ci a en effet privilégié de manière importante le bilatéralisme financier, même si, dans certaines circonstances, l'unilatéralisme ou le multilatéralisme ont été des moyens d'action utilisés. Enfin, la troisième a trait à la nature du système interétatique. L'État américain s'est en effet principalement appuyé sur les États leaders du système monétaire-financier international, notamment le Royaume Uni et le Japon, surtout dans les années quatre-vingt pour ce dernier.

D'autre part, au niveau historique, nous pouvons remarquer que le processus de libéralisation du compte de capital peut être segmenté en trois phases d'une durée de 10 à 15 ans. La phase pionnière débute dès les années soixante. Durant cette décennie, les États-Unis ont initié le mouvement, malgré un retour des contrôles de capitaux entre 1963 et 1974, notamment en favorisant le développement du marché des eurodollars avec l'aide de la Grande Bretagne, désireuse de localiser ce marché à Londres. Ensuite, plusieurs décisions

dans les années soixante-dix ont favorisé le mouvement, notamment la décision de supprimer la convertibilité-or du dollar en 1971 et la fin des commissions de courtage sur la place de New York en 1975. La deuxième phase, de diffusion, débute à la fin des années soixante dix et finit à la fin des années quatre-vingt. Cette phase est caractérisée par un approfondissement du mouvement, toujours initié par les États-Unis, mais qui se diffuse à l'ensemble des pays de l'OCDE. Cette phase est celle où la logique de libéralisation compétitive semble avoir le plus joué, avec parfois des réformes radicales et brutales (comme par exemple en France²⁵⁷ en 1984 et en Grande-Bretagne²⁵⁸ en 1986, où l'expression de « big bang » a été utilisée). Dans d'autres cas, les réformes semblent être lentes et incrémentales, comme par exemple au Japon²⁵⁹. Enfin, la phase de généralisation débute à la fin des années quatre-vingt, et concerne tous les pays développés ainsi que les pays émergents et même certains pays peu développés. Cette phase est là aussi caractérisée par de très nombreuses interventions diplomatiques de la part des États-Unis, notamment au début des années quatre-vingt-dix en direction des pays d'Asie du Sud-Est²⁶⁰.

Ainsi, nous pouvons remarquer que la diplomatie financière des États-Unis est historiquement basée sur trois domaines, les années quatre-vingt-dix ayant approfondi et systématisé les tendances. Le premier est celui du développement des forces de marché, c'est-à-dire de la mise en place des conditions permettant le développement des opérations financières internationales (A). Le deuxième est celui de la promotion de la liberté de circulation du capital, à travers une remise en cause des contrôles mais aussi une politique d'accès aux marchés financiers étrangers (B). Le troisième, enfin, est celui de la sécurisation des marchés financiers internationaux, de manière coopérative principalement, afin précisément d'éviter la remise en cause de la circulation internationale du capital (C).

²⁵⁷ Concernant les mesures de libéralisation du compte de capital prises en France entre 1983 et 1987, voir : Philip G. Cerny, « The "Little Big Bang" in Paris : Financial Market Deregulation in a *Dirigiste* System », *European Journal of Political Research*, **17**, 2, March 1989, pp. 169-192. Voir aussi : Michael Loriaux, *Op. cit.*, 1997, pp. 120-161.

²⁵⁸ Voir : John Plender, « London's Big Bang in International Context », *International Affairs*, **63**, 1, Winter 1986, pp. 39-49.

²⁵⁹ Sur ce point voir : Ann Nevile, « Financial Deregulation in Japan », *Australian Journal of Political Science*, **32**, 3, November 1997, pp. 369-382.

²⁶⁰ Faire la liste exhaustive des pays ayant libéralisé serait ici hors de propos et surtout demanderait un travail d'approfondissement débordant par trop le cadre de notre travail. Nous pouvons simplement indiquer les grandes étapes de ce mouvement.

A- Le développement des forces de marché

Nous avons vu dans le chapitre premier qu'un des aspects importants de l'activisme reréglementaire américain concernait le développement international de l'activité bancaire américaine depuis le début des années soixante, notamment par l'intermédiaire de l'*Interest Equalization Tax*²⁶¹. Ce type de mesure a eu pour effet l'augmentation de la concurrence entre les banques américaines au niveau international²⁶². Il a été complémentaire à une série de décisions dont l'objectif était de développer l'activité des marchés financiers internationaux d'actifs libellés en dollars, de sorte que, durant les années soixante et soixante-dix, la croissance de l'activité internationale des banques américaines fut de 25% par an²⁶³. Cette politique a exprimé la préférence de l'État américain, d'une part, pour le maintien du statut du dollar au niveau international sans pour autant interférer avec les contraintes d'ajustement dues à la dégradation de la balance courante des États-Unis et, d'autre part, pour la diffusion de la finance de marché au niveau international, même si dans chaque situation particulière les décisions prises semblent l'avoir été pour des considérations plus conjoncturelles.

1 – La création et l'extension des eurodollars dans les années soixante

La première grande initiative en faveur du développement de marchés internationaux d'actifs libellés en dollars fut l'encouragement, à partir du début des années soixante, sous l'Administration Kennedy, du développement du marché des eurodollars, c'est-à-dire des dépôts en dollar à l'extérieur des États-Unis, hors du contrôle des autorités américaines. Ce marché était exempt de toute réglementation nationale (aucun plafond d'intérêt, aucune réserve obligatoire et aucune avance en dépôt). Il avait l'avantage d'avoir des coûts de

²⁶¹ Cf *supra*, p. 58. Dans la même veine, l'Administration Johnson a créé en 1965 deux programmes de limitation des sorties de capitaux des États-Unis, mais qui, explicitement, n'empêchaient pas les activités *offshore* des banques américaines : le *Voluntary Foreign Credit Restraint Program* (VFCR) et le *Foreign Direct Investment Program* (FDIP). Voir l'annexe 1, p. 370.

²⁶² Aronson rapporte qu'en 1960, seules huit banques américaines exerçaient une activité internationale avec leurs 124 filiales. Quinze ans plus tard, 126 banques exerçaient une activité internationale à l'aide de 762 filiales. Jonathan D. Aronson, *Money and Power*, Beverly Hills, Sage Publications, 1977, p. 47. De même, Michael Moffitt évalue l'extension de l'activité internationale des banques américaines durant les années soixante dans la même proportion. Soixante-dix-neuf banques en 1968 pour 536 filiales à l'étranger, contre 375 filiales étrangères appartenant à 26 banques en 1963. Michael Moffitt, *The World's Money*, New York, Simon and Schuster, 1983, p. 51.

²⁶³ Michael Moffitt, *Op. cit.*, p. 67.

transaction faibles et d'offrir des liquidités en abondance, du fait de l'accumulation importante de balances-dollar. Ce marché était de fait à l'époque le seul marché libre au monde, un véritable marché *off shore*, et, comme l'a dit Strange, un marché « *non taxé, anonyme et profitable* »²⁶⁴.

On considère traditionnellement que son apparition est liée à deux événements en 1955 et 1957²⁶⁵. Mais c'est bien plus le soutien conjoint de la Grande Bretagne et des États-Unis qui est remarquable. Pour la première, le développement de ce marché était une manière de maintenir l'avantage compétitif de la City alors que le déclin de la livre sterling était inévitable, le retour à la convertibilité signifiant de récurrentes crises de change (comme en 1957). Les autorités financières britanniques ont ainsi très fortement soutenu le développement du marché des eurodollars, d'autant qu'il permettait aussi de ne pas détériorer la position financière de la Grande Bretagne. Elles ont notamment décidé d'autoriser les émissions de titres étrangers en devises étrangères dès 1962, permettant au marché des eurobons de prendre son essor. Pour les seconds, le développement des eurodollars avait trois avantages. D'une part, il permettait aux firmes transnationales américaines, alors en pleine expansion, d'effectuer leurs opérations de financement étranger plus facilement, de même qu'il rendait à la communauté financière américaine une liberté qu'elle n'avait pas connue depuis 1931²⁶⁶, en faisant de la City le laboratoire des innovations financières américaines. D'autre part, c'était la condition *sine qua non* de l'attractivité internationale du dollar, alors que les doutes commençaient à être très importants quant à sa convertibilité-or²⁶⁷. Enfin, cela

²⁶⁴ Susan Strange, « From Bretton Woods to Casino Economy », in: Stuart Corbridge, Ron Martin and Nigel Thrift (Eds), *Money, Power and Space*, Oxford, Blackwell, 1994, p. 58.

²⁶⁵ Même si un marché d'eurodollars s'était timidement mis en place au début de la Guerre Froide, avec le dépôt de dollars par l'Union Soviétique et la République Populaire de Chine à Londres et Paris, par l'intermédiaire de la Banque Narodny de Moscou et de la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, les premières véritables opérations remontent à juin 1955, quand la Banque d'Angleterre prit note des swaps de dollars de la banque Midland au-delà de ses activités commerciales normales, d'une part, et lorsque la banque Narodny de Londres émit un emprunt de 800000 dollars à travers une banque d'affaire londonienne le 28 février 1957. Gary Burn, « The State, the City, and the Euromarkets », *Review of International Political Economy*, 6, 2, summer 1999, pp. 225-261.

²⁶⁶ Gary Burn, *loc. cit.*, 1999, p. 228.

²⁶⁷ Dès octobre 1960 les premières spéculations sur le dollar ont eu lieu. L'Administration américaine a alors pris la décision de ne pas augmenter les taux d'intérêt ou de ne pas prendre de mesures d'ajustement comme la baisse des dépenses domestiques, mais choisit d'attirer les capitaux à court terme, ce qui augmenta les taux courts sans affecter les taux longs. Elle considérait encore ces déséquilibres comme temporaires. Cette initiative fut appelée

permettait à l'Administration américaine de poursuivre son programme de contrôles des sorties de capitaux à long terme avec l'extension de l'IET en 1964 et surtout la mise en place du programme de contrôle de 1968 (*Mandatory Control Program*) et donc de maintenir sa politique, sans problème d'ajustement et surtout sans une trop grande opposition de la part de la communauté financière américaine et des firmes transnationales.

Aussi, l'encouragement des activités *off shore* des banques américaines a été très important de la part de la Réserve Fédérale et du Département du Trésor, notamment après 1966²⁶⁸. Les banques américaines ont alors investi la City de Londres, faisant des eurodollars une activité normale dans leurs opérations de crédit²⁶⁹. La taille de ce marché a ainsi fortement augmenté, passant entre 1960 et 1970 de 2 à 57 milliards de dollars pour les eurodevises et de 0,8 à 5,3 milliards de dollars pour les eurobons et les bons étrangers²⁷⁰.

Les autres pays n'ont bien entendu pas été absents du développement de ce marché, notamment dans la mesure où « *les banques commerciales étaient parfois invitées à déposer des fonds sur le marché des eurodollars pour réduire un surplus de balance des paiements et, d'autres fois, à emprunter des fonds pour financer un déficit de balance des paiements. Les Banques Centrales européennes ont ainsi déposé une portion de leur avoirs en dollars sur le marché des eurodollars* »²⁷¹. Ce marché est alors devenu pour les six pays membres fondateurs de la CEE un substitut très efficace d'une monnaie commune. Il permettait d'éviter un transfert de souveraineté monétaire tout en facilitant les échanges commerciaux de la zone²⁷².

« Operation Twist ». Marcello De Cecco, « International Financial Markets and US Domestic Policy since 1945 », *International Affairs*, **52**, 3, July 1976, p. 392.

²⁶⁸ Conybeare explique que les banques américaines ont su utiliser les filiales autorisées par le *Edge Act* de 1919 pour effectuer leurs activités *off shore* sur le marché des eurodollars. Ces filiales étaient en effet explicitement hors du champ d'application du VFCR. John A. C. Conybeare, *United States Foreign Economic Policy and the International Capital Markets*, New York and London, Garland Publishing, 1988, p. 120. Voir aussi: Philip A. Wellons, *Passing the Buck*, Boston, Harvard Business School Press, 1987, pp. 112-115.

²⁶⁹ Marcello De Cecco, *loc.cit.*, p. 398.

²⁷⁰ Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, p. 61.

²⁷¹ Michael C. Webb, *The Political Economy of Policy Coordination*, Ithaca, Cornell University Press, 1995, p. 96.

²⁷² Voir sur ce point : Benjamin J. Cohen, « The Euro-Dollar, the Common Market, and Currency Unification », *Journal of Finance*, **18**, 4, December 1963, pp. 605-621.

2 – La promotion du recyclage des pétrodollars

La deuxième grande initiative des États-Unis en faveur du développement des marchés d'actifs libellés en dollar fut prise dans les années soixante-dix, sous l'Administration Nixon, et concerna le recyclage des excédents commerciaux des pays exportateurs de pétrole membres de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP), après le choc pétrolier²⁷³ de 1973²⁷⁴. Ce choc a en effet causé le « *plus grand transfert de revenus de l'histoire, les consommateurs des nations importatrices dépensant des milliards de dollars additionnels en produits pétroliers [...]* »²⁷⁵. Il multiplia les revenus des pays de l'OPEP par plus quatre (ceux-ci passant de 23 à 90 milliards de dollars entre 1973 et 1974). Ces pays ont alors eu des excédents commerciaux importants qui devaient, compte tenu de leurs structures économiques et financières, être réinvestis à l'étranger pour la plupart. Il détériora dans le même temps les balances commerciales des pays importateurs de pétrole et, notamment, des pays en voie de développement, du fait de la hausse des coûts des importations de pétrole, mais aussi du fait de la baisse des exportations due au ralentissement de l'activité économique dans les pays développés.

Les analyses traditionnelles considèrent alors que les grandes banques occidentales ont spontanément permis le recyclage des surplus des pays de l'OPEP vers les pays en voie de développement devant financer leurs déficits courants, par l'intermédiaire de placements à court terme sur le marché des eurodollars²⁷⁶. Or, ce type d'analyse sous-estime l'impact de la politique des États-Unis. Cette politique a même été très efficace puisque, entre 1970 et 1976, la part des profits liés aux activités sur le marché des eurodollars des 13 premières banques

²⁷³ Nombreux sont les auteurs considérant que cette Administration est à l'origine même du choc pétrolier de 1973. Voir par exemple : Atif A. Kubursi, Salim Mansur, « The Political Economy of Middle Eastern Oil », in: Richard Stubbs, Geoffrey R. D. Underhill (Eds), *Political Economy and the Changing Global Order*, New York, St Martin's Press, 1994, pp. 313-330.

²⁷⁴ On retient souvent comme point de départ de la crise la décision unilatérale d'augmenter le prix du baril de 3,011 à 5,119 dollars en octobre 1973. En fait, entre 1973 et 1974, le prix du baril a été multiplié par quatre. Voir à ce propos: Ethan B. Kapstein, *The Insecure Alliance*, New York, Oxford University Press, 1990, pp. 152-176. Pour une analyse plus complète du problème du recyclage des pétrodollars, voir: David E. Spiro, *The Hidden Hand of American Hegemony*, Ithaca and London, Cornell University Press, 1999.

²⁷⁵ Ethan B. Kapstein, *Op. cit.*, 1994, p. 59.

²⁷⁶ Paul Volcker, Toyoo Gyohten, *Changing Fortunes*, New York, Times Books, 1992.

américaines passe de 16,7 % à 49 %, cette part étant nettement plus forte pour Citibank, avec 72 % et pour Chase Manhattan avec 78 %²⁷⁷.

Ces analyses omettent en effet trois éléments qui montrent clairement que les États-Unis ont opté pour une politique favorable aux grandes banques et aux marchés financiers américains. Premièrement, ces derniers n'étaient pas forcément favorables à un mécanisme de recyclage des pétrodollars par le marché²⁷⁸. Les États-Unis ont alors pris une série de mesures dont l'objectif était d'inciter les grandes banques américaines à utiliser le marché des eurodollars pour recycler les surplus des pays de l'OPEP en prêts vers des pays en voie de développement, plus particulièrement en Amérique Latine²⁷⁹. Deuxièmement, les États-Unis ont tout au plus toléré la présence de financements officiels dans les montages financiers (notamment ceux du FMI et de la Banque Mondiale) et les prêts accordés aux pays en développement, dans la mesure où ces financements complémentaires signalaient aux grandes banques que les pays bénéficiaires étaient à l'abri du défaut de paiement²⁸⁰. Troisièmement, la plupart des pétrodollars n'ont pas eu pour destination finale les pays en voie de développement, mais les pays industrialisés, et plus particulièrement les États-Unis. En effet, un peu plus du tiers des 125 milliards de dollars de surplus des pays de l'OPEP entre 1974 et 1976 ont été recyclés par le mécanisme du marché des eurodollars, soit 52 milliards de

²⁷⁷ Matthew Shepherd, « U.S. Domestic Interest and the Latin American Debt Crisis », in: Richard Stubbs, Geoffrey R. D. Underhill (Eds), *Political Economy and the Changing Global Order*, New York, St Martin's Press, 1994, pp. 303-312.

²⁷⁸ Kapstein rapporte que les grandes banques américaines étaient pour une solution politique au problème des pétrodollars. Il rapporte que même la CIA n'avait pas confiance dans le mécanisme de recyclage par le marché. Ethan B. Kapstein, *Op. cit.*, 1994, pp. 65-66.

²⁷⁹ Notamment, la politique d'encouragement des prêts bancaires internationaux par l'augmentation des garanties à l'exportation s'est très fortement développée, créant une véritable « guerre des crédits commerciaux », qui permettaient le financement des exportations vers les pays en développement. On pourrait aussi citer le « relâchement » de la « règle des 10 % » en 1978, qui stipulait qu'une banque ne pouvait pas déclarer des prêts à un seul emprunteur pour plus de dix pourcent de ses actifs. Voir à ce propos: Philip A. Wellons, *Passing the Buck*, Boston, Harvard Business School Press, 1987, pp. 102-105.

²⁸⁰ Le but étant de rassurer les grandes banques, non de les remplacer, la facilité créée en juin 1974 n'excéda pas les 6 milliards de dollars. La proposition de Witteveen, alors directeur général du FMI, en janvier 1974, était alors de créer un véritable mécanisme de recyclage des pétrodollars par l'intermédiaire du FMI et était soutenue par les pays d'Europe continentale de l'Ouest. De même, en 1975, Witteveen proposa l'introduction d'une facilité pour les pays en développement, proposition soutenue cette fois-ci par les pays d'Europe de l'Ouest, mais aussi par l'Arabie Saoudite et le Japon. Les États-Unis refusèrent fermement ces deux propositions. Voir : Eric Helleiner, « Explaining the Globalization of Financial Markets: Bringing the States Back In », *Review of International Political Economy*, 2, 2, spring 1995, p. 323; Peter Gowan, *The Global Gamble*, London and New York, Verso, 1999, p.21.

dollars. 48 milliards de dollars ont été investis dans les pays industrialisés, principalement aux États-Unis et en Grande Bretagne, dont 13 milliards en bons du Trésor américain spécifiquement (soit 10 % du total). Environ 9 milliards ont été prêtés par les grandes institutions financières internationales et 16 milliards ont consisté en des aides directes par les pays de l'OPEP²⁸¹.

L'intérêt des États-Unis a ainsi été préservé, et ce, à court et long termes. A court terme, cette politique a permis la restauration rapide des excédents commerciaux pour les États-Unis, mais aussi pour leurs principaux alliés²⁸², permettant ainsi d'amortir le ralentissement concomitant de la croissance dans les pays industrialisés. Elle a aussi permis de financer plus facilement la croissance de la dette publique, en partie liée à la guerre du Vietnam, l'État américain n'hésitant pas à faire pression sur les pays du Golfe afin qu'ils achètent des titres du Trésor au-delà même de leur stratégie de diversification et en dépit de la valorisation de leurs actifs²⁸³. A plus long terme, cette politique a conforté le rôle du dollar, et ce, par de multiples canaux (par l'augmentation des prêts libellés en dollars, mais aussi par le fait même que le commerce pétrolier s'effectue en dollar). Cette politique s'est même répétée lors du second choc pétrolier, même si le tournant de la politique monétaire de la Réserve Fédérale a stoppé net la dynamique engagée, les taux d'intérêt réels passant brutalement d'une moyenne de 0,8 % entre 1970 et 1980 à plus de 11 % en 1982, précipitant les pays les plus endettés dans la crise au début des années quatre-vingt²⁸⁴.

²⁸¹ Ethan B. Kapstein, *Op. cit.*, 1994, p. 63.

²⁸² Alors que le déficit courant cumulé des sept pays les plus industrialisés est de 3 milliards de dollars en 1974, un excédent de 25 milliards de dollars est constaté en 1975.

²⁸³ Robert Gilpin, *The Political Economy of International Relations*, Princeton, Princeton University Press, 1987, p. 315.

²⁸⁴ On peut aussi remarquer que la gestion de la crise de la dette de la part des États-Unis n'est jamais allée à l'encontre de sa titrisation par les banques américaines. Bien au contraire, lorsque le Département du Trésor s'est rendu compte, en 1985, que sa stratégie de gestion initiale ne porterait pas les fruits escomptés, notamment du fait qu'elle faisait peser tout le poids de l'ajustement sur les pays débiteurs, il n'a pas remis en cause le désengagement des banques américaine dans le processus, en ne remettant pas en cause leur stratégie de revente sur le second marché. Matthew Shepherd, *loc. cit.* Pauly constate aussi que les politiques des gouvernements des pays développés durant la période ont fortement incité les grandes banques à réduire leurs prêts aux pays en développement endettés. Louis W. Pauly, « Institutionalizing a Stalemate : National Financial Policies and the International Debt Crisis », *Journal of Public Policy*, 10, 1, january-march 1990, pp. 23-43.

3- La politique d'attractivité internationale des actifs libellés en dollar

Ce changement de politique monétaire avait pour objectif de stopper les pressions inflationnistes liées aux opérations des grandes banques américaines qui empruntaient sur le marché des eurodollars et qui faisaient des prêts aux États-Unis. La Réserve Fédérale pensait stopper ce mécanisme en ayant conjointement une stratégie de hausse des taux d'intérêt et de régulation du marché des eurodollars, notamment par l'intermédiaire d'une hausse des réserves obligatoires pour les banques empruntant à l'étranger. Mais l'action conjointe de la communauté financière américaine et de certains États (notamment la Suisse et la Grande Bretagne) fit échouer cette stratégie dès le début des années quatre-vingt²⁸⁵.

Le gouvernement américain choisit alors d'internaliser le marché des eurodollars en ayant une politique d'attractivité internationale des places financières américaines. Déjà, en 1977, était créé un marché à terme pour les titres du Trésor américain. En 1980 furent créées les facilités bancaires internationales, mais aussi le *New York Futures Exchange*. L'Administration Reagan a ensuite approfondi cette stratégie par toute une série de mesures cherchant à attirer les capitaux aux États-Unis, notamment par l'attractivité des titres du Trésor. La première fut la baisse des taxes sur les gains de capitaux à long terme en 1981 (*Economic Recovery Tax*). Le *Garn St Germain Act* de 1982, en dérégulant l'activité des intermédiaires non bancaires, avait aussi cet objectif. En 1984, le Département du Trésor a convaincu le Congrès d'abolir la taxe de 30 % sur le paiement des intérêts des détenteurs étrangers de titres du Trésor américains. En 1985, les étrangers ont été autorisés à acheter ces titres de manière anonyme, ce qui augmenta encore leur attractivité. Cette politique d'attractivité explique ainsi en partie la deuxième grande vague de libéralisation et d'ouverture financières dans les pays développés, ceux-ci s'engageant alors dans une logique de compétitivité financière durant toutes les années quatre-vingt.

Aussi, à partir de la fin des années quatre-vingt, la politique de reréglementation concurrentielle a nécessairement eu *de facto* un impact important sur l'attractivité des actifs financiers libellés en dollar et, plus particulièrement, des titres du Trésor américains, d'autant que l'Administration Clinton a adopté une politique de dollar fort à partir de 1995. Cette

²⁸⁵ Voir sur ce point: Eric Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance*, Ithaca and London, Cornell University Press, 1994, p. 137.

politique, pilotée par le Département du Trésor, a été la clé de voûte de toute la stratégie économique américaine des années quatre-vingt-dix. Selon Delong et Eichengreen, « *un dollar haussier a aidé à réfréner l'inflation. En encourageant la Fed à maintenir des taux d'intérêt bas, elle aida à la création d'un climat favorable à l'investissement qui a alimenté une décennie de croissance rapide* »²⁸⁶. Dès lors, cette politique de développement des forces de marché était d'autant plus efficace qu'elle s'appuyait sur la promotion de la liberté de circulation du capital depuis plus de vingt ans.

B – La promotion de la liberté de circulation du capital

Durant les années soixante, nous l'avons déjà indiqué, les États-Unis ont adopté un programme de contrôles dont l'objectif était d'éviter les sorties trop abondantes de capitaux, afin de pérenniser la parité-or du dollar et que les déséquilibres dans la balance des paiements américaine se stabilisent. Dans la même veine, ils avaient, dès 1961, dans le cadre de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), pris l'initiative de la création du « Pool de l'or », dont l'objectif était de coordonner les actions des autorités monétaires afin de limiter la fluctuation du cours de l'or sur le marché, et donc de maintenir la parité-or du dollar²⁸⁷. Pourtant, les années soixante-dix ont montré un renversement important de la position des États-Unis sur ce point. Le gouvernement américain a en effet choisi de promouvoir la liberté de circulation du capital et a délaissé le système établi à Bretton Woods, suite à la décision du 15 août 1971. Cette stratégie s'est alors développée sur deux plans : d'une part, la fin des contrôles et, d'autre part, l'accès aux marchés financiers étrangers.

1 – La préférence pour le non retour des contrôles en cas de crise

À partir du début des années soixante-dix, l'Administration américaine a progressivement réorienté sa politique de contrôles, les faisant disparaître totalement en 1974,

²⁸⁶ J. Bradford Delong, Barry Eichengreen, « Between Meltdown and Moral Hazard: the International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration », NBER, *Working Paper*, 8443, August 2001, p. 16. Disponible à l'adresse: <<http://www.nber.org/papers/w8443>>.

²⁸⁷ Cette même année, paradoxalement, est adopté un code de libéralisation des mouvements de capitaux dans le cadre de l'OCDE. Il sera sans effet sur les politiques des pays membres du fait des très nombreuses exceptions, mais surtout du fait que les pays d'Europe (Allemagne) et le Japon voulaient éviter une appréciation de leur taux de change.

alors que des pays comme la France insistaient pour qu'elle les maintienne. Mais elle a surtout insisté de plus en plus fortement pour que les autres pays les abolissent ou n'y aient plus recours en cas de crise de change. Les pays d'Europe de l'Ouest et le Japon, voyant que le recours aux simples contrôles unilatéraux n'était de toute façon plus suffisant tant les mouvements spéculatifs sur leurs monnaies respectives étaient importants, ont alors dû laisser flotter leurs monnaies à partir de mars 1973, scellant *de facto* la chute du régime de Bretton Woods. Ils voulaient toutefois utiliser les mécanismes de contrôles dits « coopératifs » prévus par les accords de Bretton Woods, notamment dans l'article 8-2b. Les États-Unis ont alors annoncé qu'ils étaient opposés à tout recours aux contrôles²⁸⁸, même dans le cadre du FMI.

La victoire des États-Unis malgré leur isolement fut confirmée par le deuxième amendement des accords de Bretton Woods de 1976 qui, d'une part, ne renforça pas les dispositions de l'article 8-2b, mais surtout qui introduisit dans l'article 4-1 le fait que le système monétaire international devait aussi favoriser les échanges de capital entre les pays. Cette victoire sanctionnait la nouvelle doctrine américaine qui consistait à la fois à considérer que les pays devaient s'ajuster en cas de problèmes de balance des paiements dus à des flux de capitaux « déstabilisants » et surtout qu'il fallait mettre sur un pied d'égalité la promotion de la liberté du commerce et celle du capital. Cette position n'était bien évidemment pas uniquement due à ce renversement doctrinal majeur, mais aussi aux intérêts des États-Unis et de la communauté financière américaine. En effet, la liberté de circulation du capital permettait aux États-Unis de maintenir l'autonomie de leur politique économique malgré l'augmentation des déficits internes et externes, de même qu'elle préservait la position centrale de Wall Street au sein du système monétaro-financier international, par l'intermédiaire du dollar et des banques américaines à l'étranger.

À partir de 1976, le choix de ne plus avoir recours aux contrôles ne fut plus remis en cause dans les pays développés. En 1976 en Grande Bretagne, le gouvernement travailliste choisit l'austérité face aux attaques spéculatives sur la livre. En 1978 aux États-Unis, le même

²⁸⁸ L'Administration Nixon a très clairement fait savoir début 1973 que « *les contrôles sur les transactions de capitaux à des fins de balance des paiements ne devraient pas être encouragés et certainement pas être requis à la place d'autres mesures d'ajustement, de même qu'ils ne devraient pas devenir un moyen de maintenir un taux de change sur ou sous évalué* ». U.S. Government, *Economic Report of the President Transmitted to Congress*, January 1973, Washington D.C., Government Printing Office, p. 128. Cité dans: Eric Helleiner, *Op. cit.*, 1994, p. 106.

cas de figure se présenta et Paul Volcker, alors Président de la Réserve Fédérale, choisit d'augmenter de manière drastique les taux d'intérêt face aux attaques spéculatives contre le dollar. En 1979, ce même Volcker tenta de réguler sans succès les euromarchés pour éviter les pressions inflationnistes. Et en 1983 le gouvernement français choisit lui aussi l'austérité²⁸⁹.

2 – La question de l'accès aux marchés financiers étrangers

A partir des années quatre-vingt, les États-Unis adoptèrent un autre type de comportement, en insistant de manière importante sur leur accès aux marchés financiers des pays tiers. Cette volonté a été alors expliquée notamment par l'augmentation importante des déficits et de la dette publics et donc par l'impératif de leur financement. Elle a principalement porté sur les pays à fort potentiel d'épargne avec une finance de marché peu développée. Cette politique d'accès aux marchés financiers étrangers s'est plus particulièrement adressée aux pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est²⁹⁰, notamment au Japon à partir de 1980, et aux nouveaux pays industrialisés à partir du début des années quatre-vingt-dix²⁹¹. Elle constitue désormais le principal élément de la promotion de liberté de circulation du capital.

En terme de méthode, les États-Unis ont agi et agissent encore sur plusieurs niveaux. L'un est le niveau multilatéral où ils cherchent à étendre la liberté de circulation du capital et leur accès aux marchés financiers des pays tiers en donnant un cadre institutionnel global à la libéralisation des services financiers. Depuis le début des années quatre-vingt, plus exactement depuis 1982, dans le cadre des négociations de libéralisation commerciale, ils ont multiplié les appels à la libéralisation des services, notamment financiers²⁹². Le GATS, issu des accords de Marrakech instituant l'Organisation Mondiale du Commerce, stipule dans son

²⁸⁹ Dans les pays en développement aussi, cette tentation de retour en arrière fut rarement exécutée, comme le montre le cas du Mexique en 1982.

²⁹⁰ Voir l'étude de Adams et Prazmowski qui donnent une explication de la robustesse des taux d'épargne en Asie de l'Est: F. Gerard Adams, Peter A. Prazmowski, « Why are Saving Rates in East Asia so High? Reviving the Life Cycle Hypothesis », *Empirical Economics*, **28**, 2003, pp. 275-289.

²⁹¹ Gowan pense même que cette priorité asiatique est l'élément majeur de la stratégie économique internationale des États-Unis depuis le début des années quatre-vingt-dix. Peter Gowan, *Op. cit.*, 1999, p.78-100.

²⁹² Cette stratégie est d'ailleurs en contradiction avec la théorie de la stabilité hégémonique, comme le fait remarquer à juste titre Underhill. Geoffrey R.D. Underhill, « Negotiating Financial Openness: the Uruguay Round and Trade in Financial Services », in: Philip G. Cerny (Ed), *Finance and World Politics*, Cambridge (UK), Edward Elgar, 1993, p. 119.

article XIX que « [...] les Membres engageront des séries de négociations successives, qui commenceront cinq ans au plus tard après la date d'entrée en vigueur de l'Accord sur l'OMC et auront lieu périodiquement par la suite, en vue d'élever progressivement le niveau de libéralisation. Ces négociations viseront à réduire ou à éliminer les effets défavorables de certaines mesures sur le commerce des services, de façon à assurer un accès effectif aux marchés ». Les propositions américaines de libéralisation montrent depuis cet accord que, de tous les secteurs concernés, seul celui des services financiers fait l'objet d'une attention aussi soutenue²⁹³. On retrouve aussi cette stratégie dans d'autres organisations internationales comme l'OCDE²⁹⁴ ou le FMI²⁹⁵. Mais c'est surtout aux niveaux bilatéral et régional, de portée plus opérationnelle, que se situe une grande partie de l'activisme américain en matière d'accès aux marchés financiers étrangers. Cet activisme a été souvent lié à des problèmes de nature monétaire durant les années quatre-vingt, notamment de sous-évaluation ou de surévaluation du taux de change du dollar par rapport au yen. Il tend à être de plus en plus lié à la stratégie libre-échangiste américaine, soit par l'intermédiaire d'accord régionaux, soit, plus récemment encore, par celui d'accords de libre échange bilatéraux.

L'exemple le plus emblématique de cette stratégie bilatérale demeure l'accord conclu en mai 1984 avec le Japon, dit accord « yen/dollar ». L'objectif officiel de cet accord était d'internationaliser le yen et surtout de garantir l'accès des marchés japonais aux intermédiaires financiers américains, dans le but de réévaluer le taux change du yen vis-à-vis du dollar. Un autre objectif était de favoriser l'achat de titres du Trésor américains par les Japonais afin de financer un déficit allant croissant du fait de la politique expansionniste de Reagan. Cet accord faisait suite à un premier accord conclu en novembre 1983 et qui avait

²⁹³ Les propositions américaines dans le cadre du Programme de Doha sont principalement axées sur une douzaine de secteurs sur les vingt concernés et, de manière prépondérante, sur celui du commerce des services financiers. Voir à ce propos : Kenneth W. Dam, « The Role of the United States in the Global Economy », *Delivered to The Center for Strategic & International Studies*, Washington, D.C., September 11, 2002. Disponible à cette adresse: <<http://www.ustreas.gov/press/releases/po3411.htm>>.

²⁹⁴ Les pays membres de l'OCDE ont par exemple accepté en mai 1989 une extension du code de libéralisation des mouvements de capitaux, extension couvrant tous les types de flux, notamment les flux financiers à court terme. Bien évidemment, cette libéralisation a été une pré-condition à l'adhésion de nouveaux pays, notamment d'Asie de l'Est, dans les années quatre-vingt-dix. Par exemple, la Corée du Sud a levé un nombre important de mesures restrictives peu avant son accession à l'OCDE en décembre 1996.

²⁹⁵ En 1997, les articles de l'accord de Bretton Woods qui traitaient des contrôles furent modifiés dans le sens d'un démantèlement complet.

mis en place un groupe de travail mixte chargé d'étudier la question et de remettre un rapport. L'essentiel de cet accord fut la mise en place d'un agenda de libéralisation financière au Japon, mais surtout celle d'un comité chargé d'en contrôler l'application effective. Cette caractéristique résultait des pressions exercées par le Secrétaire au Trésor (Donald Regan) mais aussi par les grands opérateurs financiers américains qui faisaient partie du groupe de travail²⁹⁶. Bien sûr, d'autres facteurs de nature domestique sont à prendre en compte, comme le fait que le Japon prenait de plus en plus conscience de son rôle de créancier international ou encore que les jeunes leaders du Parti Libéral Démocratique de l'époque étaient très favorables à ce changement. Mais il n'en demeure pas moins que les pressions américaines ont été décisives dans la forme prise par cet accord. Cette attitude vis-à-vis du Japon s'est poursuivie durant les années quatre-vingt-dix, notamment en 1993-1995, avec les pourparlers sur le « nouveau partenariat économique » et la signature d'un accord sur les services financiers qui permit aux intermédiaires financiers américains d'avoir accès au système de fonds de pensions publics japonais²⁹⁷.

Les États-Unis ont aussi usé de la même méthode pour avoir accès à d'autres marchés financiers, plus particulièrement dans les pays émergents d'Asie du Sud-Est, notamment par l'intermédiaire de l'APEC²⁹⁸. Sous la présidence Clinton, les pressions exercées sur la Corée du Sud, par l'utilisation de l'arsenal législatif américain (section super-301), ont été très importantes. Et depuis que l'Administration Bush est en place, un nombre relativement important d'accords de libre échange a été conclu par les États-Unis²⁹⁹. Ces accords ont tous

²⁹⁶ « L'accord Yen /Dollar a été l'événement le plus important dans l'histoire récente des changements financiers au Japon ; et l'accord Yen/Dollar fut conclu en raison de pressions féroces de la part du Trésor américain et de ses alliés au sein des plus grandes firmes américaines de services financiers ». Michael Moran, *Op. cit.*, 1991, p. 119.

²⁹⁷ L'importance de la dimension politique des liens entre les États-Unis et le Japon est aussi visible dans le degré d'autonomie des autorités financières américaines en cas d'intervention sur le marché des changes. Lorsque l'intervention concerne le Yen, le Congrès exerce une influence beaucoup plus importante que lorsque cette intervention concerne le Deutsch Mark, puis l'Euro. Voir : Quan Li, « US Foreign Exchange Interventions: Domestic Politics and International Factors », in: Stuart S. Nagel (Ed), *Handbook of Global International Policy*, New York, Dekker, 2000, pp. 393-416.

²⁹⁸ Asia-Pacific Economic Cooperation. Le premier sommet eut lieu à Seattle en 1993. Si tous les gouvernements n'étaient pas encore prêts à traduire les principes de libéralisation en politique effective, comme il apparut au sommet de 1996 à Subic (Philippines), les pressions américaines lors de la préparation du Sommet de Vancouver en 1997 montrèrent à quel point l'objectif de libéralisation commerciale et financière était primordial.

²⁹⁹ Le chapitre VI de la nouvelle stratégie nationale de sécurité, annoncée par le Président Bush le 11 septembre 2002, est sur ce point on ne peut plus clair. The United States of America, *The National Security Strategy of the*

un aspect financier important et cherchent tous à rendre l'accès aux marchés financiers plus facile pour les opérateurs américains. Plus exactement, ces accords rendent plus facile la libéralisation du commerce de services financiers, ce qui augmente les possibilités de mouvements de capitaux transnationaux³⁰⁰. L'accès aux marchés étrangers est désormais dans ce cas lié à la politique de libre échange des États-Unis, et non à des problèmes de nature monétaire, ce qui interroge du point de vue de la sécurité financière internationale.

C – L'impératif de sécurisation financière internationale

Kindleberger nous a légué une explication de la profondeur de la crise de 1929³⁰¹. Il explique en effet que la conjonction de l'incapacité de l'Angleterre et du refus des États-Unis de stabiliser le système économique international est à l'origine de la profondeur de cette crise après 1931 alors que, dans le même temps, l'instabilité latente du système augmentait. En particulier, il considère que l'hégémon, qu'il préfère intituler le leader par commodité, doit agir en dernier ressort afin de sécuriser le système financier international en proposant des liquidités pendant les crises financières. Cette fonction est assumée et même revendiquée par les États-Unis depuis la fin du régime de Bretton Woods. Elle leur permet en effet de légitimer leur action au nom du bien commun, à savoir la stabilité financière internationale, et plus particulièrement doit servir à éviter la tentation du retour en arrière par les États, en l'occurrence celle du retour aux contrôles.

Ceci est encore renforcé par le fait que, de manière logique, les accords de Bretton Woods n'avaient pas prévu de procédure de sécurisation financière internationale. Les crises financières devaient être rendues moins probables par l'existence des contrôles. En particulier, la question de l'existence d'un Prêteur en Dernier Ressort international n'était pas d'actualité. Le fait que la BRI devienne une institution de plus en plus importante à partir des années

United States of America, White House, September 2002. Disponible sur le site de la Maison Blanche: <<http://www.whitehouse.gov/nsc/nss.html>>.

³⁰⁰ Voir sur ce point : Alexei Kireyev, « Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability – Analytical Approach », *IMF Working Paper*, 02/128, August 2002. Disponible à l'adresse: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02128.pdf>>.

³⁰¹ Charles P. Kindleberger, *Op. cit.*, 1973.

soixante s'explique alors par ce vide institutionnel, même si le bilatéralisme et parfois l'unilatéralisme américains ont été déterminants.

Plus particulièrement, les États-Unis ont mis en avant trois principes, et ce dès les premières grandes crises des années soixante-dix. Ces trois principes répondent aux trois questions de base de toute régulation de marché : comment réguler ? Quand intervenir ? Qui intervient ? Concernant la première question, la prévention des crises passe par une politique d'harmonisation macro prudentielle fondée sur le risque, que ce soit pour les banques ou les autres établissements financiers. Concernant la deuxième question, les interventions pour résoudre les crises sont sélectives, et dépendent notamment de l'implication des acteurs américains. Concernant la troisième question, la seule base d'intervention doit être la base nationale.

1 – Le privilège accordé aux politiques prudentielles basées sur le risque

Avec la chute du régime de Bretton Woods et le développement de l'activité bancaire internationale dans les années soixante-dix, les risques encourus par les grandes banques et les autres organismes financiers ont été de plus en plus importants, même si les gains potentiels étaient nettement plus gros. Ces risques sont apparus au grand jour en 1974, à deux reprises. La première fut la faillite de la *Bankhaus I.D. Herstatt* en juin en Allemagne et la seconde celle de la *Franklin National Bank of New York* en octobre aux États-Unis³⁰². Ces deux faillites montrèrent l'importance du manque de coordination internationale, et notamment de partage de l'information sur la qualité des bilans des établissements ayant des activités internationales importantes. Elles montrèrent qu'il était impératif de limiter les risques encourus par les grandes banques.

Dès l'automne 1974 fut mis en place un comité pour discuter de la supervision des grandes banques internationales³⁰³ qui allait aboutir au premier concordat de Bâle en

³⁰² Alors que pour la Herstatt, la Bundesbank n'intervint pas, ce fut totalement différent pour la Franklin. La Réserve Fédérale accorda un prêt de 1,7 milliards de dollars et organisa son rachat par l'*European American Bank*, le 8 octobre 1974.

³⁰³ *Standing Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices*, plus tard appelé le « Comité Cooke », du nom de son Président.

décembre 1975³⁰⁴. Ce dernier eut en particulier deux conséquences importantes: premièrement, l'autorité de supervision bancaire devait être responsable de la liquidité des filiales de banques étrangères sur son territoire et, deuxièmement, les conditions d'une relation de confiance entre les banquiers centraux des principaux pays concernés étant réunies, il initia la logique des rencontres au sommet du type G-7 et G-10.

La dynamique de leadership engagée n'allait pas s'arrêter là. La prise de conscience de la part des autorités américaines, notamment du Congrès à travers l'*International Lending Supervision Act* de 1983, de l'importance de ratios de capitalisation suffisamment élevés pour les banques ayant des activités internationales allait être encore plus manifeste après la crise de la dette. Dès 1984, en pleine crise de la *Continental Illinois*, Volcker proposa d'engager des discussions sur la convergence des standards de capitalisation, préalable nécessaire à la mise en place de ratios de capitalisation identiques au niveau international³⁰⁵. En 1986, la Réserve Fédérale proposa un système de mesure tenant compte des risques encourus par les banques, mais rencontra cette fois-ci l'opposition passive des autres grands pays du G-10 qui voulaient préserver leurs propres systèmes d'évaluation en invoquant les particularités propres à chaque système national.

La Réserve Fédérale a alors contourné l'obstacle multilatéral et, sur la base d'une négociation bilatérale, s'appuya sur la Banque d'Angleterre pour imposer ses vues. En janvier 1987, les deux institutions annonçaient qu'elles étaient parvenues à un accord. Il donnait une définition commune du capital devant être pris en compte, intégrait un système de pondération des risques, et incluait les opérations hors bilan, même si aucun niveau minimum n'était encore proposé³⁰⁶. Cet accord n'était pas encore satisfaisant, puisqu'il ne concernait que ces deux pays. Mais très vite les États-Unis et le Royaume Uni cherchèrent à l'étendre au

³⁰⁴ Celui-ci ne fut révélé qu'en 1981. Il fut renforcé en 1983 après la chute de la banque Ambrosiano.

³⁰⁵ Ce qui posait aussi des problèmes au niveau national aux États-Unis. D'une part, toutes les institutions en charge du dossier, comme l'OCC, la FDIC et bien sûr la Réserve Fédérale, n'étaient pas d'accord sur l'opportunité d'utiliser des ratios tenant compte des risques liés aux actifs détenus par les banques en question. C'était le cas au Royaume Uni depuis 1980. D'autre part, la communauté des banquiers n'était pas d'accord avec l'idée de mettre en place de tels ratios, arguant qu'ils mettraient en péril la compétitivité des banques américaines. Ethan B. Kapstein, *Op. cit.*, 1994, pp. 108-112. Voir aussi: Ethan B. Kapstein, « Resolving the Regulator's Dilemma: International Coordination of Banking Regulations », *International Organization*, **43**, 2, spring 1989, p. 333.

³⁰⁶ Aux États-Unis, le niveau minimum de 5,5 dollars de capitaux propres pour 100 dollars d'actifs était en discussion.

niveau international, sur la base de discussions bilatérales avec le Japon et d'autres pays d'Europe de l'Ouest et, parallèlement, à la BRI sur une base plus multilatérale. Les négociations avec le Japon achoppèrent sur la question de la prise en compte des valeurs de marché de certains titres. L'accord final tripartite de l'été 1987 autorisait la prise en compte de 45 % des gains non réalisés dans le calcul des capitaux propres, ce qui semblait avantager à première vue les banques japonaises. Il prévoyait aussi l'application du nouveau calcul tenant compte des risques encourus d'ici à la fin 1992. A partir de là, les discussions reprirent à Bâle et débouchèrent sur la mise en place du fameux ratio Cooke de 8% des actifs en juillet 1988, dont la moitié en capitaux propres.

Cet accord, même s'il posait la question de son application effective au sein des pays signataires, attribuait le risque le plus faible aux bons d'État, permettant *in fine* au bon du Trésor américain de devenir l'actif clé du système financier international. Et lorsque, à partir de 1990, les banques japonaises connurent des difficultés à parvenir à ce ratio de capitalisation, elles commencèrent à acheter des titres américains en masse. Cette politique de diffusion d'une norme de capitalisation au niveau international n'était donc pas qu'un moyen de limiter l'exposition des banques, mais aussi une possibilité de rendre encore plus attractif le système financier et les titres du Trésor américains.

2 – Une politique d'endiguement sélectif des crises

La deuxième grande caractéristique de la politique de sécurisation financière internationale des États-Unis concerne la manière dont ils interviennent en cas de crise à vocation internationale depuis les années soixante-dix. Cette caractéristique s'est, comme pour toutes les autres, systématisée dans les années quatre-vingt-dix. Bien évidemment, les États-Unis interviennent la plupart du temps en cas de crise financière ou monétaire, ne serait-ce que parce qu'ils sont plus ou moins impliqués à chacune d'entre elles depuis les années soixante-dix. Par contre, la vitesse et la profondeur des interventions dépendent à n'en pas douter de l'implication réelle des opérateurs de marchés ou des banques américaines dans ces crises. Cette sélectivité s'explique principalement par leur politique d'endiguement des crises mais aussi de manière plus stratégique par les effets de ces crises sur les pays touchés.

Paradoxalement, ce n'est pas une crise aux États-Unis même qui constitua le premier révélateur de cette stratégie. La faillite de la *Bankhaus I.D. Herstatt* en 1974 a en effet montré

que les autorités américaines interviendraient de manière directe ou indirecte à chaque fois que les intérêts financiers américains seraient en jeu³⁰⁷. Concernant le défaut de paiement du Mexique en 1982, les autorités américaines ont eu un rôle de coordination essentiel, puisqu'en deux jours les États-Unis ont organisé un prêt de un milliard de dollars au Mexique (en avance du paiement d'importations de pétrole), auxquels se sont ajoutés 1,85 milliards de prêts des Banques Centrales de la BRI à la Banque du Mexique, dont plus de la moitié provenant de la Réserve Fédérale. Ils ont en outre organisé la réunion du 20 août 1982, réunion dont l'ordre du jour était le rééchelonnement de la dette.

Lors du krach de la mi-octobre 1987³⁰⁸, les interventions furent massives de la part de la BRI et des Banques Centrales du G-10, mais ce fut semble-t-il bien plus le Japon qui prit le rôle de leader dans le sauvetage du système³⁰⁹, même si la Réserve Fédérale eut un rôle non négligeable³¹⁰. Ce krach démontra surtout la nécessité d'une extension de la logique de sécurisation bancaire internationale (concrétisée par le ratio Cooke) à celle de sécurisation financière internationale. Cette initiative avait été prise trois années auparavant par la SEC, lorsqu'elle chercha à améliorer la circulation de l'information entre les différents organes de régulation des marchés d'actifs. Elle favorisa alors la métamorphose d'une institution vieille de seulement 10 ans, qui portait un autre nom et dont l'objet était de favoriser le développement des marchés d'actifs en Amérique Latine: l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO). Cette initiative avait alors abouti à une première rencontre entre les principaux régulateurs des marchés d'actifs, seulement deux mois avant le Krach

³⁰⁷ Spero raconte comment les autorités américaines sont parvenues à faire accepter à la Bundesbank le paiement de 200 millions de dollars que la Herstatt avait contractés sur les marchés monétaires, et qui mettaient en péril la solvabilité de certaines banques américaines. Joan E. Spero, *The Failure of the Franklin National Bank*, New York, Columbia University Press, 1980, pp. 112-114.

³⁰⁸ Le Krach des 16 et 19 octobre 1987 fit perdre respectivement 6,9 % et 17,5 % au Dow Jones, soit plus que celui des 28 et 29 octobre 1929. Ce krach fut l'aboutissement d'un processus baissier, puisque entre le pic du 25 août 1987 et le 14 octobre 1987, le Dow Jones avait baissé de près de 11,4 %, l'indice passant de 2722,42 à 2412,7 points.

³⁰⁹ De telle sorte que de nombreux auteurs y ont vu à l'époque une affirmation du Japon en tant que nouveau centre financier international majeur. Eric Helleiner, « The Challenge from the East : Japan's Financial Rise and the Changing Global Order », in: Philip G. Cerny (Ed), *Finance and World Politics*, Cambridge (UK), Edward Elgar, 1993, pp. 207-227.

³¹⁰ Sur ce point, voir particulièrement : Andrew F. Brimmer, « Distinguished Lecture on Economics in Government : Central Banking and Systemic Risks in Capital Markets », *Journal of Economic Perspectives*, 3, 2, spring 1989, pp. 3-16.

d'octobre. Mais, comme pour le cas de la régulation prudentielle des banques, les États-Unis poursuivirent l'initiative de manière bilatérale et encouragèrent la diffusion de l'information sur la liquidité et sur la solvabilité des opérateurs de marchés ainsi que le renforcement des régulations, notamment par la mise en place de ratios de capitalisations³¹¹. Les initiatives bilatérales américaines ont cette fois-ci été renforcées par une coopération entre la SEC et la Bundesbank. Cette « *alliance temporaire américano-germanique démontra l'importance croissante de l'État dans la conduite de la diplomatie financière [...]. La coopération bilatérale entre les États-Unis et la Grande Bretagne sur l'accord de Bâle n'avait pas pour but de créer une allégeance stratégique de long terme mais d'étendre le pouvoir structurel américain dans la finance internationale* ». ³¹²

Il fallut attendre la crise mexicaine de 1994 pour que les États-Unis interviennent à nouveau massivement et très rapidement, alors que d'autres crises avaient eu lieu au début des années quatre-vingt-dix, notamment en Europe de l'Ouest. Ceci s'explique par l'importance de l'exposition des investisseurs américains lors de la crise « Tequila », mais aussi par l'importance symbolique pour les États-Unis de la diffusion d'une finance de marché sans entrave dans le monde. L'action des autorités américaines se fit alors à deux niveaux, avec au total un plan d'aide de près de 50 milliards de dollars, en contrepartie d'un collatéral de choix, à savoir les revenus du pétrole mexicain. D'abord, au niveau national, l'Administration américaine, voyant que le Congrès refusait d'accorder au Mexique une aide d'urgence immédiate de 40 milliards de dollars, utilisa une institution vieille de soixante ans dont l'objet n'était pas de soutenir une devise étrangère en cas de crise mais de soutenir le cours du dollar lui-même: l'*Exchange Stabilization Fund* (ESF)³¹³. Elle put par ce truchement accorder une aide de près de 20 milliards de dollars, sans avoir recours au vote du Congrès. Les

³¹¹ A tel point qu'entre 1988 et 1991, les États-Unis furent parties prenantes de la grande majorité des 31 accords bilatéraux signés entre les différents régulateurs de marchés. Voir à ce propos : Tony Porter, *States, Regimes, and Global Finance*, New York, St Martin's Press, 1993, pp. 114-115 et p. 120.

³¹² Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, p. 140.

³¹³ Schwartz montre comment l'ESF sert d'interface entre le Département du Trésor et la FRBNY depuis 1962, et scelle *de facto* l'emprise du premier sur la Réserve Fédérale dans les interventions sur les marchés monétaires. L'ESF avait été utilisé à cette époque pour arrêter les sorties d'or liées à la convertibilité-or du dollar, sur une base d'actions purement nationales. Il a aussi été ensuite utilisé pour soutenir le Peso, ce qui montre comment les autorités américaines peuvent « interpréter » de manière souple les mandats des institutions... Voir sur ce point: Anna J. Schwartz, « US Foreign Exchange Market Intervention Since 1962 », *Scottish Journal of Political Economy*, 43, 4, September 1996, pp. 379-398.

grandes banques commerciales américaines furent aussi mises à contribution pour un montant de 3 milliards de dollars. Ensuite, au niveau international, les États-Unis pressèrent pour que les Banques Centrales membres de la BRI accordent un prêt de 10 milliards de dollars. Enfin, et surtout, les États-Unis firent pression sur le FMI lui-même pour qu'il accorde une aide d'urgence de 17,8 milliards de dollars au Mexique (dont 10 par les États Membres), en dépit des règles de l'Accord Général d'Emprunt, stipulant que seuls les pays industrialisés pouvaient recevoir une aide de ce type³¹⁴.

A partir de là, il était clair pour chacun que la résolution d'une crise financière ou monétaire internationale passerait nécessairement par une intervention américaine. Les exemples de la crise asiatique de 1997 et surtout de la crise russe de 1998 sont de ce point de vue riches d'enseignements³¹⁵. En effet, pour le cas de la crise asiatique, les banques américaines étant moins exposées, le gouvernement américain était moins enclin à intervenir de manière massive. Ceci reflète précisément le développement plus soutenu de la finance de marché aux États-Unis, alors que l'Europe et surtout le Japon avaient un haut degré d'implication bancaire, ce qui explique l'importance relative des prêts bancaires accordés par le Japon à la zone³¹⁶. Les pressions américaines pour un approfondissement de la libéralisation financière des pays concernés furent alors encore plus intenses, de même que le peu d'empressement à faire intervenir le FMI³¹⁷. Par contre, l'empressement américain à intervenir lors de la crise russe, du fait de l'exposition de très nombreux fonds américains, montre à quel point les interventions américaines sont ciblées³¹⁸.

³¹⁴ Barry Eichengreen, Richard Portes, « Managing the Next Mexico », in: Peter B. Kenen (Ed), *From Halifax to Lyons*, Princeton, Princeton University Printing Service, 1996, p.29.

³¹⁵ Il n'est pas nécessaire pour le moment d'aller plus en avant dans l'analyse des circonstances de ces crises, dont nous aborderons les mécanismes d'éclatement et de contagion dans le chapitre 4.

³¹⁶ Les prêts des banques japonaises en Asie avaient très rapidement augmenté entre 1995 et 1997, passant de 82 à 161 milliards de dollars, alors que ceux des banques américaines étaient passés de 110 à 118 milliards de dollars sur la même période. Voir les statistiques de la BRI : Bank for International Settlements, *BIS Consolidated International Banking Statistics*.

³¹⁷ À tel point qu'en août 1997 une délégation américaine alors à Bangkok demanda aux Thaïlandais d'approfondir encore leur libéralisation et leur ouverture financières, ce qui suscita de nombreuses rancœurs dans les capitales asiatiques. Voir : Michael Vatikiotis, « Pacific Divide », *Far Eastern Economic Review*, **160**, 45, November 6, 1997, p. 14.

³¹⁸ Nous reviendrons aussi sur ce point dans la seconde partie. Une synthèse efficace de ces événements et de leur logique se trouve dans l'ouvrage de Gowan : Peter Gowan, *Op. cit.*, 1999, pp. 103-125.

3 – La volonté de maintien du niveau national de régulation financière

Le troisième mot d'ordre de la politique de sécurisation financière internationale des États-Unis concerne la question du « qui surveille et qui intervient ? ». Cet élément de la politique de sécurisation est particulièrement important dans la mesure où il montre comment les États-Unis ont pu susciter la transformation des structures et des institutions de surveillance financières des autres pays. Plus particulièrement, cette composante repose sur deux éléments complémentaires depuis 1991 : renforcer le rôle des institutions de surveillance du pays d'accueil, d'une part, et, d'autre part, faire des autorités de surveillance américaines les plus efficaces de la planète.

En ce qui concerne la volonté de renforcement des autorités de surveillance du pays d'accueil, le début des années quatre-vingt-dix donne un exemple assez illustratif de la position américaine. L'Europe communautaire s'était dotée depuis la fin des années soixante-dix d'un mécanisme de supervision financière faisant une large part à la coopération et à la confiance réciproque entre les institutions en charge de la surveillance des établissements et des marchés³¹⁹. Il prévoyait notamment la mise en place d'un « passeport » unique européen pour les établissements bancaires (à charge pour les autorités du pays d'origine de surveiller les établissements financiers effectuant des opérations internationales). Les États-Unis, à la suite du scandale et de la fermeture de la *Bank of Credit and Commerce International* (BCCI)³²⁰, s'engagèrent pour leur part dans la promotion du renforcement des règles de surveillance du pays d'accueil³²¹. Kapstein résume l'état d'esprit d'alors : « [...] *la leçon majeure que les superviseurs bancaires ont appris de BCCI est que chaque banque internationale a besoin d'un régulateur national et que le pays d'origine demeure le point focal de régulation dans une économie globale. Mais dans un monde composé d'États*

³¹⁹ Notamment par l'intermédiaire de deux directives bancaires de 1977 et de 1983. Elles seront suivies par deux directives techniques en 1989, la première dite « des fonds propres » et la seconde dite « du ratio de solvabilité ». Voir: Ethan B. Kapstein, *Op. cit.*, 1994, pp. 129-154. Voir aussi: Peter A. Vipond, « The European Financial Area in the 1990s: Europe and the Transnationalization of Finance », in: Philip G. Cerny (Ed), *Finance and World Politics*, Cambridge (UK), Edward Elgar, 1993, pp. 186-206.

³²⁰ La BCCI, dont la fondation remontait aux années soixante-dix, avait une structure tellement opaque qu'aucun régulateur national n'était en mesure ou n'avait la volonté de faire cesser ses activités illicites. Il faudra attendre 1991 pour que la Banque d'Angleterre se résolve à sa fermeture. *Ibid.*, pp. 156-166.

³²¹ Voir à ce propos : Marie Claude Esposito, « Mondialisation de la finance : les autorités de surveillances anglo-saxones, acteurs indispensables », in : Martine Azuelos (Dir), *Pax Americana*, Paris, Cervepas et Presses de la Sorbonne Nouvelle, 1999, pp. 67-95.

Nations, dans lequel l'harmonisation réglementaire est absente, des tensions entre pays d'accueil et pays d'origine seront toujours présentes [...]. De fait, ceci est symptomatique d'un manque de confiance de certains régulateurs bancaires envers leurs collègues étrangers. Le scandale BCCI a ainsi conduit à un renforcement de la supervision du pays d'accueil, notamment aux États-Unis et, par extension, au comité de Bâle. »³²²

Le vote du *Foreign Bank Supervision Act* de 1991 s'inscrit alors dans cette logique, les États-Unis se réservant le droit d'autoriser ou non toute nouvelle banque étrangère à avoir des activités sur le sol américain, selon leurs propres critères³²³.

Ce texte engage aussi la politique de renforcement de la qualité de surveillance des autorités financières américaines, afin de faire des marchés américains les plus sûrs de la planète. Ce renforcement trouve lui aussi sa source en 1991, avec le vote du *Foreign Bank Supervision Act* mais aussi celui du *Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act*. Par la suite, les très nombreuses modifications réglementaires ont eu aussi pour effet d'améliorer la qualité de supervision financière des autorités américaines. Les États-Unis ayant les marchés les plus développés de la planète, leurs institutions se doivent d'être les plus réputées. La volonté de renforcement des attributions du pays d'accueil n'est alors pas étrangère à ce phénomène. Cette politique a aussi un impact sur l'attractivité des marchés financiers américains puisque les opérateurs effectuent toujours un arbitrage entre risque et rendement et préfèrent pour la plupart des investissements peu risqués.

³²² Ethan B. Kapstein, *Op. cit.*, 1994, p. 156.

³²³ Voir l'annexe 1, p. 370. Cette loi sanctionnait aussi une logique de concentration du pouvoir de régulation vers la Réserve Fédérale, et ce au détriment de l'OCC, un organisme placé sous la tutelle du Département du Trésor.

Conclusion du chapitre 2 :

Ce chapitre avait pour objet de rendre compte de la diffusion depuis les années soixante-dix de la logique de libéralisation du compte de capital à la plupart des pays développés et émergents de la planète. Cette diffusion a été importante et non homogène, mais elle révèle le rôle directeur des États-Unis dans le mouvement. À partir de ce que nous avons avancé, deux éléments sont à noter.

Premièrement, ce mouvement peut se comprendre en mobilisant une approche particulière de l'hégémonie, qui, sans nier le rôle du pouvoir relationnel dans le système interétatique, insiste plus fortement sur le pouvoir structurel de l'État fédéral américain. Ce pouvoir s'est appuyé sur les acteurs de la finance, en particulier les grandes banques et les opérateurs financiers américains, et sur l'emprise de structure, financière, des États-Unis sur les autres pays développés. Il a aussi été complété par les visées hégémoniques du Royaume Uni et du Japon à deux moments clés, durant les années soixante et les années quatre-vingt.

Deuxièmement, les États-Unis ont été les leaders du mouvement de libéralisation du compte de capital, en se basant sur trois principes forts et constants tout au long des trois dernières décennies : d'une part, le développement des forces de marché au niveau international, d'autre part la promotion de la liberté de circulation des capitaux et, enfin, la sécurisation financière internationale. Ces trois principes constituent ainsi la colonne vertébrale de la diplomatie financière américaine, une diplomatie principalement basée sur le pragmatisme bilatéral et, parfois, sur l'opportunisme pluri- ou multilatéral.

L'effet d'une telle stratégie, quoique assez tardif, a été massif à partir des années quatre-vingt-dix. Le système financier international s'est en effet massivement re-centralisé sur les États-Unis. Cette repolarisation sera donc l'objet du chapitre suivant.

Chapitre 3 – La repolarisation du système financier international

Rappelez-vous de la chanson, « We are the world ». En matière de finance et de politique, sinon de culture, nous sommes en train de devenir le monde et une grande partie du monde veut être nous³²⁴.

Richard Grasco, Président du NYSE.

La libéralisation du compte de capital a favorisé la transformation profonde du système financier international et a notamment permis la redéfinition de sa structure. Plus particulièrement, la diffusion de la finance directe sur une échelle jusqu'alors inégalée et, notamment, vers les pays émergents dès la fin des années quatre-vingt, a repolarisé le système financier international. Le dollar, qui avait perdu de sa prééminence au milieu des années quatre-vingt³²⁵, est redevenu dans la dernière décennie la devise-clé qu'il était depuis la fin de la seconde guerre mondiale.

Cette dynamique s'apparente alors à une véritable repolarisation du système financier international sur les États-Unis, de sorte que les marchés financiers américains sont actuellement les plus importants (Tableau 3.1). En effet, alors que les États-Unis produisent près du tiers de la richesse mondiale, leur part est nettement plus importante sur les marchés d'actifs, liés à la finance directe, et nettement plus faible dès qu'il s'agit d'activités bancaires traditionnelles. Les économistes et les politologues donnent très souvent à cette réorganisation le nom de « globalisation financière ».

Mais, même si l'utilisation de ce vocable s'est généralisée³²⁶, plusieurs éléments doivent néanmoins en préciser l'utilisation. D'une part, ce vocable laisse à penser que seule la sphère

³²⁴ Richard Grasco, « The Best is Yet to Come: Globalization, American and the New York Stock Exchange », *Vital Speeches of the Day*, **63**, 7, January 15, 1997, p. 218.

³²⁵ N'a-t-on pas envisagé en 1986 « la fin des devises-clés » ? Michel Aglietta, *La fin des devises-clés*, Paris, La Découverte, 1986.

³²⁶ Le site de *Amazon.com*® recense près de 11400 ouvrages comportant l'expression « financial globalization ».

financière est concernée, alors qu'au niveau international on ne peut séparer l'organisation des structures de crédit (et de collecte d'épargne) de la détermination de la valeur relative des monnaies. D'autre part, cette notion laisse à penser que le processus de libéralisation s'est accompagnée d'une intégration homogène et généralisée des systèmes financiers nationaux. Or, les tests économétriques montrent que seuls certains marchés financiers se sont fortement intégrés depuis les années quatre-vingt et à un degré limité. Enfin, cette expression est généralement utilisée pour caractériser un mouvement qui débute durant les années quatre-vingt, alors que tout notre propos jusqu'ici a été de montrer comment le changement s'inscrit dans une dynamique plus longue qui aboutit à l'étalon dollar durant les années quatre-vingt-dix, après il est vrai des ruptures qualitatives et quantitatives.

Tableau 3.1 : Le poids économique et financier des États-Unis en 2002

	Milliards de dollars.				
	PIB	Capitalisation boursière	Marché obligataire	Actifs bancaires	Marchés dérivés ¹
Volume	10481	11055	19050	5890	50900
Pourcentage	32,5	48,5	43,7	14,7	46,7

Source: FMI, *Global Financial Stability Report*, Washington DC, April 2004, Table 3, p. 179. ¹ Notionnel libellé en dollar.

Ce chapitre sera alors organisé en trois sections. Les deux premières rendront compte du caractère polarisé de la dynamique de reconfiguration actuelle observée en insistant sur le fait que l'intégration financière internationale concerne principalement les pays centraux, d'une part (section 1) et, d'autre part, en montrant en quoi les États-Unis sont le cœur et la plaque tournante du système financier international (section 2). La troisième section analysera enfin le rôle particulier du dollar dans ce nouveau contexte (section 3).

Section 1 – L'intégration financière concerne surtout le centre

Depuis le début des années quatre-vingt, la question de l'augmentation de l'intégration financière internationale est au cœur des analyses concernant le système financier international³²⁷. Cette question s'est très vite orientée vers celle de savoir si la période actuelle était une période d'intégration spécifiquement élevée³²⁸. La recherche des spécificités actuelles a en fait débouché sur une controverse quant aux instruments capables de mesurer concrètement l'intégration financière. Nous aborderons cette question dans un premier temps.

Mais le point le plus important est, semble-t-il, lié à une conclusion partielle que nous pouvons tirer de ces analyses. On remarque en effet à partir des instruments utilisés que cette augmentation de l'intégration financière internationale est très différenciée (ce qui est cohérent avec ce que nous avons vu dans le deuxième chapitre) puisqu'elle concerne surtout les pays les plus développés³²⁹, au premier rang desquels les États-Unis et le Royaume Uni, mais aussi l'Europe de l'Ouest.

A- Les mesures de l'intégration financière internationale

Un marché financier international parfaitement intégré serait un marché dans lequel les distorsions des prix seraient quasi inexistantes entre des actifs au risque similaire. Les agents seraient alors indifférents dans leurs arbitrages entre des actifs nationaux ou étrangers. Il n'y aurait dès lors qu'un unique marché mondial par actif. Cette caractéristique aurait pour effet une circulation internationale des capitaux élevée, qui permettrait aux capitaux d'aller

³²⁷ En particulier, une littérature énorme va faire suite à l'article de Feldstein et Horioka en 1980. Martin Feldstein, Charles Horioka, « Domestic Saving and International Capital Flows », *Economic Journal*, **90**, 358, June 1980, pp. 314-329. Voir aussi: Martin Feldstein, « Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run », *European Economic Review*, **21**, 1-2, March-April 1983, pp. 129-151; et aussi: Maurice Obstfeld, « Capital Mobility in the World Economy : Theory and Measurement », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, **24**, 1986, pp. 55-103.

³²⁸ La plupart des auteurs cherchant à répondre à cette question se placent dans l'optique de l'histoire longue et montrent, non sans difficultés de compilation de données statistiques homogènes, que la période actuelle n'est pas marquée par un degré d'intégration financière exceptionnellement élevé. Voir par exemple: James R. Lothian, « The Internationalization of Money and Finance and the Globalization of Financial Markets », *Journal of International Money and Finance*, **21**, 6, November 2002, pp. 699-724.

³²⁹ Cette caractéristique se vérifie également sous l'étalon or : Michael D. Bordo, Marc Flandreau, « Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization », in: Michael D. Bordo, Alan M. Taylor, Jeffrey G. Williamson (Dir), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, The University of Chicago Press, 2003, pp.417-468.

facilement des pays en excès d'épargne vers ceux en besoin d'épargne. Même si cette situation est hypothétique et n'est bien sûr pas en cours actuellement, la trajectoire observée semble s'en rapprocher sensiblement. Plusieurs instruments de mesure quantitative de ce phénomène sont disponibles³³⁰, mais une clarification s'impose au préalable.

Il est courant d'utiliser des instruments de mesure de l'intégration financière internationale qui sont partiellement mal adaptés, même s'ils sont très utiles. Ces instruments sont souvent basés sur une confusion entre l'internationalisation (ou l'ouverture) et l'intégration. L'internationalisation se mesure la plupart du temps par l'intermédiaire d'un ratio qui compare une quantité (flux ou stock de capital) avec le revenu national, à la manière d'un taux d'ouverture commerciale. C'est un concept qui cherche à rendre compte du degré d'exposition financière internationale d'une nation, son degré d'interdépendance financière avec le reste du monde. Sur cette seule base, beaucoup considèrent que l'intégration financière internationale s'est fortement approfondie depuis les années quatre-vingt³³¹. Il est vrai que les mesures montrent une forte augmentation du ratio mondial d'internationalisation financière (avoirs extérieurs + engagements extérieurs, le tout divisé par le PIB mondial), qui passe de 0,7 à 2,2 entre 1983 et 2001³³².

³³⁰ Un autre type de mesure consiste à regarder le degré d'ouverture financière en fonction des règles, c'est-à-dire en fonction de l'intensité des contrôles de capitaux. Les liens entre les mesures qualitatives, basées sur les règles, et les mesures quantitatives sont relativement peu étudiés. Néanmoins, il semble qu'il y ait une différence notable entre le changement juridique ou réglementaire concernant l'ouverture financière et le début de l'augmentation de l'intégration financière proprement dite, la seconde étant souvent plus tardive. Voir: Geert Bekaert, Campbell R. Harvey, Robin L. Lumsdaine, « Dating the Integration of World Equity Markets », *Journal of Financial Economics*, **65**, 2, August 2002, pp. 203-247.

³³¹ Deux types d'indicateurs sont envisageables. Le premier s'intéressera aux flux financiers par rapport au PIB. Voir par exemple : Aart Kraay, « In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization », World Bank, *Working Paper*, October 1998. Disponible le 21/05/2003 à l'adresse: <http://econ.worldbank.org/files/22237_CALMacroEffects_Manuscript.pdf>; Maurice Obstfeld, « The Global Capital Market: Benefactor or Menace? », *Journal of Economic Perspectives*, **12**, 4, autumn 1998, pp. 9-30. Voir aussi une utilisation analogue, qui sert de mesure de la rotation du capital dans: Jean-Pierre Berdot, Gérard Kébabdjian, Jacques Léonard, « La dynamique du système monétaire et financier international », *Revue française d'économie*, **XIV**, 4, automne 1999, pp. 87-120. Le second type d'instrument de mesure quantitative de l'internationalisation financière consiste à mesurer cette fois-ci l'évolution des stocks de capitaux étrangers. Voir par exemple : Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, « Globalization and Capital Markets », in: Mickael D. Bordo, Alan M. Taylor, Jeffrey G. Williamson (Dir), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, The University of Chicago Press, 2003, pp. 121-183; Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti, « International Financial Integration », *IMF Working Paper*, 03/86, April 2003. Disponible à l'adresse: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0386.pdf>>.

³³² Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti, *loc. cit.*, 2003, p. 25.

Mais ce type de mesure de l'intégration financière peut poser problème, à commencer par celui de la valorisation du capital, notamment en cas de changement rapide des cours sur les marchés financiers³³³. De plus, d'autres écueils statistiques laissent à penser que la mesure de l'intégration financière internationale par ces seuls instruments peut être délicate. En particulier, pour un même niveau d'intégration, peuvent coexister différents niveaux d'internationalisation, puisqu'un degré d'intégration élevé entre deux pays peut très bien s'accommoder de degrés différents de flux entre ces pays. De même, les indicateurs d'internationalisation sont par définition dépendants de la fragmentation politique du monde et de l'existence de frontières. La simple augmentation du nombre de pays peut alors faire augmenter mécaniquement le degré d'internationalisation financière.

Ces instruments de mesure de l'intégration financière internationale sont donc à prendre avec beaucoup de précaution et les économistes portent volontiers leur choix sur d'autres instruments. En particulier, deux possibilités complémentaires s'offrent à eux³³⁴. La première consiste à ne s'intéresser qu'au niveau microéconomique, c'est-à-dire principalement à la question de l'égalisation des taux d'intérêt³³⁵ ou des prix de facteurs³³⁶. Ce niveau est celui de la mesure de la potentialité d'action des agents économiques. La seconde consiste à mesurer

³³³ Barry Eichengreen, « Capital-Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us? », *World Bank Economic Review*, **15**, 3, 2001, p. 345.

³³⁴ Sur la complémentarité des approches, voir : Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, *loc. cit.*; Jeffrey A. Frankel, « Measuring International Capital Mobility : A Review », *American Economic Review*, **82**, 2, May 1992, p. 197.

³³⁵ Ici, deux possibilités de mesure sont envisageables. La première est celle de la PTI (Parité des Taux d'Intérêt) non couverte, c'est-à-dire l'hypothèse selon laquelle les flux de capitaux entre pays égalisent les rendements anticipés des bons, quels que soient les risques ; et la seconde est celle de la PTI couverte, c'est-à-dire l'hypothèse selon laquelle les flux de capitaux internationaux égalisent les rendements anticipés des bons contractés dans la même monnaie, ce qui neutralise l'effet du risque de change. Voir sur ce point, en plus des deux références précédentes : Lawrence G. Goldberg, James R. Lothian, John Okunev, « Has International Financial Integration Increased? », *Open Economies Review*, **14**, 3, July 2003, pp. 299-317. Rita Madarassy, Menzie Chinn, « Free to Flow? New Results on Capital Mobility amongst the Developed Countries », Santa Cruz Center for International Economics, *Working Paper*, 02-20, August 2002. Disponible à l'adresse: <http://econ.ucsc.edu/grads/madarassy/Free_to_Flow.pdf>. Hiroshi Yamada, « Real Interest Rate Equalization: Some Empirical Evidence from the Three Major World Financial Markets », *Applied Economics*, **34**, 16, November 2002, pp. 2069-2073.

³³⁶ Il existe là encore de très nombreuses méthodes permettant de rendre compte de l'intégration financière internationale à partir de la variation des prix des actifs sur les marchés financiers. Voir entre autres: John Y. Campbell, Yasushi Hamao, « Predictable Stocks Returns in the United States and Japan: A Study of Long-Term Capital Markets Integration », *Journal of Finance*, **47**, 1, March 1992, pp. 43-69. Kate Phylaktis, Fabiola Ravazzolo, « Measuring Financial and Economic Integration with Equity Prices in Emerging Markets », *Journal of International Money and Finance*, **21**, 6, November 2002, pp. 879-903.

le degré de corrélation de l'investissement national par rapport à l'épargne nationale disponible, c'est-à-dire à observer d'un point de vue macroéconomique l'effet de l'intégration financière internationale³³⁷. C'est le niveau de la mesure de l'utilisation des potentialités économiques des agents. Plus exactement, « *l'intérêt de l'approche [...] tient précisément au fait qu'elle met en relation la sphère financière avec la sphère réelle et cherche à évaluer la mobilité du capital par rapport à sa finalité qui est une meilleure allocation de l'épargne mondiale* »³³⁸. En effet, si la corrélation entre l'épargne et l'investissement au niveau national est faible, c'est-à-dire plus précisément si les coefficients de corrélation ont tendance à diminuer et à tendre vers 0, cela suppose à priori que le degré d'intégration financière internationale est fort.

Les résultats obtenus ont fait l'objet d'une vive controverse durant les deux décennies qui suivirent la publication de l'article de Feldstein et Horioka, notamment en raison de la difficulté à faire apparaître une baisse des coefficients de corrélation entre investissement et épargne nationaux et ce n'est que très tardivement, à partir de la fin des années quatre-vingt-dix, qu'une interprétation nouvelle des résultats économétriques a pu être envisagée: celle d'une intégration financière internationale rapide mais différenciée.

B - Une différenciation importante entre pays riches et pays pauvres

Les tests de mesure de l'intégration financière internationale ont eu, depuis le début des années quatre-vingt, des résultats parfois très divergents, fondant le fameux « puzzle Feldstein-Horioka ». Plus particulièrement, une double divergence est apparue, entre les tests microéconomiques et macroéconomiques, d'une part, et entre les tests macroéconomiques eux-mêmes, d'autre part³³⁹.

³³⁷ Les écrits concernant cette hypothèse sont considérables. Voir entre autres : Jean-Pierre Berdot, Gérard Kébabdjian, Jacques Léonard, « Corrélations investissement – épargne et mobilité internationale des capitaux », *Recherches économiques de Louvain*, **69**, 1, 2003, pp. 5-38. Marc Flandreau, Chantal Rivière, « La grande 'Retransformation' ? Intégration financière internationale et contrôle des capitaux, 1880-1996 », *Économie Internationale*, 78, 2^{ème} trimestre 1999, pp. 11-58.

³³⁸ Jean-Pierre Berdot, Gérard Kébabdjian, Jacques Léonard, *loc. cit.*, p.9.

³³⁹ La plupart des tests macroéconomiques à la Feldstein et Horioka ont conclu à une forte corrélation entre épargne et investissement nationaux. Voir entre autres : Robert G. Murphy, « Capital Mobility and the Relationship Between Saving and Investment Rates in OECD Countries », *Journal of International Money and Finance*, **3**, 3, December 1984, pp. 327-342. Linda L. Tesar, « Savings, Investment and International Capital

Pour ce qui est de la première divergence, les tests microéconomiques ont assez vite fait état d'une forte augmentation de l'intégration financière internationale alors que ceux à la Feldstein et Horioka concluaient plutôt à la segmentation³⁴⁰. Et pour ce qui concerne la seconde divergence, celle-ci s'explique en partie par les difficultés théoriques sous-jacentes à l'élaboration des tests, tout comme au type de test économétrique effectué. Léonard et Namur recensent différents types de difficultés de mise en évidence de la baisse de la corrélation investissement – épargne, c'est-à-dire de mise en évidence de l'augmentation de l'intégration financière internationale : les chocs sur le système productif, la politique budgétaire ou fiscale (et notamment les politiques de rééquilibrage du compte courant), la taille et la structure démographique du pays, la segmentation du marché des biens et des facteurs, enfin l'« équivalence ricardienne », c'est-à-dire le fait que la variation de l'épargne privée doit normalement compenser celle du gouvernement³⁴¹. Ils mettent aussi en évidence, tout comme Berdot, Kébabdjian et Léonard³⁴², des problèmes de nature économétrique et, notamment, les différences d'interprétation entre les tests en *pooling*, en séries temporelles ou en coupes transversales.

Toutefois, ces divergences, loin de mener le débat dans une impasse, ont débouché sur une double affirmation: d'une part, le phénomène de l'intégration financière internationale élevée n'est pas nouveau, mais correspond à un retour à la situation antérieure à la première guerre mondiale et, surtout, tous les pays ne sont pas affectés de la même manière par ce phénomène.

Ainsi, les analyses microéconomiques montrent que la phase actuelle d'intégration financière internationale correspond plutôt à un retour à une situation antérieure à la première

Flows », *Journal of International Economics*, **31**, 1-2, August 1991, pp. 55-78. Mais plusieurs auteurs ont montré une baisse de la corrélation en utilisant des tests macroéconomiques. Voir la synthèse de Kébabdjian : Gérard Kébabdjian, « L'hétérogénéité des ajustements investissement – épargne en économie ouverte », *Économie Appliquée*, **56**, 2, Juin 2003, pp. 41-83.

³⁴⁰ Voir à ce propos: Maurice Obstfeld, « International Capital Mobility in the 1990s », in: Peter B. Kenen (Ed), *Understanding Interdependence*, Princeton, Princeton University Press, 1995, pp. 201-261.

³⁴¹ Voir : Jacques Léonard, Dominique Namur, « Intégration vs segmentation : une réinterprétation des tests à la Feldstein Horioka », Centre de Recherche sur l'Intégration Économique et Financière, *Document de travail*, M2001-03, 26 mars 2001, pp. 3-6. Disponible le 27/04/2004 à l'adresse : <<http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2001-03.pdf>>.

³⁴² Jean-Pierre Berdot, Gérard Kébabdjian, Jacques Léonard, *loc. cit.*

guerre mondiale et ne correspond pas à une situation d'intégration financière complète. Par exemple Yamada montre que les taux d'intérêt réels à long terme des États-Unis, du Japon et du Royaume Uni sont fortement liés à partir de 1980³⁴³. De même, Obstfeld et Taylor, en testant l'hypothèse de PTI couverte entre les États-Unis et le Royaume Uni ou l'Allemagne, montrent que l'intégration financière augmente de manière très importante à partir des années quatre-vingt pour le Royaume Uni et dès 1974 pour l'Allemagne³⁴⁴. Le même type de résultat est obtenu par le test sur les taux d'intérêt réels de Goldberg, Lothian et Okunev, notant une accélération de l'intégration financière internationale à partir de 1980 sur un panel de pays industrialisés³⁴⁵.

Ce type de test microéconomique montre également une certaine différenciation entre pays, selon les niveaux de développement ou les zones géographiques ou monétaires. Par exemple, Madarassy et Chinn, en testant l'hypothèse de PTI non couverte sur un panel de pays développés non membres du G7, concluent certes que l'intégration financière de ces pays augmente, mais d'un degré moins important que celle des membres du G7³⁴⁶. Au niveau des pays émergents, Bekaert et Harvey notent une divergence d'intégration financière à partir d'un test sur les rendements d'actifs³⁴⁷.

Plus récemment, l'étude de Berdot, Kébabdjian et Léonard, à partir de la corrélation entre épargne et investissement, a montré plus particulièrement qu'il existe des groupes de pays au niveau d'intégration financière différent. A partir de l'analyse d'un échantillon de 31 pays correspondant à 85 % du PIB mondial, ils notent que l'intégration financière internationale est beaucoup plus forte pour les 15 pays européens du panel et pour les 22 pays les plus développés par rapport au panel entier, dans lequel sont inclus les petits pays

³⁴³ Hiroshi Yamada, *loc. cit.*

³⁴⁴ Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, *loc. cit.*

³⁴⁵ Allemagne ; Canada ; États-Unis ; France ; Japon ; Royaume Uni. Lawrence G. Goldberg, James R. Lothian, John Okunev, *loc. cit.* De très nombreuses autres études obtiennent des résultats analogues, compte tenu des panels et des méthodologies utilisés dans les tests. En faire une liste exhaustive sortirait de notre propos.

³⁴⁶ Rita Madarassy, Menzie Chinn, *loc. cit.* Les données concernent des bons gouvernementaux d'une maturité de 5 à 10 ans, et des taux d'intérêt interbancaires ou de bons gouvernementaux de 3 à 6 mois.

³⁴⁷ Geert Bekaert, Campbell R. Harvey, « Time-Varying World Market Integration », *Journal of Finance*, **50**, 2, June 1995, pp. 403-444. Lothian note aussi une divergence entre pays mais aussi entre groupes de pays sur un panel de 89 pays. James R. Lothian, *loc. cit.*, p. 721.

développés et les pays émergents³⁴⁸. La conclusion qu'en tirent les auteurs est alors sans équivoque. Pour eux, « *les trente dernières années mettent donc clairement en évidence, au sens du test de FH, un mouvement de divergence entre deux groupes de pays : les pays industrialisés entre lesquels s'est très fortement accrue la mobilité des capitaux et le groupe des pays moins industrialisés qui apparaissent comme les exclus de la globalisation financière. L'existence de clubs de mobilité différentielle est donc étroitement liée au critère de développement* ».³⁴⁹

*
* *

Autrement dit, plus le pays concerné est développé, plus son intégration financière est forte. Cette conclusion est intéressante dans la mesure où elle rend mieux compte de l'hétérogénéité des situations nationales et, dans le même temps, ne nie pas l'effectivité de l'augmentation de la mobilité internationale des capitaux. D'autre part, on pourrait aussi émettre l'hypothèse que le système financier international est composé d'un centre très intégré et d'une périphérie qui l'est nettement moins mais qui pour autant fait partie du système. Ceci serait à mettre en relation avec le large mouvement de libéralisation du compte de capital durant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, qui a été plus profond dans les pays du centre³⁵⁰. L'analyse des flux financiers internationaux nous permettra d'ailleurs de confirmer cette hypothèse.

³⁴⁸ Jean-Pierre Berdot, Gérard Kébabdjian, Jacques Léonard, *loc. cit.*

³⁴⁹ *Ibid.*, p. 18. Kébabdjian arrive à la même conclusion dans son étude de 2003 : Gérard Kébabdjian, *loc. cit.*, 2003, pp. 41-83.

³⁵⁰ Voir à ce propos l'étude de Chelley-Steeley et Steeley, qui montre que le niveau d'intégration des marchés de capitaux européens a très fortement augmenté suite à la disparition des contrôles de change en Europe durant les années quatre-vingt. Patricia L. Chelley-Steeley, James M. Steeley, « Changes in the Comovement of European Equity Markets », *Economic Inquiry*, **37**, 3, July 1999, pp. 473-488.

Section 2 - Les États-Unis, centre névralgique du système financier international

Comme le suppose l'hypothèse sous-jacente au test de Feldstein et Horioka, la baisse des coefficients de corrélation entre épargne et investissement doit logiquement faciliter les mouvements de capitaux entre les pays en excès d'épargne et ceux en manque d'épargne. Il n'est donc pas étonnant de remarquer que les pays les plus riches soient aussi ceux qui participent le plus aux mouvements de capitaux transnationaux, dans la mesure où ce sont ceux dont l'intégration financière est la plus marquée mais aussi ceux dont le poids relatif est le plus important.

Les chiffres disponibles sont alors sans ambiguïté et montrent que les États-Unis sont plus que jamais le centre du système financier international. Plusieurs éléments sont alors distinguables: une attractivité croissante des États-Unis, un mécanisme de recyclage particulier de l'épargne et un rôle pivot du marché des titres du Trésor américain.

A– La hausse de l'attractivité financière des États-Unis

Durant les années quatre-vingt-dix, l'attractivité financière des États-Unis n'a cessé d'augmenter, de sorte qu'actuellement ils sont de très loin le pays absorbant le plus de capitaux en provenance du reste du monde³⁵¹. D'une part, cinq pays (Japon, Allemagne, Russie, Chine et Suisse) fournissent plus de la moitié de l'épargne nette à ceux qui en manquent (pour un montant net global d'environ 340 milliards de dollars) et quatorze en fournissent les trois quarts (Graphique 3.1). Ces pays sont des pays développés ou émergents d'Asie de l'Est depuis la fin des années quatre vingt, avec une certaine constance, notamment

³⁵¹ D'une manière générale, le système financier international contemporain est fondé sur des flux entre pays du Nord, correspondant plutôt à des logiques d'arbitrage, alors que dans le même temps les pays du Sud sont globalement exportateurs de capitaux, du fait notamment du service de leur dette contractée durant les années soixante-dix et quatre-vingt. Toutefois, certains pays émergents ont connu une très forte augmentation des flux de capitaux entrants durant les années quatre-vingt-dix. Ainsi, l'investissement de portefeuille dans les pays en développement a crû de 20 milliards à 95 milliards de dollars entre 1990 et 1995, pour ensuite chuter à nouveau à 20 milliards de dollars par an en 2000. Dans le même temps, l'investissement direct vers les pays en développement a fortement augmenté durant la dernière décennie, passant de 20 milliards à 130 milliards de dollars par an entre 1990 et 2000. Voir : Pierre-Richard Agénor, « Benefits and Costs of International Financial Integration : Theory and Facts », *World Economy*, 26, 8, August 2003, pp. 1089-1118.

pour ce qui concerne le Japon et la Chine, respectivement toujours dans les deux et dans les dix premiers fournisseurs de capitaux. La Chine a même tendance à monter dans le classement, surtout depuis la réintégration de Hong Kong. Avant cette date, durant les années soixante-dix, les pays producteurs de pétrole membres de l'OPEP étaient les principaux fournisseurs de capitaux au reste du monde³⁵².

Or, on remarque dans le même temps que les États-Unis absorbent à eux seuls les deux tiers des flux nets de capitaux transnationaux, leur solde courant étant déficitaire de plus de 500 milliards de dollars en 2004. Ils attirent même en termes relatifs de plus en plus de capitaux, puisque leur part était inférieure à un tiers en 1990 et, en termes absolus, puisque ce solde ne cesse d'augmenter depuis près de trente ans. C'est d'ailleurs une caractéristique majeure de l'étalon dollar, qui permet au pays central d'attirer de plus en plus de capitaux du reste du monde. Cette capacité d'attraction de l'épargne mondiale ne doit pourtant pas s'analyser indépendamment de l'évolution des échanges commerciaux entre les États-Unis et le reste du monde. Plus exactement, c'est parce que de nombreux pays, notamment des pays d'Asie de l'Est, ont développé des surplus commerciaux de plus en plus importants avec les États-Unis qu'il leur est possible dans un second temps de recycler ces surplus par l'intermédiaire d'achat d'actifs aux États-Unis et, plus particulièrement, d'actifs financiers³⁵³.

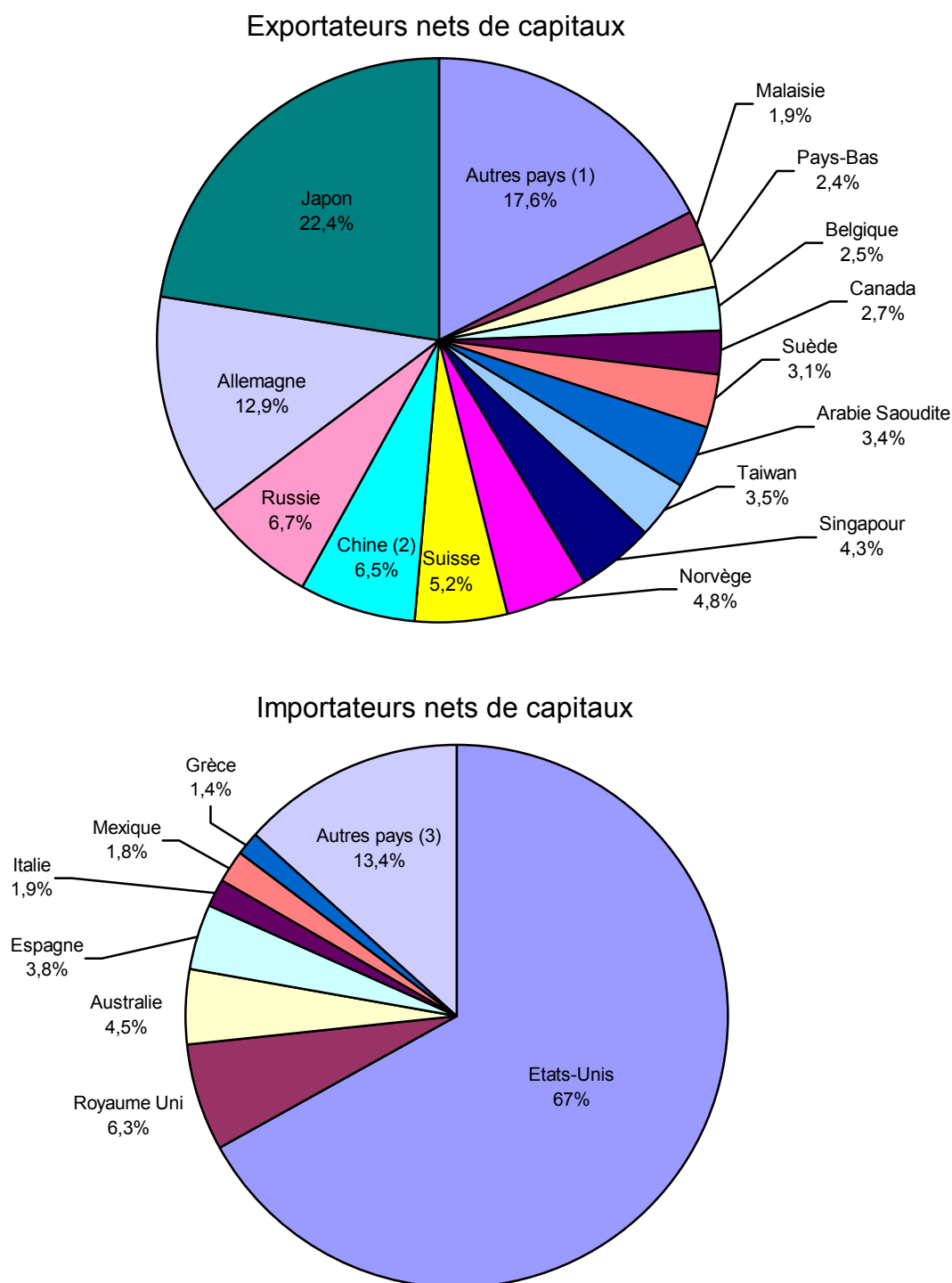
Autrement dit, les liquidités internationales qui naissent du développement du déficit commercial américain (en très grande majorité responsable du déficit courant) sont à l'origine même de la capacité des États-Unis à attirer des capitaux du reste du monde³⁵⁴. Cette situation fait alors *de facto* des États-Unis la place financière de prédilection de l'ensemble des capitaux au niveau mondial. Les statistiques montrent en effet que les États-Unis représentent actuellement près de 46 % de la capitalisation financière mondiale, avec le NYSE et le

³⁵² Voir l'annexe 3, page 376.

³⁵³ En 2003, leur déficit commercial bilatéral a été respectivement de 124, 66, et 13 milliards de dollars avec la Chine (1^{er}), le Japon (2^{ème}) et la Corée du Sud (9^{ème}), soit 50% des 10 déficits les plus importants. Ces trois pays ne représentent pourtant que 21 % du commerce total des États-Unis. Source : US Census Bureau.

³⁵⁴ Cette double fonction des États-Unis a été très longuement analysée dès les années soixante-dix. En particulier, Lelart considère que les États-Unis ont à la fois la fonction d'une banque internationale, qui crée de la monnaie internationale, du fait des transactions effectuées avec le reste du monde (et en particulier des achats de marchandises) et celle d'un intermédiaire financier, de par les entrées de capitaux que permet le développement des balances dollars dans le reste du monde. Michel Lelart, *Le dollar, monnaie internationale*, Paris, Albatros, 1975.

Graphique 3.1 : Origine et destination des capitaux en 2004



Source: FMI, *World Economic Outlook Database*, Mai 2004.

Les données sont les soldes estimés des comptes courants.

(1) Ensemble des pays qui exportent individuellement moins de 1,9 % du total mondial.

(2) Y compris Hong Kong, qui représente à lui seul 2,6 % du total mondial.

(3) Ensemble des pays qui importent individuellement moins de 1,4 % du total mondial.

NASDAQ aux première et troisième places, alors que l'Union européenne ne représente que 24 % et le Japon 9,5 %³⁵⁵. De même, à un niveau plus microéconomique, cette capacité d'attraction financière se traduit par un biais constant de la part des investisseurs privés en faveur d'une répartition de leur portefeuille qui fait la part belle aux actifs américains³⁵⁶.

Mais les États-Unis n'attirent pas seulement les capitaux étrangers. En effet, ils attirent aussi les principaux acteurs des marchés financiers, à savoir les entreprises et les grandes banques étrangères. De très nombreuses entreprises étrangères sont en effet cotées au NYSE ou au NASDAQ, ce qui montre aussi leur volonté de lever des capitaux sur les places financières des États-Unis bien plus qu'ailleurs. La WFE recensait, fin 2003, 466 sociétés étrangères cotées sur le NYSE pour 2308 sociétés cotées, et 343 sur le NASDAQ pour 3294 sociétés. A titre de comparaison, le marché de Tokyo, le deuxième en terme de capitalisation, a 32 sociétés étrangères cotées sur 2206, et seul celui de Londres, le quatrième, rivalise avec les places financières américaines, avec 381 sociétés étrangères cotées sur 2692.

Dans la même veine on remarque que les États-Unis ont augmenté leur pouvoir relatif d'attraction, même si le nombre de banques étrangères présentes dans les principaux centres financiers mondiaux a tendance à baisser depuis le début des années quatre-vingt-dix, notamment du fait de la faiblesse des banques japonaises et des nombreuses fusions et acquisitions dans ce secteur aux États-Unis durant la décennie. Choi, Park et Tschoegl montrent par exemple que New York a supplanté Londres dans les années quatre-vingt-dix en terme de rang, c'est-à-dire au nombre de grandes banques étrangères implantées, même si Londres accueille plus de banques en général, mais de taille moyenne plus petite³⁵⁷. Ils

³⁵⁵ Soit une capitalisation boursière de 14266 milliards de dollars fin 2003 pour une capitalisation mondiale de 31200 milliards de dollars. Source : WFE.

³⁵⁶ *The Economist* publie régulièrement une grille d'allocation d'actifs des sept plus grands groupes bancaires et financiers du monde qui montre la place prépondérante des États-Unis dans la répartition de leurs portefeuilles d'actions ou d'obligations. Pour ce qui est des actions, cette grille comparative donne en moyenne une image assez semblable à la répartition neutre qui reflèterait une allocation des portefeuilles identique à la répartition de la capitalisation boursière mondiale selon l'indice *MSCI* (Morgan Stanley Capital International). Par contre, pour ce qui est des obligations, la grille comparative montre une prépondérance des États-Unis deux fois plus forte que ce qu'elle serait selon la grille neutre calculée à partir de l'indice des obligations de la firme *Salomon Brothers*. Voir particulièrement : Marian Stepczynski, *Dollar*, Paris, Favre, 2003, pp. 108-110.

³⁵⁷ Cette étude porte sur 14 centres financiers en 2000. Elle fait suite à deux autres études pour les années 1970, 1980, et 1990, avec la même méthodologie. Les auteurs ont recensé la présence des 300 plus grandes banques au monde, que ce soit sous la forme d'un bureau représentant, d'une agence, d'une branche ou d'une filiale. Voir : Sang Rim Choi, Daekeun Park, Adrian E. Tschoegl, « Banks and the World's Major Banking Centers, 2000 », *Weltwirtschaftliches Archiv*, **139**, 3, 2003, pp. 550-568.

montrent aussi que l'indice de centralité de la place de New York est maximal depuis 1980, et que la Californie a désormais le même indice de centralité que Londres³⁵⁸.

L'attractivité des États-Unis est donc à la fois quantitative et qualitative. Mais la centralité des États-Unis dans le système financier international passe aussi par un mécanisme de recyclage de l'épargne mondiale largement favorable à l'économie américaine.

B- Un mécanisme particulier de recyclage de l'épargne mondiale

Entre 1991 et 2003, les flux de capitaux rentrants aux États-Unis ont été multipliés par neuf, passant de 110 à 857 milliards de dollars (avec un pic à 1020 milliards en 2000), alors que dans le même temps les capitaux sortants ont été multipliés par quatre, avec environ 65 milliards de dollars en 1991 et 280 milliards en 2003 (avec un pic à 570 milliards en 2000). Les sorties de capitaux sont dès lors systématiquement moins importantes que les entrées. En détaillant un peu plus (Tableau 3.2), on remarque que les sorties nettes de capitaux sont principalement liées à des investissements directs (multiplication par quatre entre 1991 et 2003), alors que les entrées nettes concernent de manière prépondérante les investissements de portefeuille et, dans une moindre mesure, les autres engagements, notamment bancaires.

Cette caractéristique assez particulière se mesure alors du point de vue des stocks d'actions et des encours de dette détenus par les investisseurs américains et ceux du reste du monde³⁵⁹. Les mesures les plus récentes (Tableau 3.3) montrent que les investisseurs étrangers

Sang Rim Choi, Daekeun Park, Adrian E. Tschoegl, « Banks and the World's Major Banking Centers, 1990 », *Weltwirtschaftliches Archiv*, **132**, 4, 1996, pp. 774-793. Sang Rim Choi, Adrian E. Tschoegl, Chwo Ming Yu, « Banks and the World's Major Banking Centers, 1970-1980 », *Weltwirtschaftliches Archiv*, **122**, 1, 1986, pp. 48-64.

³⁵⁸ L'indice de centralité se mesure par le nombre de centres étrangers ayant au moins un représentant dans le centre en question. L'indice le plus fort possible est de 1 (13/13), et le plus faible de 0 (0/13). La Californie (Los Angeles/ San Francisco) passe de l'indice 0.77 en 1990 à 0.92 en 2000. C'est le seul centre financier sur les 14 étudiés qui augmente son indice de centralité durant les années quatre-vingt-dix.

³⁵⁹ La plupart des données qui suivent proviennent du Département du Trésor et de la Réserve Fédérale et, en particulier, de quelques études consacrées aux stocks de capitaux transnationaux des États-Unis. Ces données sont disponibles grâce au *Treasury International Capital Reporting System*. Elles permettent d'éviter les ruptures statistiques sur les séries du Bureau of Economic Analysis, même si les premières études à partir de ce système remontent à 1994 seulement. Voir sur ce point plus particulièrement: William L. Grier, Gary A. Lee, Francis E. Warnock, « The US System of Measuring Cross-Border Investment in Securities: A Primer with a Discussion of Recent Developments », *Federal Reserve Bulletin*, **87**, 10, October 2001, pp. 633-650; Carol C. Bertaut, William L. Grier, « Recent Development in Cross-Border Investment in Securities », *Federal Reserve Bulletin*, **90**, 1, winter 2004, pp. 19-31.

Tableau 3.2 : Entrées et sorties de capitaux des États-Unis.

En milliards de dollars

	Investissements directs		Investissements de portefeuille		Autres avoirs et engagements		Actifs de réserve		Total	
	Entrées	Sorties	Entrées	Sorties	Entrées	Sorties	Entrées	Sorties	Entrées	Sorties
1991	23,2	-37,9	57,5	-45,7	30,1	13,4	-	5,8	110,8	-64,4
1992	19,8	-48,3	72	-49,2	78,9	19,1	-	3,9	170,7	-74,4
1993	51,4	-84	111	-146,2	119,7	31	-	-1,4	282,1	-200,5
1994	46,1	-80,2	139,4	-60,3	120,5	-40,9	-	5,3	306	-176,1
1995	87,8	-98,8	210,4	-122,5	170,4	-121,4	-	-9,7	438,6	-352,4
1996	86,5	-91,9	332,8	-149,8	131,8	-178,9	-	6,7	551,1	-413,9
1997	105,6	-104,8	333,1	-119	268,1	-262,8	-	-1	706,8	-487,6
1998	179	-142,6	187,6	-124,2	57	-74,2	-	-6,7	423,6	-347,8
1999	289,4	-224,9	285,6	-116,2	165,2	-171,2	-	8,7	740,2	-503,7
2000	321,3	-159,2	420	-121,9	284,9	-288,4	-	-0,3	1026,1	-569,8
2001	151,6	-120	425,1	-84,6	188,9	-140,4	-	-4,9	765,5	-350
2002	39,6	-137,8	421,4	15,8	245,9	-53,3	-	-3,7	707	-179
2003	81,9	-154	408,1	-64	366,6	-61	-	2,2	856,7	-277,7

Sources : Fonds Monétaire International, *Global Financial Stability Report*, April 2004, pp. 176-177.
Bureau of Economic Analysis, *US International Transactions Accounts Data*, Table 1, March 12, 2004.

Tableau 3.3 : Valeur de marché des avoirs et des engagements à long terme des États-Unis

En milliards de dollars

	Avoirs des États-Unis à l'étranger (I)	Avoirs du reste du monde aux États-Unis (II)	I / II (en %)	Engagements des États-Unis (nets)
Décembre 1994	949	1244	76	295
Décembre 1997	1755	2636	67	877
Mars 2000	2490	3558	70	1068
Décembre 2001	2115	3970	53	1865
Juin 2002	2050	3926	52	1876
Décembre 2002	1847	4149	45	2302
Novembre 2003	1804	4554	40	2750

Source: Carol C. Bertaut, William L. Grier, *loc. cit.*, p. 27.

détenaient près de 4300 milliards de dollars d'actifs aux États-Unis fin juin 2002³⁶⁰, dont 1400 milliards sous formes d'actions et 2500 milliards sous forme de dette à long terme, le reste (400 milliards) étant de la dette à court terme. Ce montant a de fait été multiplié par 3,6 depuis 1994, alors que le montant d'actifs étrangers détenus par des investisseurs américains a été multiplié par deux durant la même période, passant de 950 à 1800 milliards de dollars, avec un pic à 2500 milliards en mars 2000, correspondant au pic des indices boursiers de par le monde. La tendance observée sur les flux se retrouve ainsi sur les stocks et montre en particulier la baisse de moitié du ratio d'avoirs américains à long terme à l'étranger en fonction des avoirs étrangers à long terme aux États-Unis, de 79% à 40 % entre 1994 et 2003.

Autrement dit, l'étalon dollar se caractérise par un mécanisme assez particulier de recyclage de l'épargne mondiale aux États-Unis : les agents économiques américains financent leur développement par l'intermédiaire principalement de prêts (de nature obligataire, que ce soit par des acteurs privés ou des institutions étrangères officielles) ou de titres de participation n'impliquant pas de prise de contrôle des firmes (sauf entre 1998 et 2001, du fait d'une vague sans précédent de fusions et d'acquisitions transfrontalières), alors que, dans un second temps, ils acquièrent plutôt des actifs à l'étranger sous forme d'investissements directs, qui ont un impact direct sur le contrôle de la production.

Ainsi, les données disponibles à partir des enquêtes menées en 1994, 1997 et 2001 montrent que la part des actions détenues par des investisseurs américains dans la capitalisation des marchés financiers étrangers a été multipliée par 2, passant de 6 % à 11,5 %. Plus spécifiquement, les investisseurs américains sont de plus en plus présents sur les marchés anglais (15,8 % de la capitalisation boursière en 2001 contre 8,2 % en 1994), japonais (7,6 % en 2001 contre 2,6 % en 1994) et d'Asie de l'Est (6,3 % en 2001 contre 3,4 % en 1994)³⁶¹. De même, la préférence pour la détention d'actions à l'étranger par les investisseurs américains a

³⁶⁰ Ce montant est estimé à 4550 milliards de dollars fin 2003, pour les engagements à long terme uniquement (actions et obligations).

³⁶¹ En basant les estimations sur le flottant et non sur l'ensemble du capital des entreprises concernées, on obtient des chiffres relativement plus élevés. La part des investisseurs américains en 2001 dans les marchés anglais, de la zone euro et japonais devient respectivement de 17 %, 16 % et 12 %. Par contre, les détenteurs américains de dette à long terme représentent une part assez faible de la valeur de marché de la dette étrangère à long terme des autres pays (2,9 % en 2001), sauf pour le Canada pour lequel elle demeure supérieure à 15 %.

augmenté depuis la moitié des années quatre-vingt-dix dans la mesure où les actions représentaient 76 % du total des avoirs américains à l'étranger en 2001, contre 64 % en 1994.

La repolarisation du système financier international est ainsi basée sur l'attractivité des États-Unis et sur leur capacité à recycler l'épargne mondiale en empruntant massivement sous forme d'émissions obligataires au reste du monde tout en investissant dans le reste du monde sous forme d'achat d'actions. Mais un troisième élément non négligeable doit être mentionné ici: le marché des titres du Trésor américain.

C- Le rôle pivot du marché des titres du Trésor américains

Dupont et Sack considèrent que les transactions sur le marché des titres du trésor américain donnent « *une indication du rôle pivot des titres du Trésor américain dans les marchés financiers mondiaux* »³⁶². Or, à première vue, ce marché n'est pas d'une importance bien supérieure à celui de la dette publique du Japon ou de la zone euro. Les chiffres de 2003 montrent que l'encours des titres de la dette publique américaine³⁶³ a représenté près de 9,7 % des 51965 milliards de dollars d'encours mondial des titres de dette alors que celui de la dette publique du Japon en représentait 11,8 % et celui de la dette publique en euro 10,5 %³⁶⁴. Cette part a même tendance à baisser, puisqu'en 2001 elle représentait près de 23 % et en 2002 près de 10,5 %. Mais l'importance de ce marché n'est ni absolue ni relative, mais structurelle. Ce marché conjugue en effet trois caractéristiques qui en font le sommet du système financier international: sa liquidité, son internationalisation et, enfin, la composition de ses participants.

Premièrement, plusieurs éléments nous permettent de voir que la liquidité est de très loin plus importante que pour tout autre marché d'actifs au monde. D'une part, il est intéressant de noter que l'activité journalière sur ce marché par les principaux opérateurs³⁶⁵ ne

³⁶² Dominique Dupont, Brian Sack, « The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments », *Federal Reserve Bulletin*, **85**, 12, December 1999, p. 785.

³⁶³ Cette dette est composée à 25 % de titres dont la maturité est inférieure à une année (*Bills*), à 54 % de titres d'une maturité comprise entre un et dix ans (*Notes*), et à 15 % de titres à maturité supérieure à dix ans (*Bonds*). Le reste, représentant environ 5 %, est composé de titres indexés sur l'inflation (*Treasury Inflation Indexed Securities*). Source : U.S. Treasury.

³⁶⁴ Fonds Monétaire International, *Global Financial Stability Report*, Washington DC, September 2004, Table 3, p. 187.

³⁶⁵ Ces opérateurs sont appelés les *Primary Dealers*. Ils sont 23 en avril 2004 (parmi un ensemble de 2000 opérateurs) à être autorisés à souscrire aux enchères régulières de titres gouvernementaux. Ils sont les contreparties les plus importantes des opérations d'*open market* de la Réserve Fédérale. Ils représentent plus de

cesse d'augmenter depuis que les statistiques de ce type sont disponibles³⁶⁶. Elle atteint des montants impressionnants : de près de 145 milliards de dollars de transactions journalières en janvier 1997, elle est en juin 2004 de 563 milliards de dollars, sans commune mesure avec les autres marchés d'actifs dans le monde³⁶⁷. D'autre part, comme le souligne Fleming, au-delà de cet indicateur traditionnel de mesure de la liquidité, un autre indicateur montre que cette liquidité est exceptionnellement élevée: celui du spread entre offre et demande sur le premier marché (*Bid-Ask spread*)³⁶⁸. En particulier, depuis le début des années quatre-vingt-dix, le spread des titres d'une maturité de 2 ans est très stable et extrêmement faible, à moins de 0,25 point de base en moyenne, et celui des titres à maturité plus longue ou plus courte est un peu plus élevé, notamment à 0,39 et 0,78 en moyenne pour les titres à 5 et 10 ans³⁶⁹.

Deuxièmement, l'importance de ce marché est encore moins anodine lorsque l'on regarde la nationalité des détenteurs de titres du Trésor américain. En effet, alors que les non-résidents détiennent actuellement un peu plus de 12 % de l'ensemble des titres américains à long terme, cette part est de 40 % pour les titres du Trésor. Depuis 1990, cette part a même été multipliée par deux, alors que celle de la détention étrangère de l'ensemble des titres à long terme n'a été multipliée que par 1,3³⁷⁰. L'internationalisation du marché de la dette publique américaine est donc beaucoup plus importante que pour les autres types d'actifs américains à long terme. Ensuite, on remarque que le volume plus spécifiquement échangé par les opérateurs étrangers est nettement plus important que celui des autres types d'actifs

la moitié des transactions sur ce marché. Voir sur ce point: Dominique Dupont, Brian Sack, *loc. cit.*, 1999, pp. 785-806.

³⁶⁶ La FRBNY offre en ligne des statistiques journalières du volume des transactions sur le marché des titres du Trésor américains depuis 1997. Voir à l'adresse suivante : <<ftp://ftp.ny.frb.org/wklyrly/dealer/>>.

³⁶⁷ A titre de comparaison, les échanges d'actions sur le NYSE sur l'ensemble du mois d'avril 2004 ont été de « seulement » 1029 milliards de dollars et ceux sur le NASDAQ de 783 milliards de dollars, pour 21 jours ouvrables dans les deux marchés! Voir: World Federation of Exchanges, *Focus*, 135, May 2004, p. 54. Disponible à l'adresse: <<http://www.world-exchanges.org/publications/Focus0504web.pdf>>.

³⁶⁸ Fleming préfère l'utilisation de cet indicateur dans la mesure où il est très fortement corrélé avec les mesures de liquidité des autres marchés financiers, alors que celui du volume l'est nettement moins et qu'en particulier le volume d'échange sur un marché est aussi lié à sa volatilité. Il existe aussi d'autres indicateurs de liquidité, comme celui du nombre de contrats conclus, celui du spread entre les titres du Trésor encore aux enchères (*On-the-Run*) et ceux déjà sur le second marché (*Off-the-Run*). Michael J. Fleming, « Measuring Treasury Market Liquidity », *Economic Policy Review*, FRBNY, 9, 3, September 2003, pp. 83-108.

³⁶⁹ Nous rappelons que plus de la moitié de cette dette est composée de titres d'une maturité comprise entre un et dix ans. Cf. note 363, page 142.

³⁷⁰ Carol C. Bertaut, William L. Grier, *loc. cit.*, p. 21. Les chiffres sont ceux de l'année 2002.

américains. En 2003, ce volume a été de 16600 milliards de dollars, alors qu'il fut de 6100 milliards pour les actions et de 1800 milliards pour les obligations privées³⁷¹. Enfin, ce marché est physiquement international, dans la mesure où il est aussi présent sur les places de Tokyo et de Londres, et bénéficie donc d'une cotation quasi continue de vingt-deux heures sur vingt-quatre³⁷².

Troisièmement, le rôle pivot de ce marché prend toute sa signification lorsque l'on s'intéresse aux acteurs qui y participent. Plus particulièrement, 33% de l'encours des titres sont détenus par des institutions officielles étrangères (ce chiffre est en constante augmentation depuis le début des années quatre-vingt-dix), notamment des Banques Centrales qui détiennent ces titres sous forme de réserves de change. Dans le même temps, la Réserve Fédérale utilise ce marché pour la conduite de sa politique monétaire. Elle détient environ 10 % de l'encours des titres. Autrement dit, ce marché intéresse tout aussi bien les acteurs privés, notamment les banques et les investisseurs institutionnels, qui l'utilisent dans leurs opérations de couverture ou lorsque des tensions fortes apparaissent sur les autres marchés d'actifs (fuite vers la liquidité), que les institutions officielles (y compris et même surtout étrangères) qui s'en servent comme un instrument de politique monétaire.

Le rôle du marché des titres du Trésor américain au niveau mondial est donc primordial. Il sert à évaluer la performance et le risque des autres titres (*Benchmark*), à couvrir des positions (*Hedging*) et à mener des politiques monétaires. Certains n'hésitent pas dès lors à le comparer à un bien public, dans la mesure où il joue le même rôle que l'or sous l'étalon or³⁷³.

*
* *

La nouvelle centralité financière des États-Unis est donc multiple. Elle s'appuie sur un fort regain d'attractivité des places financières américaines, matérialisé par le flux toujours plus important de capitaux en provenance du reste du monde. Elle s'appuie d'autre part sur un

³⁷¹ Source: Bureau of Economic Analysis, *U.S. International Transactions Accounts Data*, Table 7.A, March 12 2004. Les données brutes ne sont disponibles qu'à partir de 1998.

³⁷² En moyenne, 95 % des volumes échangés sont néanmoins enregistrés à New York. Mais il n'empêche, les titres d'un État sont négociables en dehors de son territoire. Voir: Michael J. Fleming, « The Round-The-Clock Market for U.S. Treasury Securities », *Economic Policy Review*, FRBNY, 3, 2, July 1997, pp. 9-32.

mécanisme particulier de recyclage financier, permettant aux agents américains de financer leurs activités par l'emprunt mais de maintenir le contrôle de cette activité au niveau international. Elle s'appuie surtout sur la position centrale du marché des titres du Trésor américain, devenus au fil du temps un bien public nécessaire au fonctionnement normal du système financier international. Cette nouvelle centralité se traduit alors sur un plan monétaire. Le dollar est en effet plus que jamais la devise-clé de ce système repolarisé.

³⁷³ Albert M. Wojnilower, « Life without Treasury Securities: Portfolio Management and the Nature of Financial Crises Would Be Profoundly Different », *Business Economics*, October 2000, pp. 10-15.

Section 3 - La résilience du dollar en tant que devise-clé

Même si le niveau d'intégration financière et l'importance des marchés financiers des États-Unis sont deux éléments décisifs de la repolarisation du système financier international sur les États-Unis, un troisième élément, qui découle partiellement du deuxième, nous montre à quel point les États-Unis disposent plus que jamais actuellement d'une hégémonie financière, permettant véritablement de parler d'étalon dollar: celui du renouveau du rôle international du dollar³⁷⁴. Le dollar, en effet, « *sert de moyen d'échange dans le commerce international de biens et d'actifs, de réserve de valeur dans les portefeuilles internationaux et les réserves de change officielles, et d'unité de compte dans la fixation internationale des prix des biens* »³⁷⁵. Il a donc actuellement toutes les caractéristiques d'une devise-clé³⁷⁶.

Au niveau international, une devise-clé doit avoir ces trois qualités pour remplir pleinement son rôle, même si parfois certaines devises s'internationalisent partiellement. Elle doit aussi les remplir pour tous les types d'acteurs rencontrés, à savoir les acteurs privés (entreprise, ménages, banques) et les acteurs officiels (principalement les Banques Centrales).

On peut dès lors distinguer six fonctions d'une devise-clé (Tableau 3.4). D'une part, en tant que moyen de paiement, la devise-clé sert de véhicule sur le marché des changes dans son usage privé. Elle est aussi le moyen d'intervention sur ce même marché dans son usage public, tout comme elle sert de moyen de financement des balances des paiements. D'autre part, en tant qu'unité de compte, la devise-clé est utilisée dans son usage privé pour la

³⁷⁴ Le dollar voit aussi son rôle national augmenter, notamment du fait de la dollarisation partielle ou totale de plusieurs économies, et plus particulièrement d'Amérique Latine (Équateur en 2000 et Salvador en 2001). Voir sur ce point : Eric Helleiner, « Why Are Territorial Currency Becoming Unpopular ? », in: David M. Andrews, C. Randall Henning, Louis W. Pauly (Eds), *Governing the World's Money*, Ithaca and London, Cornell University Press, 2002, pp. 148-167. Le Congrès des États-Unis ne voit pas forcément d'un mauvais oeil la dollarisation dans les pays émergents. Voir sur ce point: U.S. Senate, *Hearing on Official Dollarization in Emerging-Market Countries*, Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Subcommittee on International Trade and Finance, 15 July 1999.

³⁷⁵ Michael B. Devereux, Kang Shi, Juanyi Xu, « Global Monetary Policy under a Dollar Standard », CEPR, *Discussion Paper*, 4317, March 2004. Disponible à l'adresse suivante: <<http://www.cepr.org/pubs/dps/DP4317.asp>>.

³⁷⁶ Nous utilisons explicitement le terme de devise-clé lorsque nous nous référons à l'utilisation internationale d'une monnaie nationale. La condition pour qu'une monnaie soit véritablement internationale est précisément le fait qu'elle ne soit pas d'abord celle d'un pays, ce qui supposerait l'existence d'une Banque Centrale mondiale, c'est-à-dire d'une institution supranationale.

facturation des marchandises échangées au niveau international, tout comme pour la cotation de ces dernières sur les marchés. Elle sert aussi d'ancrage monétaire dans son usage public, notamment en permettant la définition des parités ou des zones cibles. Enfin, en tant que réserve de valeur, la devise-clé est le support de créances et d'engagements dans le secteur privé et sert de réserve de change des Banques Centrales dans son usage public.

Tableau 3.4 : Les fonctions actuelles du dollar

	Usage Privé	Usage Public
Moyen de paiement	Véhicule sur le marché des changes	Intervention sur le marché des changes, financement des balances des paiements
Unité de compte	Facturation et cotation	Ancrage
Réserve de valeur	Créances et engagements	Réserves de change

Les chiffres montrent alors sans ambiguïté que le dollar a renforcé son emprise dans ces six fonctions depuis le début des années quatre-vingt-dix. Non seulement, dans le monde, les paiements des marchandises et des actifs s'effectuent en dollar (A), mais la valeur se mesure en dollar (B) et, surtout, elle se conserve à l'aide de cette devise (C).

A- Les paiements internationaux s'effectuent en dollar

En tant que moyen de paiement international, la part du dollar dans l'ensemble des opérations de change est demeurée relativement stable tout au long des années quatre-vingt-dix (Tableau 3.5). Elle est actuellement de 90 %, ce qui signifie qu'environ la moitié des opérations de change concerne le dollar³⁷⁷. Cette part avait quelque peu baissé au début des années quatre-vingt-dix, principalement en raison de la mise en place du marché unique européen, qui avait stimulé le commerce intra européen et les paiements en monnaies des pays membres de la Communauté Économique Européenne (CEE). En 2001, Canales-Kriljenko

³⁷⁷ Le marché des changes est un marché principalement interbancaire, les banques servant de relais à leur clientèle privée. Les Banques Centrales utilisent de la même manière le dollar dans leurs interventions d'*open market*. Cette caractéristique sera plus particulièrement visible à partir des statistiques de réserves de change et explique partiellement pourquoi les titres du Trésor ont une telle importance. Cf. *infra*.

recense même 35 pays dont la part du dollar dans les opérations sur les marchés des changes est supérieure à 90 %³⁷⁸.

Tableau 3.5 : Le dollar sur le marché des changes

	Pourcentage du volume journalier ¹				
	1989	1992	1995	1998	2001
Dollar US	90	82	83	87	90
Ecu et devises européennes continentales²	33	56	60	53	38
Yen	27	23	24	20	23
Sterling	15	14	10	11	13
Franc Suisse	10	9	7	7	6
Dollars canadien et australien	3	5	6	7	9
Autres	22	11	10	15	21

¹ Les pourcentages exprimés totaux sont égaux à 200 %. ² Avant 2001, Deutsche Mark, Franc Français, Ecu et devises du SME ; Euro en 2001. Sources: BRI, *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*, Bâle, March 2002; BRI, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 1998*, Bâle, May 1999.

Ces transactions ne sont pourtant pas effectuées principalement sur le sol américain, mais bien plus sur la place de Londres (Tableau 3.6). La distribution géographique des échanges montre en effet que, malgré une baisse de 10 points, près du tiers des opérations de change sont effectuées au Royaume Uni, contre seulement 16 % aux États-Unis et désormais moins de 10 % au Japon, qui enregistre une baisse spectaculaire depuis la fin des années quatre-vingt. Ceci s'explique par le fait que le marché des eurodollars est principalement localisé sur la place de Londres, de sorte que les opérations de change sont enregistrées dans des banques londoniennes.

Dans un registre différent, mais qui concerne toujours le rôle du dollar en tant que moyen de paiement international, il est intéressant de noter que le nombre et la part de billets en circulation en dehors des États-Unis a très fortement augmenté à partir de la fin des années quatre-vingt³⁷⁹ (Tableau 3.7).

³⁷⁸ Jorge Iván Canales-Kriljenko, « Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies: Evidence from a Survey », *IMF Working Paper*, 04/4, January 2004, p. 29 et p. 30. Disponible à l'adresse suivante: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0404.pdf>>. Dans cette même étude, l'auteur rapporte que 84 % des 87 pays en développement ou en transition qui ont répondu au questionnaire considèrent le dollar comme leur principale monnaie de référence.

³⁷⁹ L'évaluation du volume de billets en circulation de par le monde est assez délicate, notamment en raison des trafics illégaux et des faux billets. Voir sur ce point: Richard D. Porter, Ruth A. Judson, « The Location of U.S. Currency: How Much Is Abroad? », *Federal Reserve Bulletin*, **82**, 10, October 1996, pp. 883-903. Ruth A. Judson, Richard D. Porter, « Overseas Dollar Holdings: What Do We Know? », *Wirtschaftspolitische Blätter*, **48**, 4, 2001, pp. 431-40.

Tableau 3.6 : Distribution géographique des échanges sur le marché des changes

En pourcentage. Données journalières.

	1986	1989	1992	1995	1998	2001
Royaume Uni	44	26	27	29,5	32	31
États-Unis	29	16	15,5	15,5	17,8	15,7
Zone Euro	-	9,6	16,9	17,5	17,1	14,6
<i>Allemagne</i>	-	-	5,1	4,8	4,8	5,4
<i>France</i>	-	3,2	3	3,7	3,6	2,9
<i>Autres</i>	-	6,4	8,8	9	8,7	6,3
Japon	23,5	15,5	11,2	10,2	6,9	9
Singapour	-	7,6	6,8	6,7	7	6,2
Suisse	-	7,8	6,1	5,4	4,1	4,3
Hong Kong	-	6,8	5,6	5,7	4	4,1
Autres pays	3,5	10,7	10,9	9,5	11,1	15,1
Volume total (milliards de dollars)	206	718	1076	1572	1969	1618

Source: BRI, *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*, Bâle, March 2002, Statistical Annex Tables, p.74.

Tableau 3.7 : L'internationalisation des billets en circulation (1980-2004)

En milliards de dollars, sauf indiqué.

	Volume total	Volume par américain (montant en dollars)	Volume à l'étranger	Volume à l'étranger / Volume Total (%)
1980	130	581	24	18,4
1985	187	782	46	24,5
1990	278	1105	86	30,9
1995	409	1553	169	41,3
2000	568	2061	260	45,8
2003	724	2477	322	44,5
2004*	716	2455	320	44,7

Sources: BGFRS, « Flow of Funds Accounts of the United States », *Federal Reserve Statistical Release*, Z.1, Table L.204; U.S. Department of the Treasury, *Treasury Bulletin*, Table USCC-2. * au 31 mars 2004.

De 130 milliards de dollars en circulation en 1980, dont 18,4 % à l'étranger, le volume de billets en circulation monte très vite à 278 milliards en 1990, pour atteindre plus de 700 milliards de dollars en 2003, soit plus de 2450 dollars par américain. Le pourcentage de billets circulant hors du territoire des États-Unis augmente pour sa part très fortement à la suite de la guerre du Golfe (31 % en 1990), pour atteindre désormais près de 45 %³⁸⁰. Étant donné la composition de ces billets, notamment la part plus que prépondérante de grosses coupures³⁸¹,

³⁸⁰ La base monétaire aux États-Unis représente environ 40 % de la masse monétaire restreinte (M1), c'est-à-dire le numéraire en circulation et les dépôts à vue des ménages et des entreprises auprès des banques, et 10 % de la masse monétaire au sens large (M2).

³⁸¹ La part des billets de 100 dollars en circulation à l'extérieur du territoire des États-Unis est en effet passée de 48 % en 1965 à plus de 72 % actuellement. Marian Stepczynski, *Op. cit.*, p. 90.

il semble que leur usage soit lié au commerce de marchandises, qu'il soit licite ou illicite. Mais l'extension de l'aire de stationnement des troupes américaine suite à la fin de la guerre froide semble aussi être un élément non négligeable. Une partie importante des soldes est en effet utilisée sur place.

B- La valeur se mesure principalement en dollar

Dans son utilisation privée, le dollar est resté depuis le début des années quatre-vingt-dix la principale unité de mesure de la valeur des marchandises dans le commerce international. Mais c'est surtout dans son utilisation officielle que son rôle s'est renforcé.

En ce qui concerne les transactions internationales privées de marchandises, le dollar demeure, malgré une certaine érosion, la principale monnaie de facturation. Les entreprises ont pourtant le choix entre trois solutions : l'utilisation de la devise de l'exportateur, celle de l'importateur ou celle d'un pays tiers. Au niveau le plus global, la part des facturations en dollar dans le commerce mondial passe de 56 % en 1980 à 48 % en 1992, pour ensuite remonter à 52 % en 1995³⁸². Des données plus récentes, mais par pays, montrent qu'il demeure encore très largement en 2002 la devise de facturation principale : 51 % des facturations des exportations du Japon³⁸³, 37 % des facturations des importations et 26 % des exportations mondiales du Royaume Uni en 2002³⁸⁴, 85 % des importations et 80 % des exportations de marchandises de la Corée du Sud en 2000³⁸⁵.

³⁸² Les données disponibles sont relativement éparées et concernent généralement un pays ou groupe de pays, ou un produit ou groupe de produits. Concernant les données les plus globales, voir principalement: Patricia S. Pollard, « The Creation of the Euro and the Role of the Dollar in International Markets », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October 2001, **83**, 5, pp. 17-36. Philipp Hartmann, « The Currency Denomination of World Trade after European Monetary Union », *Journal of the Japanese and International Economies*, **12**, 4, December 1998, pp. 424-454. Shabtai Donnenfeld, Alfred Haug, « Currency Invoicing in International Trade: an Empirical Investigation », *Review of International Economics*, **11**, 2, 2003, pp. 332-345.

³⁸³ Contre 49 % en 1990 et 90 % en 1970. Plus intéressant, cette part double (de 6% à 13 %) pour les exportations vers l'Europe sur la même période et reste à 49 % pour les exportations vers l'ASEAN tout au long de la décennie. Kiyotaka Sato, « Currency Invoicing in Japanese Exports to Easy Asia: Implications for Yen Internationalization », *Asian Economic Journal*, **17**, 2, 2003, pp. 129-154.

³⁸⁴ Mais respectivement 52 % et 49 % des importations et exportations hors Union Européenne du Royaume Uni. UKtradeinfo, « Currency of Invoicing Results », 13 May 2004, Table 1-A. Disponible à l'adresse suivante : <<http://www.uktradeinfo.com/downloads/COIRResults02.pdf>>.

³⁸⁵ Ronald I. McKinnon, Gunther Schnabl, « The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin », *Review of Development Economics*, **8**, 3, August 2004, pp. 331-60.

D'une manière générale, Hartmann³⁸⁶ dégage une série de faits stylisés qui montrent que le dollar reste la principale devise de facturation du commerce international. Premièrement, concernant le commerce de biens manufacturés entre pays industrialisés, les contrats sont principalement libellés dans la monnaie de l'exportateur (sauf pour le Japon et d'autres pays industrialisés d'Asie, qui facturent en dollar), soulignant la préférence pour le pays d'origine, appelée « loi de Grassman ». Deuxièmement, dans le commerce entre pays du Nord et du Sud, l'utilisation de la devise du pays du Nord est privilégiée et, lorsque ce n'est pas le cas, le dollar prend alors le relais. Troisièmement, le dollar est la seule devise dont la part dans les facturations mondiales est supérieure à la part du pays dans le commerce mondial (avec en 1995 un ratio d'internationalisation de 3,9). Quatrièmement, les pays inflationnistes utilisent moins leur monnaie pour facturer leurs exportations. Cinquièmement, le commerce de matières premières et de biens très homogènes est presque exclusivement libellé en dollar³⁸⁷, leurs marchés (y compris de contrats dérivés) étant principalement localisés aux États-Unis, à Chicago ou New York³⁸⁸.

En ce qui concerne son usage officiel, on peut remarquer que la fonction de référence et d'unité de mesure s'est développée durant les années quatre-vingt-dix. En particulier, l'ancrage au dollar d'autres devises a fortement augmenté. Stepczynski, en se basant sur les données fournies par le FMI, note que 35 pays avaient un taux de change fixe ou aux fluctuations faibles avec le dollar en 2000³⁸⁹. Mais ces données étant principalement basées sur les déclarations des États Membres, leur interprétation demeure délicate dans la mesure où les fluctuations réelles des taux de change ne sont pas vraiment prises en compte. Des

³⁸⁶ Philipp Hartmann, *loc. cit.*, p. 432.

³⁸⁷ Le cas du pétrole est à ce propos emblématique. Voir : Ayoub Yousefi, Tony S. Wirjanto, « Exchange Rate of the US Dollar and the J Curve: the Case of Oil Exporting Countries », *Energy Economics*, **25**, 6, November 2003, pp. 741–765.

³⁸⁸ D'autres facteurs explicatifs du choix d'une devise de facturation sont aussi mis en avant. Par exemple, Bacchetta et Van Wincoop montrent que la concurrence internationale entre les entreprises dans un secteur fait baisser fortement la probabilité d'une facturation dans la monnaie nationale. Philippe Bacchetta, Eric Van Wincoop, « A Theory of the Currency Denomination of International Trade », BGFRS, *International Finance Discussion Paper*, 747, July 2002. Donnenfeld et Haug montrent aussi que le choix de la devise de facturation dépend partiellement de la taille relative des pays qui commercent, mais aussi de la volatilité du taux de change. Shabtai Donnenfeld, Alfred Haug, *loc. cit.* Sur ce dernier point, Pollard constate qu'en ce qui concerne le commerce du pétrole, la volatilité du taux de change du dollar est un facteur non significatif puisqu'elle est parfois supérieure à celle d'autres devises comme le Deutsche Mark. Patricia S. Pollard, *loc. cit.* p. 21 et p. 22.

³⁸⁹ Marian Stepczynski, *Op. cit.*, p. 91.

données plus récentes, qui font la distinction entre régime de change officiel et *de facto* montrent en effet que le nombre de pays dans la zone dollar, c'est-à-dire l'ensemble des pays ayant un taux de change fortement ou très fortement lié au dollar, a très fortement augmenté entre 1990 et 2000. Il est en effet passé de 43 à 58 entre 1990 et 2000³⁹⁰. Sur la même période, la zone euro (ou celle des monnaies qui ont fusionné lors de la création de l'euro) est passée de 34 à 45 pays, mais cette mesure prend en compte de nombreux micro-États comme Monaco ou Saint Marin (une dizaine) qui n'étaient pas pris en compte en 1990.

Cette tendance consacre une évolution majeure des régimes de change sous l'étalon dollar, à savoir l'illusion des taux de change flottants. De très nombreux pays de grande taille ont ainsi des parités quasi-fixes avec le dollar: l'Inde, mais aussi la Chine depuis 1994 et la Russie depuis 1999. De même, sur les 12 pays membres de l'OPEP, trois ont un ancrage *de facto* avec le dollar (Arabie Saoudite, Iran et Vénézuéla)³⁹¹. Cette tendance est même tenace, puisque les pays d'Asie de l'Est confrontés aux graves crises financières à la fin des années quatre-vingt-dix ont très vite ré-ancré leurs devises au dollar dès 1998-1999³⁹².

Cette tendance s'explique principalement pour deux raisons complémentaires. Premièrement, l'augmentation du niveau général des prix s'étant très fortement ralentie

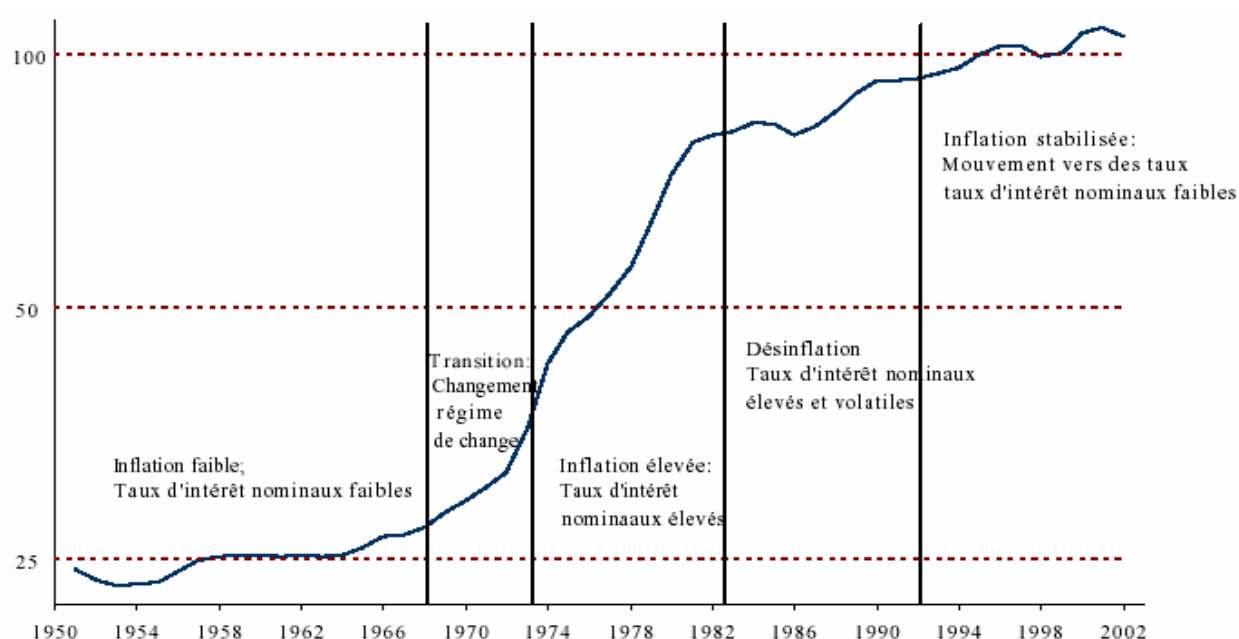
³⁹⁰ Voir l'étude magistrale de Reinhart et Rogoff sur ce point, et notamment l'annexe statistique qui reprend l'ensemble des données fournies dans les *Pick's Currency Yearbook*, *Pick's World Currency Report*, *Pick's Black Market Yearbook*, *International Financial Statistics*, *Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions*, et les *United Nations Yearbook*, et ce entre 1946 et 2001. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, « The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation », *Quarterly Journal of Economics*, **119**, 1, February 2004, pp. 1-48. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, « Parts I and II. Background Material to a Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation », mimeo, International Monetary Fund, Washington, DC, 2003. Disponible à l'adresse: <<http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/reinhart.htm>>. Levy-Yeyati et Sturzenegger obtiennent un résultat similaire sur une période allant de 1974 à 2000. Ils montrent en particulier que le nombre de pays ayant un régime de change *de facto* non flottant alors qu'il est annoncé flottant *de jure* est multiplié par 3 entre 1990 et 2000 (figure 7), et que la part des pays ayant un ancrage *de facto* et non *de jure* passe de 17 % à 40% entre 1990 et 1999, pour il est vrai retomber à 20 % en 2000. Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, « Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words », *European Economic Review*, **49**, 6, August 2005, pp. 1603-1635.

³⁹¹ Les données concernant le Qatar et les Émirats Arabes Unis ne sont pas disponibles, mais il est fort douteux qu'un ancrage fort avec le dollar n'y soit pas présent, compte tenu de leur dépendance aux exportations de pétrole.

³⁹² Ronald I. McKinnon, « After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging », in: Joseph E. Stiglitz, Shahid Yusuf (Eds), *Rethinking the East Asian Miracle*, Washington D.C, World Bank and Oxford University Press, 2001, pp. 197-246. Voir aussi les travaux de Esaka sur les régimes de change avant crise en Asie de l'Est : Taro Esaka, « Was it Really a Dollar Peg ? : The Exchange Rate Policies of East Asian Countries, 1980-1997 », *Journal of Asian Economics*, **13**, 6, January 2003, pp. 787-809.

(Graphique 3.2) à partir de la fin des années quatre-vingt aux États-Unis³⁹³, l'ancrage au dollar devient une arme très efficace pour les autorités monétaires des autres pays pour lutter contre l'inflation. Cette volonté d'ancrage nominal exprime alors une certaine volonté d'efficacité à moyen et long termes pour de nombreux pays qui ont alors le choix entre laisser faire le mécanisme de l'arbitrage sur les marchés des biens et services lorsqu'une grande partie de leur commerce est libellée en dollar ou utiliser leurs réserves de change et les taux directeurs pour s'adapter aux changements de taux aux États-Unis en réagissant immédiatement.

Graphique 3.2 : Indice des prix de gros aux États-Unis



Source: FMI, *Statistiques Financières Internationales* ; Ronald I. McKinnon, « The World Dollar Standard and Globalization: New Rules for the Game? », Stanford University, August 2003, p. 19, <<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/Globalization.pdf>>.

La faiblesse de l'inflation aux États-Unis depuis le début des années quatre-vingt-dix pourrait faire croire à un retour en arrière vers le régime de Bretton Woods, mais la grande différence, en dehors de tout arrangement institutionnel, demeure l'absolue nécessité, d'une

³⁹³ Mankiw considère que ce ralentissement dans le niveau de l'inflation aux États-Unis durant la dernière décennie est à mettre à la fois à l'actif d'une certaine chance, notamment en raison de chute du coût de l'énergie, mais aussi d'une « cible d'inflation clandestine » de la part de la Réserve Fédérale, révélant un succès de sa politique discrétionnaire. N. Gregory Mankiw, « U.S. Monetary Policy During the 1990s », NBER, *Working Paper*, 8471, September 2001. Disponible à l'adresse suivante: <<http://www.nber.org/papers/w8471>>.

part, de ne pas montrer qu'on ancre sa devise sur le dollar³⁹⁴ et, d'autre part, de ne pas utiliser les contrôles de capitaux.

Deuxièmement, à plus court terme, cette politique d'ancrage peut exprimer, notamment dans les pays à la périphérie de la zone dollar, une volonté de faire baisser les risques de crises bancaires et financières³⁹⁵. En effet, lorsque la structure du financement de l'économie est telle qu'il passe par des emprunts à court terme en dollar sur les marchés internationaux et des prêts à long terme sur le marché domestique en monnaie domestique, le risque de change auquel sont confrontées les banques et, par ricochet, les agents économiques nationaux qui empruntent en monnaie nationale, ne peut être limité que par un ancrage au quotidien de la monnaie nationale au dollar de la part des autorités monétaires³⁹⁶. Cela conforte alors la troisième fonction du dollar, celui de réserve de valeur.

C- Le dollar, réserve de valeur incontestable

La troisième fonction que remplit le dollar au niveau international concerne son rôle de réserve de valeur. Celle-ci s'est accrue depuis le début des années quatre-vingt-dix. Deux éléments nous permettent de constater ce phénomène.

Le premier est l'importance relative des dépôts en dollars dans les banques par rapport à l'ensemble des devises (Tableau 3.8). Cet indicateur donne la mesure indirecte la plus fidèle de l'importance du dollar pour les agents privés (individus mais surtout entreprises), en l'absence de mesure directe par les données relatives à la composition en devise de leurs avoirs. La BRI produit régulièrement des statistiques permettant d'en mesurer l'évolution. De près de 50 milliards de dollars en 1969, le total des dépôts en dollar passe à 800 milliards en 1980 et à plus de 4604 milliards en 2003 (pour une contre-valeur totale de dépôts en devises de 7598 milliards de dollars).

³⁹⁴ Ceci s'explique pour une raison économique. Déclarer un ancrage officiel au dollar peut s'avérer très risqué du point de vue économique, notamment si l'on n'est pas sûr que les pays voisins ne font pas de même. En effet, le pays déclarant peut alors très vite perdre en compétitivité dès lors que ses voisins laissent leur monnaie de déprécier.

³⁹⁵ Ronald I. McKinnon, « Money and Finance on the Periphery of the International Dollar Standard », *International Journal of Finance and Economics*, 7, 2, 2002, pp. 87-96.

³⁹⁶ Ce que montrent McKinnon et Schnabl pour le cas des pays d'Asie de l'est, à l'aide de données quotidiennes et hebdomadaires après la crise asiatique. Ronald I. McKinnon, Gunther Schnabl, *loc. cit.*, 2004, pp. 331-60. Nous reviendrons plus amplement sur ce point dans le chapitre suivant.

Tableau 3.8 : Les dépôts en eurodollars

En milliards de dollars. Sauf Indiqué.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ¹
Dollars	1618	1769	1849	2005	2317	3084	3400	3919	4283	4524	4604
Total devises	3397	3788	4177	4370	4735	5860	5217	5903	6305	7146	7598
% du total	47,6	46,7	44,2	46	49	52,6	65,2	66,4	67,9	63,3	60,5

¹septembre. Sources: BRI, *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments. Statistical Annex.*

Plus particulièrement, entre 1993 et 2003, l'augmentation a été de 3000 milliards de dollars, représentant une multiplication par 3 en 10 ans. A titre de comparaison, sur la même période, les dépôts en monnaie domestique que les non résidents ont effectués dans la monnaie du pays du siège social de la banque sont passés de 640 milliards à 1700 milliards de dollars. De plus, à côté de ce développement du volume des dépôts en dollar, le fait majeur demeure l'augmentation relative de leur part dans le total des dépôts en devises. Elle passe en effet de 47,6 % en 1993 à 60,5 % en 2003, ce qui montre la croissance de la confiance envers du dollar en tant que réserve de valeur pour les agents privés.

Le second élément qui montre l'importance du dollar en tant que réserve de valeur se mesure à l'aide des statistiques concernant les réserves de changes. Il mesure le rôle que joue le dollar en tant que devise de réserve pour les Banques Centrales. Là encore, les statistiques sont sans équivoque (Tableau 3.9). En particulier, même si, par rapport au sommet historique de 80 % en 1975³⁹⁷, la part du dollar dans les réserves de change est actuellement de 10 points inférieure, il n'en demeure pas moins qu'elle a augmenté de près de 10 points depuis le début des années quatre-vingt-dix, avec 64 % des réserves fin 2003³⁹⁸. Cette augmentation de la part des réserves de change libellées en dollar durant les années quatre-vingt-dix s'est en fait accompagnée de la hausse spectaculaire du volume des réserves, qui sont passées en une décennie de 700 à 2115 milliards de Droits de Tirage Spéciaux (DTS).

³⁹⁷ Barry Eichengreen, Donald J. Mathieson, « The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect », *IMF Working Paper*, 00/131, July 2000, Figure 1, p. 31.

³⁹⁸ La BRI donne un résultat encore plus élevé, avec 70 % des réserves mondiales en dollar constant. Voir : BRI, *74ème Rapport Annuel*, Bâle, juin 2004, p. 90. Pour plus de précisions sur le calcul des réserves de change, voir :

Tableau 3.9 : Le dollar dans les réserves de change

En milliards de DTS

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Ensemble des pays</i>												
Réserves totales (or exclu)	694	766	859	988	1142	1265	1247	1371	1551	1704	1849	2115
Part du dollar (%)	55,3	56,6	56,5	56,9	60,2	62,2	65,7	67,9	67,6	67,7	64,8	63,8
<i>Pays industrialisés</i>												
Réserves totales (or exclu)	397	413	434	488	549	578	546	588	560	683	723	811
Part du dollar (%)	48,8	50,2	50,8	51,8	56,1	57,9	66,7	72,8	72,7	73,3	70,1	70,8
<i>Pays en développement</i>												
Réserves totales (or exclu)	297	352	425	501	593	687	701	783	901	1021	1126	1304
Part du dollar (%)	64,5	64,1	62,9	62	64	65,8	64,9	64,2	63,8	63,8	61,3	59,3

Sources : Rapports Annuels du FMI.

Cette hausse s'explique principalement par celle des réserves des pays en voie de développement qui ont augmenté de plus de 86 % depuis la crise asiatique. Elle a été elle-même très largement tributaire de la frénésie d'achats de titres du Trésor américain par les autorités monétaires des pays d'Asie, en particulier, le Japon, la Chine, Taiwan, Hong Kong, la Corée du Sud et Singapour, qui totalisaient 38 % de l'ensemble des réserves de change en 2002, au même niveau que l'ensemble des pays développés³⁹⁹. Cette volonté d'augmenter leurs réserves de change explique alors partiellement pourquoi le marché des titres du Trésor américain est si important pour l'ensemble du système financier international.

Qui plus est, la hausse de la part du dollar dans l'ensemble s'explique par celle du dollar dans les réserves des pays développés, puisqu'elle passe de 49 % à 70 % sur la décennie. Ceci s'explique en partie par un phénomène purement comptable. Avec l'arrivée de l'euro, les autorités monétaires des pays européens ont en effet recomposé leur portefeuille en tenant compte de la disparition de nombreuses monnaies de réserve, notamment le Deutsche Mark et le Franc, de sorte que le dollar a pris la place de ces monnaies dans les réserves de change.

Matthew Higgins, Thomas Klitgaard, « Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets », *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY, **10**, 10, September/October 2004, pp. 1-8.

³⁹⁹ Joshua Aizenman, Nancy Marion, « The High Demand for International Reserves in the Far East: What is Going On? », *Journal of the Japanese and International Economies*, **17**, 3, September 2003, pp. 370-400.

*

* *

Il ne fait alors aucun doute que le dollar est redevenu, à l'aube du vingt-et-unième siècle, la devise-clé pour l'ensemble du globe. Cette monnaie remplit toutes les fonctions d'une devise-clé, et les remplit même de plus en plus massivement. Les agents privés, mais surtout les autorités publiques, ne rechignent pas à son utilisation, ce qui montre une volonté importante de leur part. La création de l'euro n'a pas modifié ce phénomène, ce qui montre que la concurrence que certains voyaient n'est pas encore d'actualité.

Conclusion de la première partie

Le système financier international contemporain est donc très largement polarisé sur les États-Unis. Leur intégration financière est plus élevée, ainsi que celle des autres pays développés. Ils sont de loin les plus attractifs, investissent massivement dans le reste du monde sous forme de prise de participation alors que le reste du monde préfère leur octroyer des prêts. Le marché des titres du Trésor est le marché pivot de tout ce système, qui permet à la fois aux opérateurs privés et aux Banques Centrales de gérer leurs portefeuilles. Enfin, le dollar est à nouveau la devise-clé, à la fois moyen de paiement international, unité de mesure et réserve de valeur, que ce soit pour les agents privés et pour les agents publics.

Ce système n'est pourtant pas le fruit du hasard. Il correspond bien plus au résultat d'une multitude de décisions qui prennent leurs racines dans la politique américaine, des années soixante aux années quatre-vingt. Le chapitre 1 a en effet montré comment l'État fédéral américain, avec l'aide de la communauté financière nationale, avait su prendre appui sur le vieillissement démographique et la formation de groupes rentiers, pour susciter le développement de la finance de marché, à travers une politique de reréglementation concurrentielle. Le chapitre 2 a aussi montré comment les États-Unis, sur le plan international cette fois-ci, avaient été en mesure de permettre le mouvement de libéralisation du compte de capital, en prenant la direction de ce mouvement par l'intermédiaire d'une diplomatie financière axée sur le développement des forces de marché, la promotion de la liberté de circulation du capital, et la sécurisation financière internationale sur une base nationale.

Cette structure correspond alors à un nouveau régime financier international sous hégémonie américaine, qui s'est renouvelée à partir des années soixante et s'est pleinement révélé dans les années quatre-vingt-dix. Cette hégémonie se base alors sur la capacité des États-Unis à faire acheter des titres du Trésor et à détenir du dollar aux autres acteurs, qu'ils soient publics ou privés. Elle se base aussi sur l'intérêt d'autres États, qui souhaitent demeurer d'importants centres financiers internationaux, ou qui peuvent de la sorte avoir accès à d'autres sources de financement. Elle se base par ailleurs sur l'importance des investisseurs institutionnels américains, qui détiennent une part toujours plus importante du capital des autres pays. Elle se base enfin sur le soutien des groupes rentiers dans le monde, qui tirent un profit évident de la diffusion de la finance de marché.

Cet ordre, pour autant, va-t-il perdurer ? Les acteurs ont-ils toujours un intérêt dans sa reproduction ? L'importance des crises financières des années quatre-vingt-dix n'est-elle pas liée à l'émergence de ce nouveau régime financier international ? Ces questions, qui concernent *in fine* la dynamique de l'étalon dollar, feront l'objet de la seconde partie de cette thèse.

SECONDE PARTIE

LA REPRODUCTIBILITE DE L'ETALON DOLLAR :
LE ROLE DE L'INSTABILITE FINANCIERE

INTRODUCTION DE LA SECONDE PARTIE

*Ne soit ni emprunteur, ni prêteur ;
car le prêt fait perdre souvent argent et
ami, et l'emprunt émousse l'économie.*

William SHAKESPEARE, Hamlet.

Les économistes n'ont jamais proposé un cadre théorique unique ni même une définition globale du concept d'instabilité financière⁴⁰⁰. On note en effet trois grandes formes canoniques de définition de l'instabilité financière. La première s'intéresse aux faillites bancaires, notamment à la suite de pertes commerciales ou financières par les agents économiques. Ce type de littérature analyse alors l'impact des faillites bancaires sur la contraction du crédit auprès des agents à besoin de financement. La deuxième définition permet l'analyse de l'instabilité financière comme celle de la conséquence d'un changement brutal des anticipations des acteurs. On considère alors que ces changements génèrent une volatilité excessive des prix sur les marchés financiers, ce qui peut poser des problèmes pour les agents ayant un fort levier d'endettement. La troisième forme de définition de l'instabilité financière s'intéresse, quant à elle, aux effets des désordres financiers sur la liquidité des marchés. Ce type de définition implique alors que l'instabilité financière concerne non seulement les agents directement sur les marchés financiers, mais aussi l'ensemble des autres agents au sein de l'économie.

De nombreux exemples, d'un type ou d'un autre, sont alors souvent donnés, sans qu'il soit possible de réellement englober tous ces exemples dans un seul et même cadre théorique unifié. Cette partie ne remettra pas en cause ces difficultés, mais insistera sur un aspect commun à toutes ces définitions. Quelle que soit la définition choisie, l'instabilité financière implique une certaine difficulté, pour les systèmes financiers, à faciliter le fonctionnement efficace des économies, à gérer et maîtriser les risques ou à limiter l'impact des chocs sur les acteurs économiques⁴⁰¹. C'est donc un concept multidimensionnel.

⁴⁰⁰ E. Philip Davis, « Towards a Typology for Systemic Financial Instability », Brunel University and National Institute of Economic and Social Research, London, 12th November 2003. Disponible à l'adresse : <www.ephilipdavis.com>.

⁴⁰¹ Garry J. Schinasi, « Defining Financial Stability », *IMF Working Paper*, 04/187, October 2004.

Toujours est-il que, malgré ces difficultés, une certaine interpénétration des facteurs générant de l'instabilité financière est notable depuis l'émergence du régime d'étalon dollar. Cela pose alors la question du statut de l'instabilité financière dans ce régime. Autrement dit, on s'intéressera, dans cette partie, à comprendre quel est le rôle de l'instabilité financière dans la dynamique de l'étalon dollar.

On verra, notamment, à partir d'un cadre théorique à la Minsky, que l'instabilité financière est au cœur de la reproductibilité du comportement des acteurs clés de ce régime. Plus particulièrement, il semble que l'instabilité financière, à mesure qu'elle s'amplifie, permet de renforcer la logique d'adhésion au régime financier international actuel. Les règles du jeu sont acceptées, mais elles semblent produire de l'instabilité financière. Dans le même temps, l'instabilité financière a du mal à être maîtrisée au niveau international, ce qui renforce l'adhésion aux règles du jeu.

Le **chapitre 4** montrera ainsi que l'instabilité financière contemporaine s'explique en grande partie par la dynamique de l'économie américaine. On verra en effet que les crises actuelles sont particulières, notamment systémiques et, que la financiarisation de l'économie américaine ainsi que la volatilité du taux de change du dollar expliquent en grande partie ce phénomène.

Par la suite, on verra, dans le **chapitre 5**, que les institutions financières internationales ont des difficultés à gérer ce problème d'instabilité, malgré deux tentatives de réforme de grande ampleur, l'une portant sur l'instabilité à la périphérie et l'autre sur celle au centre. Cette ambivalence semble en effet s'expliquer par le fait que ces réformes ne peuvent remettre en cause l'un des fondements du régime financier international, à savoir le principe de liberté de circulation du capital.

Or, le **chapitre 6** montrera que la permanence de l'instabilité financière provoque une réaction de la part de l'ensemble des acteurs, notamment des Banques Centrales, qui renforce les déséquilibres de l'économie mondiale, en particulier celui de la balance des paiements des États-Unis et, pose alors la question de leur soutenabilité.

Chapitre 4 – Le retour d’une instabilité financière d’origine américaine

Le capitalisme est un système essentiellement financier, et les attributs comportementaux particuliers d’une économie capitaliste se centrent autour de l’impact de la finance sur le comportement du système

Hyman Minsky

L’instabilité financière est inhérente au développement du capitalisme depuis son apparition au début de l’ère moderne. Elle participe du fonctionnement normal et cyclique de l’activité économique. Kindleberger s’est d’ailleurs attaché dans plusieurs ouvrages à analyser ce phénomène, notamment dans *Manias, Panics and Crashes*⁴⁰². Il y montre avec érudition que toutes les périodes de l’histoire du capitalisme ont été marquées par des crises plus ou moins violentes et plus ou moins rapprochées. Ces crises sont même peu ou prou liées à un phénomène de fragilisation de la situation des agents en relation notamment avec le développement du crédit durant la phase croissante du cycle économique.

D’autres auteurs ont, par ailleurs, insisté sur le fait que l’intensité de l’instabilité financière n’était pas constante, avec des périodes d’instabilité forte comme durant les années trente ou des périodes de relative accalmie comme durant les années cinquante et soixante. Eichengreen montre de plus que cette accalmie durant les années cinquante et soixante fait bien plus figure d’exception que de règle, notamment en ce qui concerne l’occurrence des crises bancaires et leur diffusion sur une échelle internationale⁴⁰³.

Le phénomène essentiel qui nous intéresse ici est ainsi de chercher à comprendre la réapparition de l’instabilité financière à partir des années quatre-vingt-dix. Cette réapparition a pris une forme particulièrement virulente, à travers une série de crises, d’abord dans les pays

⁴⁰² Charles P. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, London, MacMillan, 2nd Edition, 1989.

⁴⁰³ Barry Eichengreen, « International Financial Crisis: Is the Problem Growing? », University of California, Berkeley, August 2001. Disponible à l’adresse: <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/holtfrerichfestschrift3.pdf>>.

émergents, c'est-à-dire à la périphérie du système financier international, puis dans les pays développés au centre du système financier international.

Ces crises sont particulières dans la mesure où elles correspondent, pour la plupart, à un type de crise, la crise systémique, qui avait disparu depuis la Grande Dépression des années trente. Hyman Minsky considérait même que, bien plus que le traumatisme que cette dernière avait causé, la non réapparition de ce type de crise après la seconde guerre mondiale était un fait majeur. En effet, selon lui, « *l'évènement économique le plus significatif de l'ère d'après guerre [...] n'a pas eu lieu : il n'y a eu aucune profonde et longue dépression* »⁴⁰⁴.

La référence aux travaux de Minsky n'est pas anodine pour notre propos. Il fut l'un des premiers à analyser la crise et l'instabilité financières comme des phénomènes s'expliquant par la fragilisation endogène du bilan des agents économiques et menant souvent à la crise systémique si rien n'est fait pour contrecarrer la tendance générale. Surtout, ce genre de théorisation nous permet de comprendre que la réapparition de ce type de crise financière s'explique pour une très large part par la consolidation de l'étalon dollar dans les années quatre-vingt-dix. En particulier, il semble que les États-Unis soient à l'origine de ce retour de l'instabilité financière, à l'inverse de ce que considèrent les approches standard. Ce type de théorisation sert aussi à comprendre pourquoi les pays émergents, à la périphérie, ont été les premiers et les plus violemment concernés par ce type de crise même si, à partir de l'année 2000, un krach rampant s'est déclenché aux États-Unis et s'est diffusé dans l'ensemble des pays développés.

Ainsi, ce chapitre cherchera, à travers une analyse en trois temps, à comprendre en quoi la financiarisation et la libéralisation financière ont engendré une dynamique hautement instable du système financier international et, par conséquent, du système économique dans son ensemble. La première section s'attachera à montrer que les crises financières actuelles sont particulières. Ensuite, la seconde section analysera à partir des travaux de Minsky les effets de la financiarisation et de la libéralisation financière sur les États-Unis. Enfin, la

⁴⁰⁴ Hyman P. Minsky, « Can "It" Happen Again? A Reprise », *Challenge*, **25**, 3, July-August 1982, p. 5. Certains auteurs considèrent néanmoins que des épisodes d'instabilité financière s'inscrivant dans la problématique développée par Minsky ont eu lieu dès les années soixante, et en particulier la crise sur le marché des *Muni Bond* aux États-Unis en 1966. Voir à ce propos : L. Randall Wray, « The 1966 Financial Crisis : Financial Instability or Political Economy ? », *Review of Political Economy*, **11**, 4, 1999, pp. 415-425.

troisième section montrera que les problèmes financiers à la périphérie sont exacerbés en raison de la libéralisation et de l'ouverture financières.

Section 1- Les caractéristiques des crises financières de l'étalon dollar

Même si les crises financières reviennent de manière périodique, chacune d'elle demeure unique en apparence, en chronologie et en profondeur. Les crises peuvent ainsi, selon les cas, être de change, bancaires ou sur les marchés d'actifs. Elles peuvent aussi toucher des marchés plus spécifiques, comme le marché obligataire ou celui de la dette souveraine d'un État. Leurs formes peuvent être très différentes, du krach brutal sur les marchés d'actifs à une série de faillites bancaires ou d'autres établissements financiers. Ces crises mettent toutefois en évidence dans la plupart des cas une fragilité du système, en particulier bancaire.

Il n'en demeure pas moins que chaque période est caractérisée par un type de crise plus marqué que les autres ou par des combinaisons spécifiques. Ceci laisse à penser qu'à chaque structure correspond une conjoncture particulière, dans laquelle se répètent avec plus ou moins de rapidité des crises qui se ressemblent. Cette caractéristique nous impose alors de comprendre quelles sont les particularités structurelles des crises qui surviennent depuis la mise en place de l'étalon dollar. Mais il nous faut aussi tenir compte de la différence entre les pays développés et les pays émergents, dans la mesure où leurs structures et leurs institutions financières sont différentes, ce qui a nécessairement un impact important sur la genèse, le déroulement et l'issue des crises financières⁴⁰⁵.

On peut alors chercher à distinguer les crises financières actuelles en fonction de leur fréquence et de leur coût (A). Ceci permet de voir que la période actuelle d'étalon dollar n'est pas forcément différente des périodes antérieures au niveau global, mais que dans le même temps l'impact des crises sur le système bancaire augmente. En revanche, on peut dans un second temps s'attacher à caractériser l'origine et les effets des crises financières qui sont apparues à partir de la fin des années quatre-vingt-dix (B). Sur ce point, force est de constater

⁴⁰⁵ On remarque d'ailleurs à ce propos que les crises financières actuelles se concentrent principalement dans les pays à la périphérie du système financier international. Voir sur ce point : Michael D. Bordo & Alii, « Is The Crisis Problem Growing More Severe? », *Economic Policy*, **16**, 32, April 2001, pp. 53-82.

qu'ils sont particuliers, puisque les fondamentaux ne semblent pas toujours impliqués alors que, dans le même temps, ces crises sont très contagieuses.

A – Ampleur des crises financières contemporaines : les banques sont plus concernées qu'auparavant

La littérature sur les crises financières en général a récemment connu un renouveau suite au déclenchement aussi soudain que profond de crises en Asie de l'Est et du Sud-Est en 1997. Jeanne note d'ailleurs une recrudescence de publications à partir de 1998 avec un pic en 2000 de près de 400 articles nouveaux publiés, même si le mouvement commença dès le début des années quatre-vingt-dix, notamment après les crises du Système Monétaire Européen (SME) en 1992 et au Mexique en 1994⁴⁰⁶. Ce renouveau est intéressant à plusieurs titres, mais il montre principalement que la profession a été pour le moins interloquée par cette série de crises financières et qu'elle a cherché à en comprendre les raisons et les effets au-delà des explications et des modélisations habituelles⁴⁰⁷.

Pourtant, les situations de crise de nature financière ne sont pas une nouveauté des années quatre-vingt-dix. Une chronologie succincte indique que de nombreux pays ont été touchés par des crises depuis la chute du régime de Bretton Woods, que ce soit dans les pays développés, dans les pays émergents ou en développement. Durant les années quatre-vingt, des crises financières ont ainsi touché l'Argentine (1980-1982), le Chili (1981-1983), l'Uruguay (1981-1984), la Côte d'Ivoire (1988-1991), le Bénin (1988-1990), le Sénégal (1988-1991), entre autres. Durant les années quatre-vingt-dix, d'autres pays en développement, en transition ou émergents furent touchés, comme le Mexique et le Venezuela (1994-1995), la Bulgarie (1995-1996), la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et la Corée du Sud (1997-1998),

⁴⁰⁶ Olivier Jeanne, « Comprendre les crises financières internationales », *Revue d'économie financière*, 70, 1-2003, juin 2003, pp. 23-31.

⁴⁰⁷ Jusqu'alors, la crise de change et les attaques spéculatives étaient expliquées comme une conséquence de l'apparition de déséquilibres persistants sur le marché monétaire ou du budget qui demeurent incompatibles avec un stock limité de réserves de change. C'est la crise de première génération. Voir par exemple: Paul Krugman, « A Model of Balance-of-Payments Crises », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11, 3, August 1979, pp. 311-325. A la suite de la crise du SME en 1992, un renouveau important a débouché sur la modélisation des crises de deuxième génération, caractérisées par la possibilité d'équilibres multiples et des crises auto-réalisatrices. Voir par exemple : Maurice Obstfeld, « The Logic of Currency Crises », *Cahiers Économiques et monétaires*, Banque de France, 43, 1994, pp. 189-213.

la Russie (1998), le Brésil, l'Équateur, le Pakistan et l'Ukraine (1998-1999), la Roumanie (1999), la Turquie (2000-2001), l'Argentine (2001) et le Brésil (2001-2002) à nouveau. Dans les pays développés, des crises ont aussi été marquantes, comme la crise des *Saving and Loans* aux États-Unis durant les années quatre-vingt, le krach boursier de 1987, celui au Japon en 1989, la crise du SME en 1992, qui toucha particulièrement la Finlande, l'Italie et la France, le krach obligataire en 1994 et, plus récemment, le krach rampant à partir de l'an 2000 dans les pays développés.

Se posent alors deux questions complémentaires, celle de la fréquence et celle du coût des crises financières contemporaines.

1- Une fréquence globale stable, sauf pour les crises bancaires

Cette succession de situations de crise financière a ainsi débouché sur un premier niveau de recherches dont l'objectif a été de savoir si la période contemporaine est substantiellement plus propice au déclenchement de crises financières que les périodes antérieures. En d'autres termes, ce type de recherche s'attache à vérifier si la fréquence des crises financière est plus forte. Cette recherche sur la fréquence des crises a alors au préalable eu pour effet de poser les questions de la définition et de la détection des crises⁴⁰⁸. Une grande variété de définition est alors remarquable, mais dans la plupart des cas les résultats convergent.

Un premier résultat est ainsi identifiable : les crises financières sont plus fréquentes depuis la chute du régime de Bretton Woods, mais rien n'indique que cette fréquence s'accélère à partir des années quatre-vingt-dix, sauf pour le cas des crises bancaires. Ainsi, Bordo, Eichengreen, Klingebiel et Martinez-Peria notent que la probabilité pour un pays de subir une crise financière est deux fois plus importante dans la période post-1972 que durant celle du régime de Bretton Woods. Elle est en effet de 12 % après 1972 alors qu'elle était de 6,5 % dans la période précédente⁴⁰⁹. Mais, Boyer, Dehove et Plihon, reprenant les travaux de

⁴⁰⁸ Les indicateurs traditionnels de repérage des crises sont relativement nombreux. Boyer, Dehove et Plihon recensent quelques méthodes conventionnelles dans leur rapport du Conseil d'Analyse Économique. Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, « Les crises financières : analyse et propositions », in : Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, *Les crises financières*, Rapport du CAE, n°50, Paris, La Documentation Française, 2004, p. 14.

⁴⁰⁹ Michael D. Bordo & Alii, *loc. cit.*, 2001, pp. 53-82. Voir en particulier la figure 1 page 57, qui mesure les fréquences des crises dans quatre périodes : 1880-1913, 1919-1939, 1945-1971 et 1973-1997. On retrouve le même calcul dans l'article de 2002 de Eichengreen et Bordo. Barry Eichengreen, Michael D. Bordo, « Crises

Stone et Weeks⁴¹⁰, notent que le nombre global de crises financières ne semble pas augmenter durant les années quatre-vingt-dix, ce qui peut infléchir l'impression d'une accélération du phénomène⁴¹¹.

Rien n'indique non plus que cette haute fréquence de crises soit globalement exceptionnelle. La comparaison avec des périodes antérieures montre que ce type de fréquence se retrouve aussi durant l'entre-deux-guerres, avec une fréquence supérieure d'environ un point, à 13 %. Cette fréquence est en revanche deux fois plus forte que celle d'avant 1914, que d'aucuns considèrent comme la première expérience de mondialisation financière⁴¹².

Ainsi, il ne faudrait pas avoir une interprétation biaisée. En effet, la comparaison avec la période de Bretton Woods laisse à penser que l'occurrence des crises financières est exceptionnelle depuis les années soixante-dix. Mais cette interprétation dépend bien plus de l'horizon temporel de l'analyse et du « *tempérament du lecteur* »⁴¹³. Les crises financières sont d'une manière générale plus fréquentes depuis la chute du régime de Bretton Woods sans que l'on puisse en conclure pour autant que cette fréquence soit en accélération manifeste depuis le début des années quatre-vingt-dix⁴¹⁴.

Toutefois, un résultat particulier apparaît dès lors que l'on ne s'intéresse qu'aux crises bancaires. Celles-ci sont en effet nettement plus fréquentes qu'auparavant. La fréquence des crises bancaires ou des crises jumelles, mêlant crise de change et crise bancaire, a en effet fortement augmenté depuis la fin du régime de Bretton Woods. Elles étaient inexistantes

Now and Then : What Lessons From The Last Era Of Financial Globalization ? », NBER, *Working Paper*, 8716, January 2002. Eichengreen obtient le même type de résultat en 2001 mais avec une méthode économétrique différente, qui consiste à prendre pour variable dépendante le nombre de crises financières dans une année et non la probabilité pour un pays d'en subir une. Voir : Barry Eichengreen, « International Financial Crisis: Is the Problem Growing? », University of California, Berkeley, August 2001. Disponible à l'adresse: <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/holtfrerichfestschrift3.pdf>>.

⁴¹⁰ Mark R. Stone, Melvyn Weeks, « Systemic Financial Crises, Balance Sheets, and Model Uncertainty », *IMF Working Paper*, 01/162, October 2001.

⁴¹¹ Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, *Op. cit.*, 2004, p. 18.

⁴¹² Marc Flandreau, Frédéric Zumer, *Les origines de la mondialisation financière, 1880-1913*, Paris, OCDE, 2004.

⁴¹³ Barry Eichengreen, *loc. cit.*, 2001, p. 20.

⁴¹⁴ Ce type de résultat se retrouve aussi globalement pour les crises sur les marchés boursiers. Voir : Christophe Boucher, « Identification et comparaison des crises boursières », in : Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, *Les crises financières*, Rapport du CAE, n°50, Paris, La Documentation Française, 2004, complément F, pp. 375-396.

durant cette période alors qu'après 1972 leur fréquence est de respectivement 2,2 % et 2,4 %⁴¹⁵.

2- Des crises sévères, notamment lorsque les banques sont impliquées

À un second niveau, les recherches ont porté sur la sévérité des crises financières contemporaines, notamment les crises de change et les crises bancaires. Puisque la fréquence des crises en général ne semble pas en accélération depuis la chute du régime de Bretton Woods et ne semble pas exceptionnelle en comparaison d'autres périodes antérieures, il est intéressant de se demander si l'originalité de la période contemporaine ne demeure pas dans leur impact sur le système économique en général. Or, là aussi, les résultats sont assez contrastés. Les crises sont très coûteuses, que ce soit en terme de chute du taux de croissance, ou de budget des États, mais il demeure difficile de considérer que les crises d'après Bretton Woods soient plus coûteuses que celles de périodes antérieures, tant la variabilité semble la règle.

a- Le coût global : difficulté d'estimation et variété de situations

Le premier type de coût à être pris en compte est le coût global des crises financières, que l'on calcule souvent en fonction du PIB. Ce type de calcul est moins aisé qu'il n'y paraît, puisqu'il dépend de plusieurs éléments complémentaires, comme la méthode de mesure ou la durée considérée de la crise⁴¹⁶. Il faut aussi tenir compte de la distribution des revenus au sein du pays touché et, surtout, être en mesure de connaître précisément dans quelle phase du cycle économique a eu lieu la crise.

La méthode de mesure est généralement celle qui consiste à déterminer la perte de PIB ou de taux de croissance due à la crise financière. Hoggarth, Reis et Saporta recensent trois grandes méthodes de calcul mais les raisonnements sont similaires⁴¹⁷. D'abord, il s'agit

⁴¹⁵ Barry Eichengreen, Michael D. Bordo, *loc. cit.*, 2002.

⁴¹⁶ La question de la détermination de la durée des crises financière est très délicate. Elle dépend de la définition des crises. Toutefois, il est généralement admis qu'il y a une relation positive entre durée des crises financières et impact sur le revenu global de la nation. Voir sur ce point : Edward J. Frydl, « The Length and Cost of Banking Crises », *IMF Working Paper*, 99/30, March 1999.

⁴¹⁷ Glenn Hoggarth, Ricardo Reis, Victoria Saporta, « Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence », *Journal of Banking & Finance*, **26**, 5, May 2002, pp. 825-855.

d'estimer quel aurait été le revenu global durant la période de crise en absence de celle-ci, c'est-à-dire la croissance potentielle. Cette estimation doit tenir compte du *trend* de croissance antérieur à la crise, ce qui n'est pas sans poser des problèmes de surévaluation pour les crises bancaires, celles-ci étant très souvent précédées de phases de croissance forte⁴¹⁸. Ensuite, il faut estimer la perte de croissance durant la crise. En général, on calcule la différence entre le taux de croissance de référence et le taux de croissance durant la crise⁴¹⁹.

Les résultats de ce type de mesure de coût des crises financières sont alors assez contrastés, que ce soit en termes globaux, historiques ou géographiques. Les résultats globaux, incluant tous types de crises, donnent une fourchette comprise entre 8 % et 20 % du PIB en moyenne pour la période contemporaine⁴²⁰. Toutefois, lors de crises jumelles, c'est-à-dire qui impliquent le taux de change et le secteur bancaire, le coût global est nettement plus élevé, entre 19 % et 30 % selon les estimations, alors que le coût des crises bancaires seules est globalement de 6 % à 8 %⁴²¹ et celui des crises de change de 6 % du PIB. Les comparaisons historiques indiquent de leur côté que les crises financières actuelles sont certes plus coûteuses en moyenne que celles de la période de Bretton Woods (5,2 % du PIB), mais beaucoup moins coûteuses que durant l'entre-deux-guerres (13,4 %) et un peu moins que celle d'avant 1914 (9,8 % du PIB)⁴²². Là encore, une distinction est à faire entre, d'un côté, une

⁴¹⁸ La difficulté est alors de choisir la durée de la période de référence dans le calcul du *trend* de croissance.

⁴¹⁹ C'est ici que les différences d'estimation globale apparaissent. On peut en effet choisir une période de référence courte (3 ans) avec un *trend* défini comme la moyenne arithmétique des taux de croissance de cette période, tout en prenant comme fin de crise le moment où la croissance repart. Cette méthode est utilisée par le FMI dans : Fonds Monétaire International, *World Economic Outlook*, Washington D.C., May 1998, chapter 4, pp. 74-97. On peut aussi choisir une période de référence plus longue (10 ans) et surtout choisir la durée de la crise en fonction de la perception des acteurs. Voir alors : Gerard Caprio, Daniela Klingebiel, « Bank Insolvencies : Cross-Country Experience », World Bank, *Policy Research Working Paper*, 1620, July 1996. Disponible à l'adresse : <http://eco.worldbank.org/files/13381_wps1620>. On peut enfin choisir comme estimation de la croissance potentielle la projection de taux de croissance effectuée l'année d'avant crise. Cette méthode est alors de fait réservée aux pays de l'OCDE.

⁴²⁰ La fourchette basse est donnée dans les études suivantes : Michael D. Bordo & Alii, *loc. cit.*, 2001 ; Barry Eichengreen, Michael D. Bordo, *loc. cit.*, 2002; Edward J. Frydl, *loc. cit.*, 1999. La fourchette haute est donnée par : Glenn Hoggarth, Ricardo Reis, Victoria Saporta, *loc. cit.*, 2002.

⁴²¹ Le coût des crises bancaires varie aussi selon la structure de la production nationale. En particulier, lorsque la nation est composée de petites entreprises ou que les agents n'ont qu'un accès limité aux marchés financiers internationaux, les crises bancaires sont plus déprimantes sur l'activité économique globale. Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Raghuram Rajan, « The Real Effect of Banking Crises », *IMF Working Paper*, 05/63, March 2005.

⁴²² Sur la base de l'étude de : Barry Eichengreen, Michael D. Bordo, *loc. cit.*, 2002.

hausse du coût global des crises jumelles, y compris par rapport à l'entre-deux-guerres, et, de l'autre, une baisse du coût des crises limitées à un seul secteur. De même la durée des crises semble assez stable sur le long terme, avec en moyenne deux années et demi, sauf pour la période de Bretton Woods avec un peu moins de deux ans⁴²³. Au niveau géographique, enfin, une grande diversité de situations se manifeste⁴²⁴. On observe ainsi que certaines crises financières n'ont pas d'impact sur la croissance alors que d'autres sont dévastatrices. De même, l'idée selon laquelle les crises financières auraient un impact plus élevé dans les pays en développement que dans les pays développés⁴²⁵ n'est pas partagée par tous⁴²⁶, notamment du fait que les sorties de crises dans les pays émergents sont assez différentes selon les cas⁴²⁷. Mais là encore, les questions méthodologiques prennent le pas sur le seul résultat obtenu.

Au final, il est alors difficile de conclure à l'augmentation du coût global des crises, sauf pour le cas particulier des crises jumelles. Certaines crises sont très pénalisantes, comme la crise asiatique (dont le coût est évalué à 14 % par Stone et Weeks⁴²⁸), mais d'autres sont sans effet notable ou, mieux, sont suivies d'une expansion économique. Toujours est-il que ces crises financières n'ont pas qu'un coût évaluable par le manque à gagner en terme de croissance économique. Les États interviennent dans la grande majorité des cas, ne serait-ce que pour limiter ce manque à gagner⁴²⁹.

⁴²³ Michael D. Bordo & Alii, *loc. cit.*, 2001.

⁴²⁴ Sur ce point, concernant les pays en développement, voir : Poonam Gupta, Deepak Mishra, Ratna Sahay, « Output Response to Currency Crises », *IMF Working Paper*, 03/230, November 2003. Voir aussi: Wendy Dobson, Gary Hufbauer, *World Capital Markets: Challenge to the G-10*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2001.

⁴²⁵ Michael D. Bordo & Alii, *loc. cit.*, 2001.

⁴²⁶ Glenn Hoggarth, Ricardo Reis, Victoria Saporta, *loc. cit.*, 2002.

⁴²⁷ Voir sur ce point: Michael Bleaney, « The Aftermath of a Currency Collapse: How Different are Emerging Markets? », *World Economy*, **28**, 1, January 2005, pp. 79-89.

⁴²⁸ Mark R. Stone, Melvyn Weeks, *loc. cit.*, 2001. Hoggarth, Reis, et Saporta obtiennent un résultat nettement plus élevé, avec 16,6 % pour la Corée du Sud, 24,5 % pour l'Indonésie et 26 % pour la Thaïlande. Glenn Hoggarth, Ricardo Reis, Victoria Saporta, *loc. cit.*, 2002, page 839.

⁴²⁹ Ils interviennent aussi pour limiter les impacts sociaux des crises financières. L'exemple de la Corée du Sud est à ce propos troublant. Entre 1996 et 1999, le nombre de divorce a augmenté de 49 %, celui des crimes de 16 %, celui du nombre de drogués de 72 %, et celui des suicides de 22 %. Barry Eichengreen, « Financial Instability », University of California, Berkeley, April 2004, Table 2, p. 45. Disponible à l'adresse: <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/copenhagendec14-04.pdf>>.

b- Le coût fiscal: mêmes difficultés méthodologiques et même variété de situations

La particularité des crises financières des 25 dernières années n'étant pas non plus à rechercher du côté de leur coût global, sauf pour les crises jumelles, il semble alors intéressant de se demander si cela ne provient pas du fait que les États ont plus fortement réagi. En d'autres termes, on devrait alors remarquer une hausse importante du coût fiscal des crises, qui aurait en quelque sorte un effet modérateur sur ces dernières. Or, encore une fois, les études disponibles, qui sont très souvent couplées avec les études de coût global, ne permettent pas de conclure définitivement sur cette question.

En général, le coût fiscal des crises financières incorpore l'ensemble des dépenses effectuées par l'État dont l'objet est la réhabilitation du système financier national. Ces dépenses prennent différentes formes comme les recapitalisations ou encore les dépenses liées aux garanties des dépôts. Des problèmes méthodologiques aussi importants que pour le calcul du coût global sont alors inévitables. Par exemple, le coût fiscal n'est pas de même nature que le coût global, puisqu'il s'agit d'un transfert de ressources qui peut ne pas avoir d'effet global important.

Les résultats des études disponibles donnent alors une image globale tout aussi contrastée que celle donnée par les calculs de coût global. On observe ainsi que le coût fiscal de résolution des crises financières est très élevé. En moyenne, depuis la chute du régime de Bretton Woods, les estimations varient de 13 % à 16 % du PIB du pays⁴³⁰. Là encore, une grande diversité existe entre les pays. Certaines crises ont nécessité des interventions évaluées à moins de 5 % du PIB, comme en Suède en 1991, mais d'autres États ont dû déboursier l'équivalent de la moitié du PIB annuel (Indonésie en 1997 ou Argentine entre 1980 et 1982)⁴³¹. Toutefois, un consensus semble se dégager plus clairement sur la question de la

⁴³⁰ Patrick Honohan, Daniela Klingebiel, « Controlling Fiscal Costs of Banking Crises », World Bank, *Policy Research Working Paper*, 2441, September 1, 2000. Disponible à l'adresse: <<http://econ.worldbank.org/docs/1196.pdf>> ; Glenn Hoggarth, Ricardo Reis, Victoria Saporta, *loc. cit.*, 2002.

⁴³¹ Honohan et Klingebiel donnent une estimation des coûts fiscaux pour un grand nombre de crises bancaires. Patrick Honohan, Daniela Klingebiel, *loc. cit.*, 2000, tableau A1, pp. 29-30.

différence entre les pays développés et en développement, les crises dans ces derniers étant plus coûteuses pour les États⁴³².

Plusieurs autres résultats sont aussi à noter. D'abord, il ne semble pas y avoir de lien significatif entre la longueur de la crise et son coût fiscal, de même que le délai de réponse à la crise par les autorités ne semble pas non plus avoir d'impact majeur sur sa longueur, ce qui peut sembler contre intuitif⁴³³. Toutefois, il semble que la méthode de résolution des crises financières ait un impact important sur leur coût fiscal. Comme le notent alors Boyer, Dehove et Plihon, « *les stratégies de sauvetage des banques sont d'autant plus coûteuses pour les finances publiques qu'elles sont associées à des politiques monétaires et réglementaires accommodantes (offre illimitée de liquidités, garantie illimitée des dépôts, tolérance réglementaire transitoire)* »⁴³⁴. Enfin, le coût de résolution des crises jumelles est très nettement supérieur à celui des crises bancaires seules. Hoggarth, Reis et Saporta l'estiment à 23 % du PIB contre à peine 4,6 % pour les crises uniquement bancaires⁴³⁵. Cette caractéristique se retrouve aussi au niveau des aides des institutions financières internationales. Kaminsky et Reinhart estiment ainsi que le montant moyen des aides des institutions financières internationales dans les pays ayant subi des crises jumelles est de 13 % du PIB contre 5 % pour les pays ayant subi une unique crise bancaire⁴³⁶.

Une conclusion partielle se dégage alors de ce qui précède. Les seules crises dont le coût augmente sont les crises qui mettent en jeu plusieurs secteurs, à savoir les crises jumelles. Dans le même temps, les crises mettant en jeu le système bancaire ont vu leur fréquence augmenter fortement. Cette caractéristique n'est pas anodine, puisque ce vocable cache en réalité un type de crise de nature très différente qui semble être précisément la

⁴³² Pour Hoggarth, Reis et Saporta, les interventions équivalent à environ 12 % du PIB dans les pays riches contre 18 % dans les pays en développement. Glenn Hoggarth, Ricardo Reis, Victoria Saporta, *loc. cit.*, 2002. Pour Honohan et Klingebiel, la différence est moins forte puisqu'ils estiment l'ampleur des interventions dans les pays en développement à environ 14,3 % du PIB.

⁴³³ Frydl aborde longuement ce point : Edward J. Frydl, *loc. cit.*, 1999.

⁴³⁴ Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, *Op. cit.*, 2004, p. 25. Honohan et Klingebiel proposent une typologie des stratégies d'intervention que reprennent Boyer, Dehove et Plihon dans leur rapport. Patrick Honohan, Daniela Klingebiel, *loc. cit.*, 2000, pp. 6-8.

⁴³⁵ Glenn Hoggarth, Ricardo Reis, Victoria Saporta, *loc. cit.*, 2002, page 831.

⁴³⁶ Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, « The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance of Payment Problems », *American Economic Review*, **89**, 3, June 1999, pp. 473–500.

grande nouveauté de la fin des années quatre-vingt-dix et, par conséquent, du régime de l'étalon dollar.

B – Des crises de nature systémique

Si les crises financières des trente dernières années ne sont globalement pas vraiment très différentes de celles des périodes antérieures, il n'en demeure pas moins que les crises financières les plus récentes, notamment la crise asiatique en 1997, la crise russe en 1998 et la crise boursière déclenchée aux États-Unis en 2000, ont certaines caractéristiques particulières et constituent un retour à des crises de nature systémique, disparues depuis l'entre-deux-guerres. Ces caractéristiques sont multiples, mais deux attirent plus particulièrement notre attention. D'abord, les fondamentaux des pays concernés n'étaient pas forcément mauvais avant le déclenchement des crises, notamment dans les pays émergents. Ensuite, ces crises se sont très largement diffusées au niveau international, notamment entre pays émergents, fondant alors la thématique de la contagion.

1- Les fondamentaux ne sont pas forcément fragiles ou dégradés dans les pays émergents

Une première caractéristique des crises financières contemporaines concerne plus particulièrement les pays à la périphérie du système financier international, notamment les pays émergents⁴³⁷. On note en effet une disparité de situations concernant les fondamentaux avant les crises. Chaque pays touché avait en effet son propre cycle économique, les États avaient parfois des excédents budgétaires importants et les taux d'intérêt et les primes de risque n'étaient pas forcément très élevés. En outre, les fondamentaux étaient parfois bons, voire exceptionnellement favorables, comme pour le cas de la Corée du Sud. Cette caractéristique est donc différente de celle qui prévalait lors de la crise de la dette du début des années quatre-vingt, laquelle « *pouvait largement s'expliquer par la conjonction d'un choc très fort (le resserrement brutal de la politique monétaire aux États-Unis et la hausse du taux d'intérêt sur les marchés mondiaux qu'il a entraîné) et l'accumulation de déséquilibres* ».

⁴³⁷ Une description des crises dans ces pays depuis les années quatre-vingt est disponible dans : Vincent Marcus, « Crises des paiements : une perspective historique », in : Daniel Cohen, Richard Porte, *Crise de la dette : prévention et résolution*, Rapport du CAE, n°43, Paris, La Documentation Française, 2003, complément D, pp. 103-120.

financiers, notamment l'endettement à court terme en devises de l'État »⁴³⁸. De surcroît, les acteurs concernés par ces crises ont été différents, puisque, au côté des emprunteurs traditionnels qu'étaient les États, se sont ajoutées des entreprises financières ou non financières, alors que, du côté des prêteurs, des détenteurs d'obligations se sont en partie substitués aux grandes banques des pays riches.

Le cas de la crise asiatique de 1997-1998 est ainsi exemplaire. Durant les deux décennies précédant cette crise financière, les stratégies des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est avaient été érigées en véritables modèles, notamment par les institutions financières internationales⁴³⁹. Ces dernières avaient d'ailleurs progressivement établi une doctrine du « miracle asiatique », mêlant forts taux d'épargne nationaux, spécificités régionales et respect des préceptes du consensus de Washington⁴⁴⁰. Les taux de croissance des pays concernés étaient d'ailleurs exceptionnels⁴⁴¹. Les flux de capitaux privés dans les pays d'Asie étaient ainsi à la hauteur des espérances suscitées par ces forts taux de croissance et ces bons fondamentaux.

À cette caractéristique, s'est même greffée une très faible capacité des acteurs à prévoir, ou du moins anticiper, la possibilité de déclenchement d'une crise financière. Les opérateurs des marchés financiers ont été incapables d'anticiper la crise financière pour la plupart des pays concernés, tant les primes de risque étaient encore faibles ou même en baisse quelques mois seulement avant la crise⁴⁴². Par exemple, le *spread* de taux d'intérêt de la dette coréenne

⁴³⁸ Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, *Op. cit.*, 2004, p. 32.

⁴³⁹ Une synthèse des événements liés à la crise asiatique est disponible dans l'ouvrage très critique de Stiglitz. Joseph E. Stiglitz, *La grande désillusion*, Paris, Fayard, traduit de l'anglais par Paul Chemla, 2002.

⁴⁴⁰ Voir par exemple le rapport de la Banque Mondiale édité une première fois en 1993 et réédité ensuite à plusieurs reprises, et même l'année précédent la crise. World Bank, *The East Asian Miracle*, New York, Oxford University Press, 1993. Une critique cinglante de cette doctrine avait été émise par Krugman dès 1994. Voir: Paul Krugman, « The Myth of Asian Miracle », *Foreign Affairs*, **73**, 6, November/December 1994, pp. 62-78.

⁴⁴¹ Selon la base de données du *World Economic Outlook* du FMI, les taux de croissance annuels moyens des pays émergents d'Asie de l'Est et du Sud-Est ont tous été supérieurs à 6,4 % entre 1980 et 1996, à l'exception des Philippines (2,5 % en moyenne).

⁴⁴² Sauf en ce qui concerne les crises en Argentine et en Équateur, où les primes de risque étaient de 1000 points de base deux ans avant la crise. D'autres crises ont été prévues sans dégradation des fondamentaux, comme la crise turque et la crise russe, les primes de risque étant deux ans avant la crise de respectivement 500 et 800 points de base. On retrouve alors les trois types de situations décrites par Cohen et Porte, à savoir la crise financière prévue, la crise financière imprévue et la crise financière prévue sans déséquilibre des fondamentaux. Daniel Cohen, Richard Porte, *Op. cit.*, 2003.

était de 106 points de base un an avant la crise financière et de 136 points de base six mois avant. De même, pour le cas de l'Indonésie, le *spread* de taux de 260 points de base un an avant et de 257 points six mois avant indiquait plutôt une confiance des opérateurs envers ce pays⁴⁴³. De leur côté, les économistes n'ont pu prévoir cette crise financière majeure. Les modélisations disponibles avant ces crises étaient en effet incapables de les prédire correctement, que ce soit sous la forme de crise de change⁴⁴⁴ ou de crise bancaire⁴⁴⁵. La notion même de fondamentaux perd alors de sa signification et devient elle-même ambiguë⁴⁴⁶, puisqu'elle ne donne plus vraiment d'information pertinente sur la situation financière d'un pays. Ainsi, certains considèrent que « *la question intéressante n'est pas de savoir si, oui ou non, la crise est justifiée par les fondamentaux, [...] mais si, oui ou non, les fondamentaux sont tels qu'ils font de la crise l'issue unique et inévitable* »⁴⁴⁷.

2 – La diffusion internationale des crises financières récentes est importante

Le deuxième trait marquant des crises financières contemporaines semble être lié à leur diffusion internationale. Les crises apparues dans les années quatre-vingt-dix, comme la crise du SME (1992), celle au Mexique (1994) et surtout celles en Thaïlande (1997) et en Russie (1998), ont en effet eu un impact international important. Les recherches ont ainsi mis en évidence de nombreux mécanismes de transmission des crises financières récentes, fondant la thématique de la « contagion ». Parfois, la contagion explique même très largement l'éclatement d'une crise financière en l'absence de dégradation des fondamentaux⁴⁴⁸.

⁴⁴³ Daniel Cohen, Richard Porte, *Op. cit.*, 2003, page 46.

⁴⁴⁴ Andrew Berg, Catherine Pattillo, « Are Currency Crises Predictable? A Test », *IMF Staff Papers*, **46**, 2, June 1999, pp. 107-138.

⁴⁴⁵ James Bell, Darren Pain, « Leading Indicators Models for Banking Crises: A Critical Review », Bank of England, *Financial Stability Review*, 9, December 2000, pp. 113-129.

⁴⁴⁶ Michel Aglietta, « La maîtrise du risque systémique international », *Économie Internationale*, 76, 4^{ème} trimestre 1998, pp. 41-67.

⁴⁴⁷ Maurice Obstfeld, « Are Currency Crises Self-Fulfilling? Comment », in: Ben S. Bernanke, Julio J. Rotemberg (Eds), *NBER/Macroeconomics Annual*, **11**, Cambridge (MA) and London, MIT Press, 1996, page 395.

⁴⁴⁸ Le cas de la crise boursière au Brésil en 1998 est à ce propos frappant. Moins d'un mois après la chute du Rouble en 1998, la bourse brésilienne a chuté de près de 50 %. Pour une estimation comparée des effets de la contagion de la cas de la crise asiatique, voir : André Cartapanis, Vincent Dropsy, Sophie Mametz, « The Asian Currency Crises : Vulnerability, Contagion, or Unsustainability », *Review of international Economics*, **10**, 1, 2002, pp. 79-91.

Ainsi, même s'il existe d'assez nombreuses définitions du concept de contagion⁴⁴⁹, rendant son utilisation empirique assez délicate, certains résultats laissent à penser que le phénomène s'est accentué. En particulier, quatre éléments attirent notre attention.

En premier lieu, toutes les crises financières récentes n'ont pas été contagieuses. Elles n'ont pas toutes déclenché immédiatement ou avec un léger décalage temporel des crises financières dans d'autres pays. Par exemple, ni la dévaluation massive du Réal brésilien à partir de janvier 1999 (- 70 % en quelques mois), ni celle de la *Lira* turque en février 2002, ni l'annonce du défaut de paiement du gouvernement argentin le 23 décembre 2001 n'ont eu d'effets immédiats sur d'autres pays. Kaminsky, Reinhart et Végh considèrent ainsi que le phénomène de contagion a d'autant plus de chance de se produire qu'il suit un afflux de capitaux important, que la perturbation du marché concerné est ressentie comme une surprise (d'où la faiblesse des indications relatives aux fondamentaux) et, enfin, qu'il existe un créancier important à fort effet de levier⁴⁵⁰. De même, certaines crises pourtant majeures, comme la crise asiatique, n'ont eu que très peu d'effets immédiats sur les pays riches⁴⁵¹.

En deuxième lieu, la contagion est en général localisée. Plus exactement, ce sont plus souvent des pays de la même région qui sont concernés par le phénomène, notamment lors d'attaques spéculatives sur les monnaies⁴⁵². Ainsi, les nombreuses études montrent que les crises en Thaïlande et en Corée du Sud en 1997 ont surtout été contagieuses sur les autres

⁴⁴⁹ La contagion regroupe des formes très différentes de transmission des crises financières. On peut la définir comme la transmission rapide d'une perturbation d'un marché financier d'un pays vers ceux d'autres pays. Principalement, les économistes distinguent la contagion « fondamentale » de la contagion « pure ». La première est provoquée par des mécanismes de transmission des crises financières liés aux interdépendances réelles ou financières entre les pays, que ce soit par l'intermédiaire des effets commerciaux ou financiers ou des causes communes. La seconde est liée au comportement des investisseurs sans référence aux fondamentaux (on parle à ce propos de contagion psychologique ou réelle). Voir entre autres : Paul R. Masson, « Contagion : Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria », *IMF Working Paper*, 98/142, September 1998. Pour un *survey* moins technique, voir : Ansgar Belke, Ralph Setser, « Contagion, Herding and Exchange-Rate Instability - A Survey », *Intereconomics*, **39**, 4, July/August 2004, pp. 222-228.

⁴⁵⁰ Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, Carlos A. Végh, « The Unholy Trinity of Financial Contagion », *Journal of Economic Perspectives*, **17**, 4, Fall 2003, pp. 51-74.

⁴⁵¹ Philip Arestis, Guglielmo M. Caporale, Andra Cipollini, « Testing for Financial Contagion between Developed and Emerging Markets during the 1997 East Asian Crisis », Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, 370, January 2003.

⁴⁵² Reuven Glick, Andrew K. Rose, « Contagion and Trade : Why Are Currency Crises Regional ? », *Journal of International Money and Finance*, **18**, 4, August 1999, pp. 603-617.

pays d'Asie⁴⁵³. Cette caractéristique n'empêche cependant pas des divergences régionales, dans la mesure où certaines régions sont plus enclines à subir des phénomènes de contagion que d'autres lors de crises. Par exemple, l'Amérique Latine est une région où la contagion des crises financières est nettement plus forte que les autres⁴⁵⁴. Enfin, l'un des mécanismes prépondérants de la contagion régionale semble être l'information financière, notamment sur la politique économique et monétaire⁴⁵⁵.

En troisième lieu, le phénomène de contagion est d'autant plus fort qu'un pays du centre est concerné par la crise financière⁴⁵⁶. Ce phénomène s'est surtout manifesté lors de la crise russe, lorsque le fonds LTCM (Long Term Capital Management) a été dans l'impossibilité de tenir ses engagements suite aux positions qu'il avait prises en Russie⁴⁵⁷. Cette crise a en particulier posé d'énormes problèmes de liquidité aux banques d'affaires américaines et, dans une moindre mesure, aux grands assureurs américains, alors que les pertes en jeu étaient nettement inférieures à celles de la crise en Asie un an plus tôt⁴⁵⁸. On assiste même à une asymétrie forte entre les États-Unis et les autres pays, dans la mesure où une crise financière aux États-Unis est toujours une crise financière globale, comme le montrent les exemples de 1987 et 2000. Les études économétriques montrent ainsi que les corrélations entre les indices des marchés financiers des États-Unis et ceux des marchés financiers des autres pays développés sont en moyenne 2 à 3,5 fois plus importantes lors des périodes de volatilité importante des cours boursiers aux États-Unis⁴⁵⁹.

⁴⁵³ Philip Arestis, Guglielmo M. Caporale, Andra Cipollini, *loc. cit.*, 2003.

⁴⁵⁴ Voir sur ce point : Jorge A. Chan-Lau, Donald J. Mathieson, James Y. Yao, « Extreme Contagion in Equity Markets », *IMF Staff Papers*, **51**, 2, 2004, pp. 386-408.

⁴⁵⁵ Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, « The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil », NBER, *Working Paper*, 9479, January 2003. Ángeles Fernández-Izquierdo, Juan Angel Lafuente, « International Transmission of Stock Exchange Volatility: Empirical Evidence from the Asian Crisis », *Global Finance Journal*, **15**, 2, August 2004, pp. 125-137.

⁴⁵⁶ Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, *loc. cit.*, 2003.

⁴⁵⁷ Michel Aglietta, « La crise financière russe : un révélateur de la fragilité des marchés globaux de capitaux », *Revue Économique*, **51**, 3, mai 2000, pp. 649-658.

⁴⁵⁸ M. Humayun Kabir, M. Kabir Hassan, « The Near-Collapse of LTCM, US Financial Stock Returns, and the Fed », *Journal of Banking & Finance*, **29**, 2, February 2005, pp. 441-460.

⁴⁵⁹ Latha Ramchand, Raul Susmel, « Volatility and Cross Correlation Across Major Stock Markets », *Journal of Empirical Finance*, **5**, 4, October 1998, pp. 397-416.

En dernier lieu, la contagion semble plus importante lorsque la crise financière se matérialise dans le système bancaire et, plus particulièrement, lorsque qu'il existe un prêteur étranger commun important⁴⁶⁰. Les banques ont ainsi eu un rôle majeur dans la diffusion de la crise asiatique en 1998⁴⁶¹, même si ce phénomène semble non linéaire, c'est-à-dire qu'il est nécessaire que soit atteint un certain seuil de pays touchés pour que la contagion s'intensifie, particulièrement la contagion fondamentale⁴⁶².

*
* *

On peut donc conclure cette section en insistant sur deux éléments complémentaires issus de la littérature récente. Ces crises sont globalement aussi fréquentes et coûteuses que durant les périodes antérieures, excepté les crises impliquant le secteur bancaire. D'autre part, ces crises n'ont pas une origine forcément liée à la dégradation des fondamentaux, mais sont très contagieuses, surtout lorsqu'elles touchent un pays du centre ou le système bancaire.

Il semble donc que la particularité des crises financières soit liée à leur nature bien plus qu'à leur ampleur. Ces crises mettent en jeu le système bancaire et, par conséquent, le système de crédit. Elles engendrent très souvent un risque macroéconomique global, appelé risque systémique, qui peut dégénérer en déflation financière. On peut dès lors s'interroger sur les facteurs d'explication de ce phénomène, en analysant le phénomène aux États-Unis dans un premier temps, puis dans un second temps dans les pays à la périphérie du système financier international.

⁴⁶⁰ Massimo Sbracia, Andrea Zaghini, « The Role of the Banking System in the International Transmission of Shocks », *World Economy*, **26**, 5, May 2003, pp. 727-754.

⁴⁶¹ Chu-Sheng Tai, « Can Bank Be a Source of Contagion During the 1997 Asian Crisis? », *Journal of Banking & Finance*, **28**, 2, February 2004, pp. 399-421.

⁴⁶² Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, « On Crises, Contagion, and Confusion », *Journal of International Economics*, **51**, 1, June 2000, pp. 145-168. Santor a démontré récemment que la contagion mimétique jouait aussi un rôle important dans les mécanismes de transmission des crises bancaires. Eric Santor, « Banking Crisis and Contagion: Empirical Evidence », Bank of Canada, *Working Paper*, 2003-1, February 2003. Disponible à l'adresse: <http://www.bank-banque-canada.ca/publications/working_papers/2003/wp03-1.pdf>.

Section 2- Les origines de la fragilisation financière aux États-Unis

La première section de ce chapitre nous a permis de voir que l'originalité des crises financières actuelles résidait dans leur nature souvent systémique, mêlant l'ensemble des marchés, et surtout ayant un impact fort sur les banques et le système bancaire. Toutefois, rien n'est encore dit sur ce qui provoque actuellement ces crises. Cette section cherchera alors à rendre compte des mécanismes contemporains de genèse de la fragilisation et du déclenchement des crises financières. Toutefois, nous aborderons cette question de l'instabilité financière en isolant dans un premier temps ce qui se passe au centre du système financier international, c'est-à-dire aux États-Unis, ce qui nous permettra, dans la section suivante, d'aborder plus en détail la question de l'instabilité financière à la périphérie.

La fragilisation financière de l'économie américaine peut sembler ne pas être uniquement d'origine interne. En effet, dans certains cas, comme celui de la crise russe de 1998 et la chute du fonds LTCM, l'exposition de certains acteurs du système financier américain était telle que les observateurs ont noté l'élévation forte du risque systémique⁴⁶³. Ce risque augmente lorsque la situation est telle « *qu'apparaissent des états économiques dans lesquels les réponses rationnelles des agents individuels aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques par diversification, amènent à élever l'insécurité générale* »⁴⁶⁴. C'est un échec du marché, c'est-à-dire de la coordination des agents, en ce sens qu'il est possible d'obtenir des améliorations de bien-être mais qu'aucun agent, compte tenu de sa situation objective propre, n'est incité à s'éloigner de l'équilibre existant, qu'on peut qualifier d'anormal.

Toutefois, bien plus que les effets de retour de l'instabilité financière périphérique, la fragilisation financière des États-Unis trouve son origine dans le mouvement de financiarisation et de libéralisation de l'économie américaine. Ce mouvement a en effet permis le retour puissant à la logique de fragilisation endogène du bilan des agents économiques. Plus exactement, à partir de l'analyse effectuée par Minsky, on remarque que

⁴⁶³ Michel Aglietta, « La crise financière russe : un révélateur de la fragilité des marchés globaux de capitaux », *Revue Économique*, 51, 3, mai 2000, pp. 649-658.

⁴⁶⁴ Michel Aglietta, Philippe Moutot, « Le risque de système et sa prévention », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, 41, 1993, page 22.

trois éléments concomitants sont en marche et favorisent cette endogénéisation de la fragilisation financière: d'abord, l'impact des innovations financières sur la liquidité de l'économie (A); ensuite l'impact de la gestion collective de l'épargne des ménages sur les prises de risques (B); enfin, l'impact de la financiarisation de la comptabilité privée sur l'information et les risques perçus par les agents (C).

A- Innovations financières, liquidité et « marges de sécurité »: la tendance à une fragilisation financière endogène et collective

Le mouvement de financiarisation de l'économie américaine est passé par l'augmentation de la concurrence au sein du système financier national. Ceci a engendré une course aux innovations financières ainsi qu'une transformation du métier des banques, notamment du fait de l'hybridation et des opérations « hors bilan », d'autant que l'État fédéral, par son activisme, a encouragé le phénomène. Cette transformation a alors eu pour effet qu'une part de plus en plus forte des revenus des banques n'est désormais plus, à strictement parler, liée à une activité traditionnelle de crédit.

Cette course aux innovations financières n'a toutefois pas eu qu'un impact sur l'activité au jour le jour des grandes banques américaines et sur leur capacité à demeurer compétitives au niveau mondial. Elle a aussi profondément modifié le niveau de liquidité de l'économie américaine, en rendant les bilans des agents économiques moins liquides.

Ainsi, le recours à l'analyse du *Wall Street Paradigm* de Minsky nous aidera à mieux comprendre ce phénomène de fragilisation des structures financières. En effet, nous verrons dans un premier temps que chaque agent, au cours du cycle financier, voit sa situation se dégrader du fait de ses propres choix rationnels. Mais, dans un second temps, nous verrons que les innovations financières accentuent ce phénomène, en réduisant le niveau général de liquidité des bilans, c'est-à-dire la capacité de revente sans perte de valeur. La fragilisation financière de l'économie est alors bien plus collective qu'individuelle.

1 – La variabilité endogène de la liquidité au cours du cycle financier

L'analyse de la variabilité endogène de la liquidité au cours du cycle financier peut se faire en recourant aux travaux de Minsky. Son approche de l'instabilité financière a plusieurs

caractéristiques qui la démarquent radicalement de l'approche standard, laquelle est fondée principalement sur l'idée que l'instabilité financière s'explique uniquement par les imperfections du marché, plus particulièrement par la mauvaise qualité de l'information. En particulier, l'approche à la Minsky met en avant l'idée que la liquidité des bilans des agents varie au cours du cycle financier et que cette variation explique alors le déclenchement de crises financières lors de la phase de paroxysme et l'ampleur des consolidations de bilans qui s'en suivent.

Les agents économiques recherchent en effet prioritairement dans leurs opérations au jour le jour ce que Kregel appelle une « marge de sécurité »⁴⁶⁵. Cette marge de sécurité est la capacité de l'agent à générer de manière durable un flux de revenus d'exploitation supérieur aux dépenses financières et opérationnelles courantes. Ceci s'explique par l'inadéquation entre l'actif et le passif durant une même période. Au passif, les sorties de monnaie liées à l'endettement préalable des agents sont certaines, *a priori* stables en volume et se cumulent aux sorties liées à l'exploitation courante. Or, dans le même temps, à l'actif, les revenus tirés des investissements, censés bénéficier de l'effet de levier, sont par définition incertains et variables puisqu'ils dépendent de l'activité économique courante⁴⁶⁶. Il s'ensuit qu'à tout moment la survie économique de l'agent, à savoir sa capacité à rembourser sans pertes et si possible avec profit, peut être compromise, que cet agent soit une entreprise ou un établissement bancaire ou financier.

Cette « contrainte de survie » se matérialise par le type de situation patrimoniale de chaque agent et, en particulier, par la relation qu'il entretient avec le crédit dans son activité productive au jour le jour⁴⁶⁷. Minsky détermine alors trois types de situations patrimoniales ayant toutes un effet sur la solvabilité de l'agent en question.

⁴⁶⁵ Jan A. Kregel, « Margins of Safety and Weight in Generating Financial Fragility », *Journal of Economic Issues*, **31**, 2, June 1997, pp. 543-548. Kregel n'est pas le seul à rependre cette thématique. Pour Nasica, les agents veulent systématiquement se garder des « marges de manoeuvre » dans leurs opérations économiques. Éric Nasica, *Finance, Investment and Economic Fluctuations*, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar, 2000.

⁴⁶⁶ Ce raisonnement fonctionne pour tous les agents économiques, du ménage à l'entreprise, en passant par la banque et même l'État.

⁴⁶⁷ La contrainte de survie est alors pour l'ensemble des économistes se réclamant des thèses de Minsky le véritable objet d'étude de la science économique, bien au-delà d'une soi-disant maximisation du revenu sous contrainte. Voir par exemple : Perry Mehrling, « Minsky, Modern Finance, and the Case of Long Term Capital Management », in: Riccardo Bellofiore,

En premier lieu, il intitule « *hedge finance* » toute situation dans laquelle l'agent peut se financer par l'emprunt en gageant celui-ci sur un flux de revenus futurs assurés et stables ou sur des actifs dont la liquidité est totale. Il bénéficie ainsi d'un effet de levier sans risque, puisque le côté actif de son bilan lui permet, pour toutes les périodes futures, de générer un flux de revenu supérieur à ses dépenses financières et opérationnelles, y compris les dividendes qu'il reverse à ses actionnaires. Cette situation est la plus stable et la plus rentable possible, puisque le levier de l'endettement joue dans le sens positif et augmente le taux de rentabilité du capital investi dans les périodes précédentes. Mais à côté de cette situation particulièrement favorable, deux autres situations patrimoniales peuvent exister.

La première est celle où l'agent estime qu'à terme ses revenus seront supérieurs à ses dépenses financières et courantes. Cette situation de « *speculative finance* » nécessite alors de pouvoir renouveler ses anciennes dettes ou d'en contracter de nouvelles sans avoir l'assurance d'obtenir des recettes suffisantes durant toutes les périodes futures⁴⁶⁸. Elle est plus risquée puisque les revenus courants suffisent uniquement pour payer les charges d'intérêt, mais la solvabilité de l'agent n'est pas compromise puisque qu'à terme le remboursement du principal est anticipé⁴⁶⁹. La seconde est celle où l'agent est dans l'obligation d'emprunter pour rembourser ses dépenses financières car les revenus courants ne suffisent ni à régler le principal, ni les intérêts. L'agent espère alors la réalisation de plus-values sur la vente de ses actifs pour générer un revenu supérieur à l'ensemble de ses dépenses. Cette situation de « *Ponzi finance* » est extrêmement risquée, à la fois pour l'agent en question mais aussi pour ses créanciers, notamment bancaires, parfois dans l'obligation de poursuivre leur financement dans l'espoir d'obtenir un hypothétique remboursement.

Or, durant la phase croissante du cycle financier, la part des agents dans les situations *Speculative* ou *Ponzi* augmente. En effet, les agents économiques, guidés par leurs perspectives de profit, s'engagent rationnellement dans l'endettement, ce qui fragilise

Piero Ferri (Eds), *Financial Keynesianism and Market Instability*, vol. 1, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar, 2001, pp. 147-158.

⁴⁶⁸ Pour Minsky, une situation peut être qualifiée de spéculative dès lors qu'il existe une dépendance de l'agent par rapport aux conditions de financement.

⁴⁶⁹ Les banques sont systématiquement dans cette situation.

irrémédiablement leur bilan, en le rendant de moins en moins liquide⁴⁷⁰. Plus exactement, la fragilisation de leur bilan au cours de la phase croissante du cycle financier augmente de manière souterraine, car elle fait augmenter la dépendance des agents vis-à-vis des conditions et des coûts de financement de leurs opérations économiques. Cela s'explique par le fait que leur perception des risques est altérée à mesure que les profits augmentent. Comme le résume alors Brossard, « *les projets entrepris le sont avec un levier d'endettement croissant parce que les profits supplémentaires non anticipés produisent une réduction du "risque du prêteur" et du "risque de l'emprunteur"* »⁴⁷¹. Autrement dit, la prise de risque durant la phase croissante du cycle est procyclique, parce que chaque acteur est incité *individuellement* à augmenter son ratio d'endettement au moment même où les prêteurs considèrent que leurs débiteurs sont *individuellement* de plus en plus solvables, puisque la valeur de marché des actifs de ces derniers, susceptibles d'être revendus en cas de défaut, s'accroît.

Ce phénomène augmente alors *de facto* le risque de défaut dès lors que la convention d'évaluation des actifs devient baissière et détériore par la même la qualité des bilans des agents qui financent leurs opérations à crédit mais aussi celle de leurs créanciers. C'est ici qu'entre alors en action le phénomène de contagion puisqu'à mesure que les agents recherchent la liquidité en vendant leurs actifs, ils détériorent celle du bilan de leurs créanciers, qu'ils soient nationaux ou étrangers, les incitant à vendre eux aussi une part de leurs actifs dont le prix tend à baisser ou, dans le même mouvement, à provisionner les pertes potentielles encourues, ce qui augmente le risque systémique et peut dégénérer en déflation financière (Figure 4.1).

L'information financière est de ce fait importante dans le déclenchement des crises financières uniquement dans la mesure où se transmettent par ce canal l'euphorie ou la panique, c'est-à-dire la sur- ou la sous-évaluation des risques perçus par les agents économiques. Par son intermédiaire, un événement quelque fois anodin peut modifier profondément la convention d'évaluation et sert de déclencheur de la dynamique baissière.

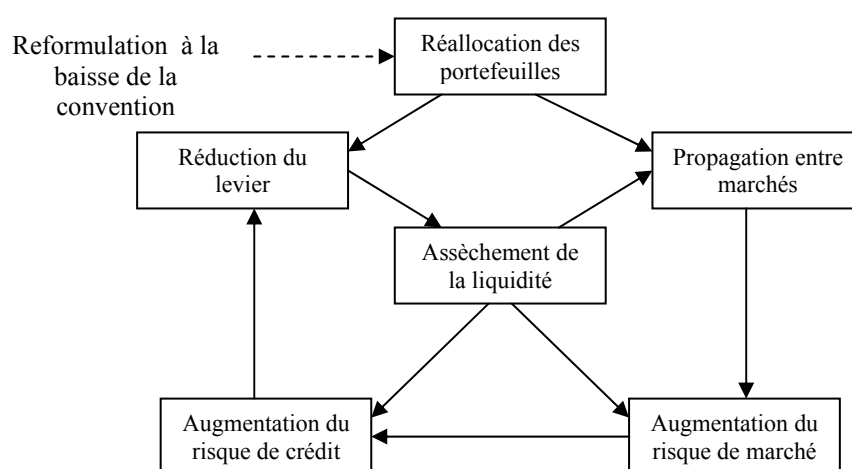
Ainsi, lors de la réévaluation à la baisse de cette convention par les membres du marché, chacun se voit dans l'obligation d'ajuster la composition de son portefeuille, puisque

⁴⁷⁰ Voir sur ce point: Hyman P. Minsky, *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press, 1975.

⁴⁷¹ Olivier Brossard, *D'un krach à l'autre*, Paris, Grasset et Fasquelle, 2001, p. 301.

personne ne sait exactement quand le cycle de baisse se terminera du fait de l'incertitude qui règne sur le marché. Cela provoque à la fois une modification des portefeuilles d'agents présents sur d'autres marchés, et donc un besoin de leur part de réallouer aussi leurs portefeuilles, mais aussi une tentative de réduire le levier d'endettement de tous les participants du marché afin de limiter les pertes potentielles ou, le plus souvent, de limiter les besoins de refinancement dans les chambres de compensation des marchés. Ces deux éléments assèchent la liquidité du marché puisque l'ensemble des participants se trouvent dans l'obligation de vendre des actifs dont le prix est en baisse, ce qui augmente le risque de marché, c'est-à-dire la probabilité d'une chute encore plus forte des cours, mais aussi le risque de crédit, puisque les achats de titres ont été rendus possibles durant la phase croissante du cycle par des emprunts gagés sur d'autres actifs dont le cours est désormais en chute libre. En d'autres termes, la fuite de chacun vers la liquidité assèche la liquidité globale dans la mesure où il n'y a plus aucune contrepartie aux agents vendeurs sur le marché.

Figure 4.1 : Les effets de la liquidité dans la phase de paroxysme



Source : Michel Aglietta, « Le risque systémique dans la finance libéralisée », *Revue d'économie financière*, 70, 1, juin 2003, p.38.

Ce type de raisonnement ne se limite pas à la relation entre l'entrepreneur et son créancier bancaire et peut aisément se généraliser à l'ensemble des agents qui doivent financer par l'emprunt leurs opérations économiques en vue d'obtenir un profit en situation d'incertitude. Dès lors, étant donné que chaque agent ou presque s'endette dans son activité économique courante, toute l'économie est influencée par la fragilisation endogène des bilans.

Ainsi, ce n'est pas du fait de la modification brutale d'une information sur un marché d'actifs que le système s'enfonce dans la crise, mais du fait que le levier d'endettement fait prendre des risques trop importants aux membres du marché de manière rationnelle et endogène, ce qui fragilise leur bilans en les rendant moins liquides et facilite la propagation du retournement et la marche vers la déflation financière généralisée. Ce phénomène est alors renforcé par les innovations financières, car elles réduisent la liquidité globale de l'économie.

2 – Les innovations financières réduisent la liquidité globale de l'économie

Les innovations financières ont permis aux banques de gérer de manière encore plus rationnelle leur passif et leur actif, à travers le *liability management* et l'*asset management*. Ces deux techniques leur permettent d'augmenter l'encours de leurs crédits sans pour autant nécessiter une hausse de leur demande de monnaie centrale :

- dans le cas du *liability management*, la modification de la structure du passif du bilan des banques leur permet de se soustraire aux contraintes liées à la détention de réserves obligatoires, en particulier vis-à-vis des dépôts à vue d'agents économiques non bancaires. Les banques, en octroyant un crédit supplémentaire, transforment une partie des dépôts à vue (à leur passif) en titres qu'elles offrent sur le marché à d'autres agents (comme les certificats de dépôt), notamment à d'autres institutions financières non bancaires, collectrices d'épargne. Cela revient donc à déthésauriser dans la mesure où certains agents non bancaires acceptent, en contrepartie de ces nouveaux titres, de posséder une part plus élevée de leur actif sous une forme moins liquide puisque non monétaire.

- dans le cas de l'*asset management*, les banques qui octroient des crédits supplémentaires à leurs clients titrisent une partie des crédits qu'elles accordent (à leur actif), c'est-à-dire qu'elles transforment ces crédits en titres qui sont offerts à d'autres agents non financiers qui, à leur tour, transfèrent alors une partie des dépôts qu'ils effectuent en titres moins liquides⁴⁷². La pratique de l'*asset management* revient alors à considérer que des agents

⁴⁷² L'exemple de l'utilisation de chaque technique et de ses effets sur la liquidité de l'économie est disponible dans : Olivier Brossard, *Op. cit.*, pp. 251-257.

qui épargnent et qui confient cette épargne à des institutions financières non bancaires financent finalement après coup les nouveaux crédits que les banques accordent⁴⁷³.

Ceci a alors un effet majeur sur la réduction de la liquidité de l'économie. Toute innovation financière qui permet de modifier la structure du passif des banques fait *de facto* baisser leur liquidité puisque qu'elle augmente de manière mécanique leur ratio d'endettement (elles octroient plus de crédit sans avoir plus de monnaie centrale), alors que toute innovation financière qui permet la titrisation de l'actif des banques fait baisser la liquidité des agents non bancaires puisqu'ils acquièrent des titres par la diminution de leurs dépôts sous forme de monnaie. En d'autres termes, les innovations financières permettent d'augmenter le ratio d'endettement de l'économie dans son ensemble sans que la Banque Centrale n'ait à agir en ce sens.

Ce phénomène n'est possible que dans la mesure où ces deux techniques ont un effet à la baisse sur la « liquidité oisive », c'est-à-dire sur la « *partie de la quantité de monnaie existante qui ne participe pas [directement] à la réalisation du volume global des transactions au cours d'une période donnée* »⁴⁷⁴ au sein d'une économie. Plus exactement, les innovations financières ont le même impact que l'augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie puisqu'avec la même quantité de monnaie, le revenu national est augmenté du fait de l'octroi des crédits supplémentaires aux agents non financiers. Mais cette hausse n'est pas liée à une amélioration des techniques de paiements. Elle est au contraire liée à une baisse de la préférence pour la liquidité des agents économiques qui est motivée par la précaution ou la spéculation.

Ainsi, elle déconnecte partiellement l'offre de monnaie du taux d'intérêt, donc de la politique monétaire de la Banque Centrale⁴⁷⁵, ce qui permet alors une augmentation endogène du niveau d'activité financée à crédit lors de la phase croissante du cycle par le truchement de l'augmentation de l'endettement du système bancaire ou de la baisse de la liquidité des bilans

⁴⁷³ Ce type d'argument a souvent été utilisé pour justifier des bienfaits de la titrisation, puisque cela revient à réorienter une épargne vers le système de crédit alors qu'elle n'y était pas destinée au départ. Voir : Michel Aglietta, Anton Brender, Virginie Coudert, *Globalisation financière: l'aventure obligée*, Paris, Economica, 1990.

⁴⁷⁴ Voir à ce propos : Olivier Brossard, *Op. cit.*, p. 272. Les économistes font traditionnellement la distinction, à la suite des travaux de John Hicks, entre la liquidité dite « active » et la liquidité dite « oisive ».

des agents économiques non bancaires. Ce faisant, la généralisation des innovations financières réduit les marges de sécurité des agents économiques, ce qui pèse d'autant sur les besoin de refinancement lorsque le cycle se retourne.

Autrement dit, cette analyse montre que l'augmentation de la concurrence au sein du système financier, par son effet sur les innovations financières, engendre une fragilisation endogène des structures financières de l'économie par assèchement des marges de sécurité des agents, ce qui induit de façon systématique une amplification des mouvement de consolidation des bilans, c'est-à-dire de recherche de désendettement lors des retournement des cycles financiers. Mais, à la place d'une fragilisation liée à l'activité économique normale des agents économiques qui engagent des dépenses à crédit en vue d'un hypothétique profit, cette fragilisation découle de l'organisation et des pratiques collectives des établissements bancaires et financiers, *indépendamment des contraintes de financement individuelles découlant de la relation de crédit*.

Toutefois, la baisse de liquidité du système économique dans son ensemble par le développement des innovations financières n'est pas le seul phénomène qui fragilise les structures financières actuellement. La logique de gestion collective de l'épargne des ménages a aussi un impact sur le niveau de rentabilité exigé, ce qui pèse alors sur la volonté d'endettement des entreprises.

B - Gestion collective de l'épargne et nouvelles exigences de rentabilité financière: la tendance à l'augmentation des prises de risques

La financiarisation de l'économie américaine a eu aussi une deuxième conséquence exacerbant la dynamique de fragilisation financière endogène d'une économie monétaire où le crédit est la condition de l'existence du profit. En effet, cette financiarisation est passée par la mise en place de procédures de gestion collective de l'épargne des ménages visible par l'apparition de nouveaux acteurs, les investisseurs institutionnels. Or, la gestion collective de l'épargne des ménages pose le problème de la tendance à l'augmentation des prises de risque,

⁴⁷⁵ Sur le caractère endogène du taux d'intérêt et ses effets sur l'offre de crédit des banques de second rang, voir : Eric Nasica, *Op. cit.*, 2000, chapitre 7.

et ce, par l'ensemble des agents économiques, du fait notamment de la diffusion d'une exigence de rentabilité financière excessive.

Premièrement, l'activisme reréglementaire de l'État a consisté en l'adoption de nombreuses lois, comme la loi ERISA en 1974 en ce qui concerne les retraites. Cette loi a encadré le système de retraite américain dans le sens de la protection de l'intérêt strictement financier des futurs bénéficiaires des plans de retraite alors que, dans le même temps, la démographie plaidait pour une augmentation du nombre de retraités à terme, donc de leur poids politique.

Cette protection, fondée sur l'idée que le gestionnaire doit agir « en bon père de famille », est un atout *a priori* non négligeable de la gestion collective par délégation de l'épargne des ménages. En particulier, la gestion collective de l'épargne devrait s'appuyer sur une logique d'allocation d'actifs, donc de diversification des risques, mais aussi sur un horizon temporel de long terme, puisque les pensions sont versées des décennies après le début des cotisations par les salariés actifs.

Comme le soulignent alors Boubel et Pansard, de la part d'un investisseur institutionnel, surtout un fonds de pensions, l'enjeu essentiel est de ne pas « *faire “tourner” le portefeuille au gré des fluctuations à court terme des prix, mais d'obtenir une valorisation progressive des actifs. Si cette stratégie n'exclut pas bien entendu des prises de bénéfices sur certaines valeurs, elle repose avant tout sur l'identification et l'exploitation de tendances lourdes concernant l'évolution des firmes et plus largement des secteurs. Les informations nouvelles concernant uniquement le futur le plus proche, et plus encore les “bruits” inexplicables du marché, ne remettent pas en cause la stratégie d'allocation d'actifs décidée sur la base d'une perspective de long terme* »⁴⁷⁶.

Qui plus est, la perception par les ménages d'une meilleure capacité à détenir une information de qualité, fondée sur l'expertise supposée du gestionnaire, renforce le biais en faveur de ce type de centralisation de l'épargne des ménages, même si nous savons d'emblée que l'information dont disposent les investisseurs institutionnels ne peut être parfaite puisqu'elle est conventionnelle.

⁴⁷⁶ Aurélie Boubel, Fabrice Pansard, *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La Découverte, coll. Repères, 2004, pp. 100-101.

Toutefois, en dépit de ces bons points en faveur de la gestion collective par délégation de l'épargne, un problème naturel d'évaluation de la performance des fonds, donc des gestionnaires, se pose pour chaque futur retraité souhaitant souscrire un plan. Inévitablement, des critères d'évaluation apparaissent⁴⁷⁷. Autrement dit, inévitablement, les fonds vont chercher à battre le marché. Ils vont être alors en situation de concurrence, mais d'une concurrence fondée sur les performances relatives et non absolues. Or, ce type de concurrence a deux types d'effets particulièrement pervers, qui renforcent la logique de fragilisation financière :

- d'une part, il a un effet sur le comportement des investisseurs institutionnels. En particulier, il incite les fonds à avoir des comportements d'achats ou de ventes procycliques, dans la mesure où, pour attirer des clients, il leur faut au moins avoir une performance égale au marché. Ensuite, ce comportement incite les investisseurs institutionnels à avoir des comportements similaires, c'est-à-dire moutonniers, dans la mesure où il faut au moins avoir une performance égale à celle des concurrents. Le comportement des investisseurs institutionnels sur les marchés amplifie alors spontanément le cycle financier et fait diminuer encore plus l'objectivité de l'information disponible⁴⁷⁸.

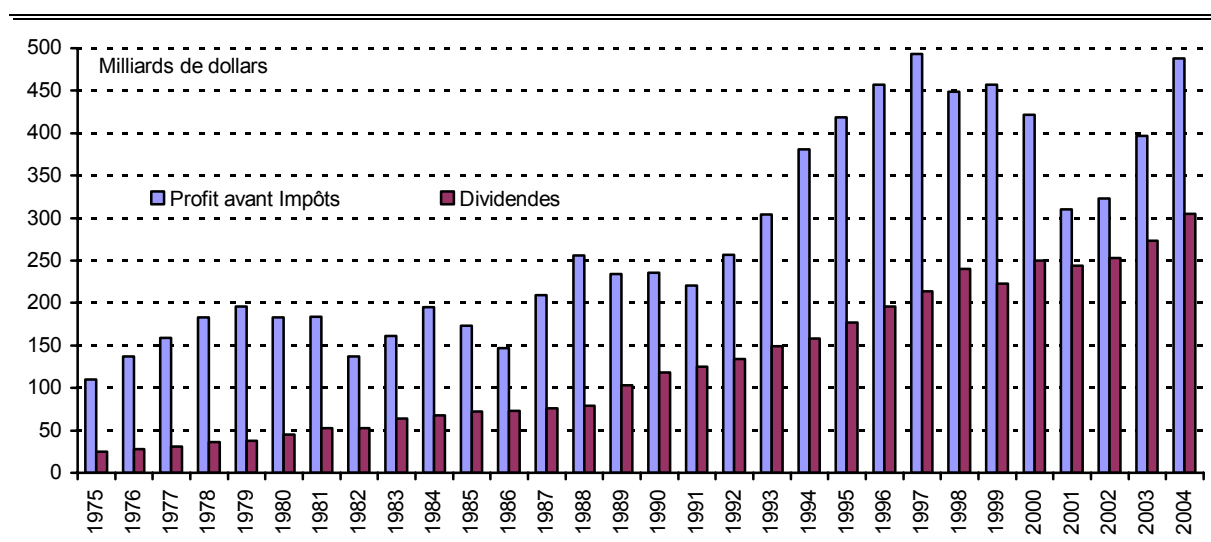
- d'autre part, ce type de concurrence a un effet sur les exigences de rentabilité des fonds sur les titres qu'ils acquièrent, donc sur les entreprises qui les émettent. Il tend d'abord à raccourcir l'horizon temporel en privilégiant la rentabilité à court terme puisque les investisseurs institutionnels sont tentés de rendre des comptes de manière plus fréquente afin de permettre une comparaison plus facile de leur performance passée par rapport aux concurrents. Ce raccourcissement les incite alors à prendre plus de risques, notamment en

⁴⁷⁷ Aglietta et Rebérioux recensent trois grands types d'indices standards d'évaluation de la performance des investisseurs institutionnels : le ratio Sharpe, fondé sur un rapport du rendement à la volatilité du portefeuille ; l'indice de Treynor, fondé sur le rapport du rendement au risque du portefeuille ; l'alpha de Jensen, fondé sur la comparaison entre le rendement moyen du fonds et celui d'un hypothétique portefeuille selon la méthode du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF). Michel Aglietta, Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2004.

⁴⁷⁸ Il faut noter toutefois une diversité importante des comportements. En particulier, les fonds qui obéissent à des obligations de moyens (à savoir les fonds de pensions à cotisation définie et les *mutual funds*) combinée à une gestion déléguée à d'autres investisseurs institutionnels (comme les fonds *Fidelity* ou *Templeton*) sont aussi ceux qui ont la gestion la plus dynamique, matérialisée par une rotation des portefeuilles plus élevée. Voir : Daniel Baudru, Stéphanie Lavigne, François Morin, « Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains », *Revue d'économie financière*, 61, 1-2001, 2001, pp. 121-134.

recherchant une plus forte rentabilité à court terme. Ensuite, il favorise des exigences de rentabilité financière des titres plus élevée que le marché, ce que sacralise la méthode EVA⁴⁷⁹ (*Economic Value Added*). Cela oblige alors les entreprises à avoir une rentabilité des fonds propres très élevée, la convention se fixant généralement à 15% de retour sur actif⁴⁸⁰ et, dans le même temps, à augmenter toujours plus la part de leurs profits reversés sous forme de dividende, comme le montre le graphique 4.1.

Graphique 4.1 : Une part de plus en plus forte de dividendes aux États-Unis



Sources : BGFRS, « Flow of Funds Accounts of the United States », *Federal Reserve Statistical Release*, Z.1, Table F.102, Diverses années.
Disponible sur : <<http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/>>.

Ce système ne peut dès lors fonctionner convenablement que si les cours boursiers sont en hausse permanente, ce qui génère *de facto* une tendance au développement de bulles spéculatives sur les marchés d'actifs. Plus encore que cette tendance, ce type de mécanisme engendre un biais en défaveur des salariés et du travail en général, celui-ci devenant

⁴⁷⁹ Sur les détails de cette méthode d'évaluation des actifs financiers, voir l'annexe 4, page 380. Ce type de convention d'évaluation semble même indépendant du statut du détenteur du capital. Par exemple, les syndicats, aux États-Unis, ont le même type d'exigence financière que les autres. Voir : Catherine Sauviat, Jean-Marie Pernot, « Fonds de pensions et épargne salariale aux États-Unis : les limites du pouvoir syndical », *L'Année de la régulation*, 4, 2000, pp. 90-113.

⁴⁸⁰ Voir sur ce point : Dominique Plihon (Dir.), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du Commissariat Général au Plan, Paris, La Documentation française, 2002. La diffusion de cette convention d'évaluation particulièrement favorable aux actionnaires minoritaires a été étudiée par Lavigne pour le cas du marché américain. Voir : Stéphanie Lavigne, *Op. cit.*, 2002.

inévitavelmente la variable d'ajustement⁴⁸¹, et génère des stratégies d'entreprises favorisant toujours plus la montée des cours boursiers (recentrage et externalisation, croissance externe⁴⁸², politiques de rachat d'actions, etc...) au détriment de l'investissement productif. Cette volonté de hausse des cours est même renforcée par la possibilité de rachat de l'entreprise par un concurrent en cas d'offre publique d'achat (OPA) hostile ainsi que par l'opportunité réciproque d'acquérir sans sortie de *cash flow* un concurrent par l'intermédiaire d'une offre publique d'échange.

Mais, parallèlement, ce système génère une dépendance double et accrue envers l'endettement, principalement bancaire. Premièrement, il détourne les marchés financiers de leur fonction d'origine, à savoir le financement de l'activité économique⁴⁸³. Ainsi, les émissions nettes d'actions sont négatives aux États-Unis depuis les années quatre-vingt-dix⁴⁸⁴. D'autre part, il incite les entreprises à augmenter leur levier d'endettement afin de répondre à l'exigence de rentabilité financière alors que la rentabilité économique demeure limitée par la croissance économique. Autrement dit, ce système accélère de manière endogène la tendance déjà importante à la dégradation de la situation financière des entreprises puisqu'il les incite à augmenter leurs ratios d'endettement et les détourne de l'investissement productif.

En conséquence, malgré l'intention louable de protéger le futur retraité, la gestion collective de l'épargne fait prendre plus de risques aux gestionnaires de fonds, aux entreprises et aux banques alors que, dans le même temps, elle amplifie potentiellement le cycle financier et favorise la formation de bulles spéculatives.

⁴⁸¹ Voir entre autres sur ce point : Dominique Plihon, « L'économie de fonds propres : un nouveau régime d'accumulation financière », in : François Chesnais, *Les pièges de la finance mondiale*, Paris, La Découverte et Syros, 2000, pp. 17-37.

⁴⁸² Voir sur ce point : Med Kechdi, « Croissance externe et investisseurs institutionnels internationaux », *Sciences de la société*, 54, octobre 2001.

⁴⁸³ Marjorie Kelly, « The Incredibly Unproductive Shareholder », *Harvard Business Review*, **80**, 1, January 2002, pp. 18-20. Pour le cas de l'Europe, voir : Martine Orange, « Quand la bourse ne finance plus les entreprises », *Le Monde*, 1^{er} février 2005.

⁴⁸⁴ Pour le cas des États-Unis, les statistiques sont sans équivoque, avec un record de baisse de près de 210 milliards de dollars en 2004, suivant une tendance cyclique, mais croissante, depuis 1994. Voir : BGFRS, « Flow of Funds Accounts of the United States », *Federal Reserve Statistical Release*, Z.1, Table F.102, ligne 37, divers années. Disponible sur : <<http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/>>.

Mais cette gestion collective de l'épargne des ménages, conjuguée à la financiarisation des normes et à l'imagination des comptables, génère encore un autre type de problème : celui de la minimisation des risques perçus par les investisseurs. Autrement dit, la baisse des marges de sécurité et la tendance à la hausse des prises de risques avancent masquées, générant inévitablement des retournements encore plus brutaux.

C - Financiarisation des normes et « créativité » comptable: le problème de la mesure des risques perçus

L'information sur un titre est intersubjective puisqu'elle résulte d'une convention d'évaluation. Avec la financiarisation de l'économie des États-Unis, cette caractéristique inhérente au fonctionnement normal d'un marché financier s'est renforcée *de facto* mais aussi *de jure*. En particulier, l'instrument de mesure permettant de rendre compte de l'activité économique des entreprises et du profit réalisé, à savoir la comptabilité privée, s'est lui-même profondément transformée à partir des années soixante-dix, à tel point qu'il devient de plus en plus difficile de mesurer, y compris pour un analyste financier, la valeur réellement créée par et au sein de l'entreprise, et donc par ricochet d'anticiper correctement l'évolution des titres qu'elle émet (en terme de rentabilité mais surtout de risque)⁴⁸⁵.

Cette évolution traduit la victoire des créanciers de l'entreprise, plus particulièrement des actionnaires minoritaires, dont l'intérêt est de connaître précisément la valeur de revente, c'est-à-dire de liquidation, des titres qu'ils acquièrent. Autrement dit, la comptabilité n'a alors plus qu'un seul objectif : protéger et informer les actionnaires. Cette victoire, constitutive de la financiarisation de l'économie, a alors eu deux effets majeurs qui montrent le caractère illusoire de la volonté de protection et d'information. D'abord, elle a provoqué une introduction des anticipations sur l'activité future au sein même de la comptabilité. Ensuite, elle a permis aux dirigeants de transformer les comptes de manière à minimiser l'actif des entreprises et parfois de masquer les pertes potentielles.

⁴⁸⁵ Le point que nous abordons ici s'inspire en grande partie du chapitre 5 de l'ouvrage de Aglietta et Rebérioux. Michel Aglietta, Antoine Rebérioux, *Op. cit.*, chapitre 5, « Les enjeux de la comptabilité », pp. 151-185. Voir aussi : Jacques Mistral, Christian De Boissieu, Jean-Hervé Lorenzi, *Les normes comptables et le monde post-Enron*, Rapport du CAE, n°42, Paris, La Documentation française, 2003.

1 - L'introduction d'anticipations dans la comptabilité privée ou comment réintroduire le cycle financier dans l'évaluation des actifs et du résultat

L'introduction des anticipations sur les prix d'actifs au sein même de la comptabilité privée aux États-Unis est le fruit d'une double bataille : une bataille idéologique d'une part, concernant la généralisation de l'application du concept de « juste valeur » dans la reddition des comptes, concomitante à une bataille institutionnelle d'autre part, concernant la responsabilité, la production et l'application des normes comptables pour les entreprises cotées.

La bataille idéologique concerne la représentation que l'on peut se faire de l'entreprise, laquelle détermine la manière dont on doit évaluer actifs et passifs dans le bilan. Elle s'exerce depuis des siècles entre les tenants d'une approche dynamique⁴⁸⁶ et ceux d'une approche statique⁴⁸⁷ de la comptabilité, mais a pris une tournure particulière dans les années soixante-dix avec l'introduction du concept de « juste valeur », forme altérée de l'approche statique.

Jusqu'alors, aux États-Unis, mais aussi en Grande Bretagne ou en France, l'approche dynamique était privilégiée, malgré quelques aménagements, notamment en ce qui concerne la prise en compte des moins-values ou des dépréciations d'actifs par le biais de provisions par exemple. Le principe de base de l'ensemble des normes comptables, y compris dans les pays où l'approche statique était plutôt de mise (comme l'Allemagne), était celui de la prudence, en ce sens que les plus-values potentielles n'étaient jamais comptabilisées au bilan des entreprises⁴⁸⁸.

⁴⁸⁶ On regroupe sous ce vocable l'ensemble des écrits considérant que la comptabilité doit tenir compte du fait que l'entreprise est une entité partiellement autonome dont l'élément essentiel est la coordination interne qu'elle instaure entre les producteurs. Autrement dit, n'aura de valeur que ce qui est réellement utilisé et transformé par cette action collective et donc que ce qui sera « activé » par celle-ci. Dès lors, l'évaluation de la valeur ne peut tenir compte que du coût historique et ne peut pas varier en fonction d'éléments extérieurs à l'entreprise.

⁴⁸⁷ Pour les tenants de l'approche statique, l'entreprise n'est ni plus ni moins qu'un instrument qui sert à valoriser le patrimoine de ses créanciers. Elle n'est pas une entité particulière partiellement autonome et ses actifs ne sont évaluable qu'en tant qu'éléments susceptibles d'être liquidés à n'importe quel moment, permettant ainsi le remboursement de ses dettes. En conséquence, la valeur d'un actif ne peut être que sa valeur de marché au moment même de sa liquidation ou, plus souvent, au moment de l'inventaire. À chaque inventaire, doivent donc être intégrés dans la comptabilité une évaluation des dépréciations ou des gains potentiels, de même que ne peuvent pas faire partie de l'actif du bilan certaines dépenses non liquidables (publicité, etc.), ce qui influence le résultat de l'entreprise sans que son activité productive ne soit en cause.

⁴⁸⁸ Une raison moins avouable est aussi que la prise en compte des plus values potentielles peut faire augmenter artificiellement le résultat et donc le dividende à distribuer aux actionnaires ainsi que l'impôt sur les sociétés.

Or, l'introduction dans les normes du concept de « juste valeur », sous prétexte de neutralité de la comptabilité, a précisément eu pour but de faire coïncider valeur comptable et valeur de marché des actifs des entreprises afin de mieux informer et donc mieux protéger les détenteurs du capital social. Elle constitue ce que Aglietta et Rebérioux appellent une « *orientation financière de la comptabilité* » puisque cette méthode est censée permettre aux actionnaires de connaître avec précision l'état de leur patrimoine tel qu'il serait s'il était revendu sur le marché à n'importe quel moment.

Cette bataille idéologique s'est aussi accompagnée d'une bataille institutionnelle entre les représentants des experts comptables et la SEC, qui s'est matérialisée dès 1973 dans l'incorporation progressive des préceptes de la juste valeur dans les normes⁴⁸⁹. En effet, avant cette date, la normalisation comptable était du ressort des experts et des auditeurs par le biais de l'AICPA (*American Institute of Certified Public Accountants*). Mais les tenants de la juste valeur ont souligné les risques de conflit d'intérêt ou de collusion et ont obtenu que la SEC, c'est-à-dire l'émanation des intérêts boursiers, prenne en charge la normalisation comptable par l'intermédiaire d'une nouvelle organisation : le FASB (*Financial Accounting Standards Board*). Ce dernier s'attache dès le début de son existence à l'élaboration d'un ensemble de normes génériques sur lesquelles doivent s'appuyer l'ensemble des normes comptables par la suite⁴⁹⁰.

Dès lors, le principe de prudence, à la base de l'ensemble des conventions comptables jusqu'alors, fut progressivement abandonné, y compris au niveau international⁴⁹¹. Les plus- et moins-values potentielles doivent désormais être intégrées dans le calcul de la valeur des

⁴⁸⁹ En anglais, les *Generally Accepted Accounting Principles*, ou encore US GAAP.

⁴⁹⁰ Ce cadre dit « conceptuel » s'intitule *Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) et a été introduit pour la première fois en 1978. Le dernier en date est le septième et a été produit en février 2000.

⁴⁹¹ On remarque en effet qu'à cette même date, 1973, fut créé l'IASC (*International Accounting Standard Committee*). Cette société de droit privé, qui regroupait l'ensemble des professionnels mondiaux de la comptabilité, avait pour but de faciliter l'harmonisation internationale des normes comptables et a produit les normes dites IAS (*International Accounting Standards*). Elle s'est dotée en 1989 d'un cadre conceptuel comme aux États-Unis. Voulant elle aussi prendre de l'indépendance par rapport à la profession des experts comptables, cette instance se scinde en deux en 2001, avec d'un côté l'IASB (*International Accounting Standard Board*) siégeant à Londres et produisant les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*) et, de l'autre, la fondation de l'IASC, qui finance l'IASB et qui est une fondation de droit privé du Delaware, dont le président n'est autre que Paul Volcker, ancien gouverneur de la Réserve Fédérale. Cette normalisation internationale s'est aussi produite par le bas, dans la mesure où un nombre de plus en plus important d'entreprises non américaines sont venues se faire coter dans des bourses de valeurs aux États-Unis.

actifs, si besoin au moyen d'une évaluation par la valeur actuarielle (c'est-à-dire la somme des flux de revenus espérés actualisés), de sorte que sont acceptées des méthodes de calcul de l'actif ou du passif à partir des marchés lorsque ceux-ci sont suffisamment liquides (*marked to market*) ou à partir de modèles économiques (*marked to model*)⁴⁹² lorsque les marchés concernés le sont trop peu⁴⁹³. Ainsi, comme le résumant Aglietta et Rebérioux, « *la volatilité introduite dans les bilans avec la réévaluation régulière des actifs et des passifs en fonction d'une valeur de marché ou d'une estimation instantanée de cette valeur de marché entre en contradiction avec le temps long de l'exploitation. Cette contradiction est d'autant plus violente que les marchés financiers sont, en l'absence de réformes profondes, foncièrement instables [...]* »⁴⁹⁴.

Autrement dit, cette méthode introduit l'ensemble des difficultés d'évaluation de la valeur des actifs au cœur même du mécanisme de comptabilité, ce qui rend les évaluations procycliques⁴⁹⁵ d'une part, et engendre une incertitude fondamentale sur le degré de confiance que l'on peut accorder aux résultats obtenus d'autre part, au moment même où la liquidité des bilans se réduit et où les entreprises sont tentées de prendre plus de risques afin de satisfaire des exigences de rentabilité accrues. Le problème de la pertinence des résultats obtenus est donc posé, d'autant que les dirigeants des entreprises américaines utilisent tous les moyens pour « embellir » les comptes des entreprises qu'ils dirigent, au moyen d'instruments

⁴⁹² Pour le cas des États-Unis, la norme SFAS 133 autorise l'usage de ces deux méthodes. Au niveau international, voir la norme IFRS 39 pour les instruments financiers et les normes IFRS 16 et IFRS 38 pour les immobilisations.

⁴⁹³ La validation de cette technique est alors une manière très subtile d'introduire la théorie dominante dans le système de croyance des acteurs, ce qui génère un effet euphorisant lors des phases de croissance et fonde toute la thématique de la « crédibilité » des actions entreprises par les firmes mais aussi par les États, puisque n'est crédible que ce que prévoit la théorie. Voir les remarques très intéressantes sur ce point par Arestis et Glickman : Philip Arestis, Murray Glickman, « Financial Crisis in Southeast Asia : Dispelling Illusion the Minskyan Way », *Cambridge Journal of Economics*, **26**, 2, March 2002, p. 245.

⁴⁹⁴ Michel Aglietta, Antoine Rebérioux, *Op. cit.*, p. 171. Sur les limites du *marked to model*, voir : Jón Danielsson, « The Emperor Has No Clothes: Limits to Risk Modelling », *Journal of Banking & Finance*, **26**, 7, July 2002, pp. 1273-1296.

⁴⁹⁵ On peut noter par exemple que les profits des entreprises ont été systématiquement surévaluées entre 1997 et 2000. Le BAE a ainsi réévalué à la baisse de manière successive et en plusieurs étapes ces profits à partir de 2000. Cette réévaluation a parfois été très importante, comme par exemple pour les profits de l'année 2000, qui sont évalués à près de 650 milliards de dollars en juillet 2001 et à environ 535 milliards en novembre 2002. Voir : Michael J. Brennan, « How Did It Happen ? », *Economic Notes*, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, **33**, 1, 2004, Figure 2, p. 11.

comptables légaux mais là encore extrêmement dommageables pour la crédibilité des comptes publiés.

2- La comptabilité « créative » : une possibilité légale d'épurer et de transformer les comptes en masquant les pertes potentielles

La financiarisation des normes comptables n'a pas eu qu'un impact sur la manière de rendre compte du résultat et des actifs des entreprises. Elle a aussi influencé le comportement des dirigeants, en particulier en favorisant une course à la comptabilisation hors bilan de certains actifs, dans la mesure où des artifices légaux leur permettent de présenter des comptes en apparence moins risqués et plus profitables, ce qui est une réponse facile et factice à l'exigence de rentabilité financière supérieure. Ce type de comportement consistant à maquiller les comptes à l'aide d'artifices comptables légaux détournés de leur fonction originelle est couramment appelé comptabilité « créative ».

Il a provoqué une série de scandales financiers retentissants, comme les faillites d'Enron ou de Worldcom l'illustrent. Mais l'essentiel ici n'est ni de montrer que ce comportement est immoral, voire parfois illégal, ni de montrer comment il revient à neutraliser la prise de pouvoir des actionnaires de la part des dirigeants des grandes entreprises cotées, mais de voir que ce comportement implique une hausse intrinsèque de l'instabilité financière.

En particulier, les dirigeants des grandes firmes ont généralisé l'utilisation de procédure comptables légales qui permettent de transférer une partie des actifs à d'autres entités juridiquement autonomes et qui les autorisent donc à déconsolider ces actifs de leur bilan. Deux procédures ont été particulièrement utilisées : celle des « *equity affiliate* » et celle des « *special purpose vehicles* ». La première permet à une entreprise de déconsolider une dette si elle transmet celle-ci à une filiale dont elle détient moins de 50% du capital social. Cela lui permet de garder le contrôle sans pour autant être responsable d'une partie de ses dettes. La seconde, très utilisée par Enron⁴⁹⁶, est la création d'une entité légale par une firme (généralement intitulée le sponsor) par transfert d'actifs. Hormis la transaction originelle dont elle est issue, cette entité n'a pas de but. Elle ne peut prendre aucune décision de manière

⁴⁹⁶ Il a été recensé près de 3000 de ces SPE dans le cas Enron, dont plus de 700 aux Iles Caïman, ce qui augure des liens plus que fusionnels entre les centres *off shore* et le capitalisme américain. Il n'est pas étonnant alors que la question du blanchiment de l'argent du crime dans ces centres soit extrêmement délicate à régler.

autonome et, fait plus troublant, aucune activité économique ne s'y entreprend, de même qu'elle n'a aucune localisation physique⁴⁹⁷.

L'important, ici, est que ce type de procédure a deux implications majeures concernant l'instabilité financière. D'abord, l'information financière est manipulée légalement, ce qui revient à dire qu'un créancier, quel qu'il soit, n'est plus en mesure de savoir avec exactitude si son débiteur est en situation de finance *Hedge*, spéculative ou *Ponzi*. Deuxièmement, ce type de procédure autorise toutes les prises de risque puisqu'il est possible de masquer les investissements risqués par le truchement de la règle comptable. Couplée à la doctrine de la juste valeur, cette procédure permet alors de ne rendre compte que des plus-values potentielles en masquant ou en évacuant éventuellement les moins-values ou les investissements risqués, tout en permettant au passage aux dirigeants les moins scrupuleux de s'enrichir au détriment de leurs actionnaires et, pire encore, de celui des salariés des entreprises qu'ils dirigent. On comprend dès lors pourquoi la crise financière du début des années 2000 aux États-Unis s'est aussi matérialisée par une crise de confiance généralisée envers les dirigeants et ceux qui sont censés les surveiller et que la mode en matière de management ait été et soit encore celle de l'« éthique » des affaires.

*
* *

La fragilisation financière des États-Unis ne fait alors plus guère de doute. La libéralisation financière et la financiarisation en général ont amplifié la tendance rationnelle et endogène à la fragilisation, par le biais des innovations financières, de la gestion collective de l'épargne et de la transformation de la comptabilité privée. Cette amplification a alors généré un cycle financier exceptionnel à partir des années quatre-vingt-dix, caractérisé par une longue phase de croissance puis une grave crise financière au début des années 2000, aux effets déflationnistes importants. Toutefois, cette dynamique de libéralisation financière a encore eu plus d'impact à la périphérie du système. Elle y a amplifié les problèmes de fragilisation financière en raison de l'introduction d'une variable supplémentaire dans le comportement des agents: le taux de change.

⁴⁹⁷ Voir pour plus de détails: Gary Gorton, Nicholas S. Souleles, « Special Purpose Vehicles and Securitization », Wharton Financial Institution Center, *Working Paper*, 05-03, April 2005.

Section 3 – Une amplification des problèmes financiers à la périphérie

La multiplication des crises financières à la périphérie du système financier international a engendré des interrogations profondes sur leurs sources. En particulier, dès la crise asiatique, en réponse à la faible capacité heuristique des explications jusqu'alors disponibles⁴⁹⁸, une troisième génération de modélisations des crises de change a vu le jour.

Ces modèles de troisième génération⁴⁹⁹ ont ceci de particulier qu'ils donnent une très large part aux phénomènes d'instabilité bancaire et financière dans l'explication des crises de change. Ils n'insistent pourtant pas tous sur les mêmes facteurs de déclenchement des crises. Ce faisant, ils demeurent très hétéroclites tant les mécanismes de fragilisation bancaire ou financière sont nombreux⁵⁰⁰.

Ces modèles permettent de rendre compte de la genèse actuelle des crises de nature systémique, notamment en montrant que la crise de change n'est qu'une facette d'une crise plus globale mettant en cause l'ensemble du système bancaire et financier. Plus exactement, *« la crise de change et la dépréciation qui en est l'aboutissement s'apparentent à un effet collatéral [...] au sein d'une crise financière plus étendue, tout en jouant un rôle important dans l'amplification du choc et son extension à l'ensemble de l'économie, via les réactions de politique économique et les effets de contagion, mécaniques ou psychologiques »*⁵⁰¹. Mais ces

⁴⁹⁸ Cette réaction fait d'ailleurs écho à certains articles dont l'objet était précisément de pointer le retard systématique des modélisations par rapport au type de crise qui survenait, à tel point que l'on considérait que les modèles étaient toujours en retard d'une crise. Voir sur ce point : André Cartapanis, « Trois générations de modèles de crises de change », in : Robert Boyer, Mario Dehove, Dominique Plihon, *Op. cit.*, 2004, Complément B, pp. 271-291.

⁴⁹⁹ L'un des premiers *surveys* consacré aux crises de troisième génération est celui de Pesenti et Tille : Paolo Pesenti, Cédric Tille, « The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction », *Economic Policy Review*, FRBNY, 6, 3, September 2000, pp. 3-16.

⁵⁰⁰ Cartapanis recense ainsi quatre grands types de modèles de crises de troisième génération. Ceux qui insistent sur l'endettement externe excessif en situation d'aléa moral ; ceux qui approfondissent le modèle du *run* bancaire avec des créanciers internationaux à la place de déposants nationaux ; ceux qui insistent sur la dégradation des bilans des banques ou des entreprises, en particulier du fait de la différence des échéances entre les créances et les engagements ; enfin, ceux qui combinent bulles financières et insolvabilité. André Cartapanis, « Le déclenchement des crises de change : qu'avons-nous appris depuis dix ans ? », *Économie Internationale*, 97, 2004, pp. 5-48.

⁵⁰¹ *Ibid.*, p. 23.

modèles rendent compte de la genèse de ce type de crise sans pouvoir sortir de l'idée que les imperfections des marchés, qu'ils décrivent et sur lesquelles ils sont fondés, sont perfectibles.

Ce type d'approche par l'imperfection des marchés est fortement contesté par les tenants de l'approche à la Minsky, comme Brossard, notamment en raison de la difficulté de sortir d'une vision purement exogène des facteurs favorisant la fragilisation puis la crise financières. La genèse des crises financières, au centre comme à la périphérie, n'est pas, selon cette approche, uniquement d'origine exogène et dépendante d'imperfections qu'il faudrait corriger. Elle dépend bien plus de la dynamique même du fonctionnement normal des économies monétaires capitalistes où le crédit est une condition nécessaire à l'existence du profit. Dans le cas de la périphérie du système, plusieurs éléments complémentaires, qui découlent de la mise en place d'un ordre financier international repolarisé sur les États-Unis, agissent conjointement et génèrent cet accroissement de la fragilisation financière⁵⁰² : la nécessité de s'endetter en devise étrangère, la volatilité structurelle du taux de change du dollar et la libéralisation et l'ouverture financières.

A – La question de l'endettement dans une devise étrangère

Les agents des pays à la périphérie du système monétaire et financier international ont un problème particulier lié à la modalité de financement de leurs activités économiques. Il leur est en effet difficile, pour la plupart, de s'endetter à long terme sur le marché domestique et/ou à l'étranger dans la monnaie de leur pays. Ainsi, les agents, c'est-à-dire les firmes, les banques, voire les États, n'ont pas d'autre solution que de s'endetter à long terme dans une devise étrangère, notamment en dollar⁵⁰³.

⁵⁰² Voir sur ce point : Philip Arestis, « Recent Banking and Financial Crises: Minsky versus the Financial Liberalizationists », in: Riccardo Bellofiore, Piero Ferri (Eds), *Financial Keynesianism and Market Instability*, vol. 1, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar, 2001, pp. 159-178.

⁵⁰³ Voir: Ricardo Hausmann, Ugo Panizza, « On the Determinants of Original Sin: an Empirical Investigation », *Journal of International Money and Finance*, **22**, 7, December 2003, pp. 957-990. Pour plus de précisions sur le rôle clé du dollar au sein du système monétaire et financier international, voir notre chapitre 3, *supra*.

Plusieurs explications de ce phénomène coexistent. Hausmann et Panizza considèrent néanmoins que, de tous les facteurs explicatifs avancés⁵⁰⁴, la taille relative plus faible de l'économie est corrélée plus fortement avec ce phénomène⁵⁰⁵, ce qui explique en partie sa persistance dans le temps.

Cette situation, que d'aucuns appellent, nous semble-t-il abusivement, le « péché originel »⁵⁰⁶, a une conséquence importante. Les projets économiques, notamment les investissements des entreprises, sont victimes d'une dissonance en terme de devise ou de maturité des emprunts. En particulier, soit ils génèrent des revenus pour la plupart en monnaie nationale alors que les emprunts sont en devise, soit ils sont rentables à long terme alors qu'ils sont financés à court terme. Les agents économiques, y compris les États, sont ainsi incapables de couvrir les risques qu'ils prennent pour toutes les périodes, ce qui est une source potentielle supplémentaire de fragilité financière, puisque cela met d'emblée chaque agent économique en situation de finance spéculative, et même, selon certains, « super-spéculative »⁵⁰⁷. Le taux de change devient ainsi une source potentielle supplémentaire de fragilisation financière et ce, indépendamment de l'évolution du cycle financier national⁵⁰⁸.

La politique monétaire des pays dans cette situation est alors extrêmement délicate. Si les autorités monétaires défendent trop ardemment le taux de change de la monnaie nationale en augmentant le taux d'intérêt ou en limitant l'exposition des banques de second rang, ces dernières risquent de limiter drastiquement l'encours de leurs prêts aux autres agents nationaux, engendrant alors un gel du crédit, alors que les agents endettés verront le coût de

⁵⁰⁴ Notamment le niveau de développement, la crédibilité des institutions monétaires, la solvabilité fiscale, les imperfections du marché du crédit, le choix du régime de change, l'ardeur du gouvernement à rembourser sa dette ou encore la taille relative du pays.

⁵⁰⁵ Ricardo Hausmann, Ugo Panizza, *loc. cit.*

⁵⁰⁶ Barry Eichengreen, Ricardo Hausman, « Exchange Rates and Financial Fragility », NBER, *Working Paper*, 7418, November 1999. Disponible à l'adresse: <<http://www.nber.org/papers/w7418>>. Ce vocable pose problème dans la mesure où il évacue la question de la dépendance involontaire des pays périphériques par rapport au dollar. Le phénomène pourrait être un péché si et seulement si les pays concernés avaient une alternative réelle à l'obligation de recourir à une devise étrangère.

⁵⁰⁷ Philip Arestis, Murray Glickman, *loc. cit.*, 2002, pp. 237-260.

⁵⁰⁸ Sur les implications de la prise en compte des flux de capitaux dans une analyse à la Minsky en économie ouverte, voir : Gary A. Dymski, « Asset Bubbles and Minsky Crises in East Asia : a Spatialized Minsky Approach », University of California, Riverside, April 1999. Disponible à l'adresse : <http://www.economics.ucr.edu/people/dymski/levy_paper.pdf>.

leur refinancement et de leur remboursement augmenter fortement, générant la possibilité de crises financières autoréalisatrices.

Ce phénomène s'est produit en Asie de l'Est lorsque, sous l'impulsion du FMI et du Département du Trésor des États-Unis, les Banques Centrales des pays les plus touchés par la crise ont été fortement incitées à augmenter de manière drastique les taux d'intérêt (de 25 % pour le cas de la Corée du Sud). Stiglitz, dans sa critique cinglante des positions doctrinales et des recommandations du FMI, résume d'ailleurs le mieux la situation qui a prévalu : « *Au cœur de l'analyse de la situation macroéconomique, il aurait dû y avoir une analyse de l'impact qu'une hausse des taux d'intérêt allait avoir sur les risques de non remboursement, et des sommes que pourraient récupérer les créanciers dans ce cas. Beaucoup de firmes asiatiques étaient lourdement endettées, et elles avaient des ratios endettement/fonds propres impressionnants. [...] Lorsque les taux augmentent dans de telles proportions, une firme très endettée fait vite faillite. Si elle ne fait pas faillite, ses fonds propres sont rapidement épuisés puisqu'elle se voit obligée de payer des sommes énormes à ses créanciers* »⁵⁰⁹.

Mais si, à l'inverse, les autorités monétaires laissent le taux de change flotter librement, le coût dans la monnaie nationale des emprunts internationaux peut aussi très fortement augmenter, mettant aussi en péril le refinancement de l'ensemble des agents en situation de finance « super-spéculative » ou *Ponzi*.

Ce dilemme fonde alors la « peur du flottement »⁵¹⁰ de la plupart des autorités monétaires des pays à la périphérie du système, à tel point qu'elles n'hésitent pas à ancrer de nouveau leur monnaie au dollar après les crises, en achetant massivement des titres du Trésor américain⁵¹¹. Cette peur du flottement, que l'on retrouvait également dans les pays ayant la même situation durant la période de l'étalon or⁵¹², implique alors une volatilité plus forte du

⁵⁰⁹ Joseph E. Stiglitz, *La grande désillusion*, Paris, Fayard, traduit de l'anglais par Paul Chemla, 2002, pp.151-152.

⁵¹⁰ Guillermo A. Calvo, Carmen M. Reinhart, « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, **117**, 2, May 2002, pp. 379-408. Les auteurs rapportent, à partir d'une étude sur 155 pays et données mensuelles, que seules quelques monnaies sont réellement flottantes: le dollar, l'euro, le yen, et probablement la livre et le franc suisse.

⁵¹¹ Pour les éléments factuels, voir notre chapitre 3, *supra*.

⁵¹² Voir à ce propos : Michael D. Bordo, Marc Flandreau, « Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization », in: Michael D. Bordo, Alan M. Taylor, Jeffrey G. Williamson (Dir), *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, The University of Chicago Press, 2003, pp.417-468.

taux d'intérêt national qui gêne le développement d'un marché obligataire national, alors même que celui-ci serait la solution à ce problème.

B – La volatilité structurelle du taux de change du dollar⁵¹³

Les agents économiques des pays à la périphérie du système doivent principalement s'endetter dans une devise-clé, notamment le dollar. Or le dollar est sujet à une forte volatilité⁵¹⁴. Les données empiriques montrent en effet que la volatilité structurelle des taux de change entre les grandes monnaies et le dollar ne cesse d'augmenter depuis la fin des années quatre-vingt.

Cette caractéristique des taux de change entre les grandes monnaies et le dollar s'explique par la financiarisation de plus en plus forte des taux de change, c'est-à-dire par l'augmentation de l'impact d'acteurs de la finance ou de variables financières dans l'évolution du taux de change des principales devises. Stepczynski note par exemple que la volatilité du taux de change bilatéral entre l'euro et le dollar dépend de manière forte des écarts de rendement entre les principales places boursières des deux zones⁵¹⁵. Dans la même veine, Lane et Milesi-Ferretti constatent que l'impact des gains en capital (le canal de la valorisation) a de plus en plus d'importance dans la détermination du taux de change du dollar, au détriment de celui des flux commerciaux⁵¹⁶. D'autres auteurs, en revanche, insistent beaucoup plus sur l'impact des différentiels de taux d'intérêt, notamment pour l'établissement du taux de change bilatéral entre le yen et le dollar⁵¹⁷. D'autres, enfin, insistent sur l'impact

⁵¹³ Jean-Pierre Berdot, Gérard Kébabdjian, Jacques Léonard, « La dynamique du système monétaire et financier international », *Revue française d'économie*, **XIV**, 4, automne 1999, pp. 87-120. Les auteurs distinguent clairement la volatilité dite « bilatérale » et la volatilité dite « structurelle ». La première se mesure comme la variation du taux de change bilatéral par rapport à sa moyenne durant la période de référence. Cet indicateur est certes plus élevé à l'heure actuelle que durant le régime de Bretton Woods, mais il demeure stationnaire. La seconde mesure la même variation, mais cette fois-ci par rapport à l'ensemble des grandes monnaies du système monétaire international. Les calculs montrent alors une forte croissance de ce type de volatilité depuis les années quatre-vingt.

⁵¹⁴ Stephen Schulmeister, « Globalization Without Global Money: the Double Role of the Dollar as National Currency and International Currency », *Journal of Post Keynesian Economics*, **22**, 3, spring 2000, pp. 365-395.

⁵¹⁵ Marian Stepczynski, *Dollar*, Paris, Favre, 2003, pp. 145-147.

⁵¹⁶ Philip R. Lane, Gian Maria Milesi-Ferretti, « Financial Globalization and Exchange Rates », *IMF Working Paper*, 05/3, January 2005.

⁵¹⁷ Jin-Gil Jeong, « What Drives Exchange Rates? : The Case of the Yen/Dollar Rate », *Multinational Business Review*, **8**, 2, Fall 2000, pp. 31-36.

particulier des interventions des Banques Centrales des pays du centre du système qui, dans l'application de leur politique de change, interviennent de plus en plus massivement sur les marchés monétaires⁵¹⁸.

Le taux d'intérêt et le taux de change sont alors en même temps susceptibles de subir des grandes variations dans les pays à la périphérie du système monétaire et financier international. Ainsi, les deux risques liés au refinancement des agents en économie ouverte (risque de taux et risque de change) sont exacerbés et dépendent de variables extérieures au pays concerné. Il s'en suit dès lors que le refinancement des opérations économiques, pour les agents en situation spéculative ou *Ponzi*, va dépendre fortement de ces variables externes.

C – Les effets de l'ouverture et de la libéralisation financières

Un troisième élément s'ajoute aux deux phénomènes que nous venons d'aborder : la libéralisation et l'ouverture financières des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, consécutives à la politique financière extérieure des États-Unis et à la diffusion de la logique néolibérale⁵¹⁹. De nombreuses études empiriques montrent en effet que la libéralisation financière a eu un impact négatif important sur la fragilisation des systèmes financiers nationaux dans les pays en développement, plus particulièrement dans les pays émergents⁵²⁰. Cette libéralisation a engendré des problèmes particuliers principalement de nature exogène,

⁵¹⁸ Le cas des interventions de la Banque du Japon est ainsi souvent montré en exemple. Frenkel, Pierdzioch et Stadtmann montrent que la Banque du Japon intervient massivement depuis 1991 dès lors que le taux de change bilatéral Yen/Dollar s'éloigne trop fortement de la cible implicite de 125 yens par dollar. Voir : Michael Frenkel, Christian Pierdzioch, Georg Stadtmann, « On the Determinants of "Small" and "Large" Foreign Exchange Market Interventions: The Case of the Japanese Interventions in the 1990s », *Review of Financial Economics*, **13**, 3, 2004, pp. 231-243. Ce phénomène a alors un impact déterminant sur la volatilité du taux de change bilatéral Yen/Dollar, surtout lorsque les interventions restent secrètes. Voir sur ce point : Michael Frenkel, Christian Pierdzioch, Georg Stadtmann, « The Effects of Japanese Foreign Exchange Market Interventions on the Yen/U.S. Dollar Exchange Rate Volatility », *International Review of Economics and Finance*, **14**, 1, 2005, pp. 27-39.

⁵¹⁹ Sur ce dernier point voir: Martin H. Wolfson, « Neoliberalism and International Financial Instability », *Review of Radical Political Economics*, **32**, 3, September 2000, pp. 369-378.

⁵²⁰ Voir: Ash Demirgüç-Kunt, Enrica Detragiache, « Financial Liberalization and Financial Fragility », *IMF Working Paper*, 98/83, June 1998 ; Christian E. Weller, « A Few Observations on Financial liberalization and Financial Instability », *Review of Radical Political Economics*, **31**, 3, 1999, pp. 66-77; Joshua Aizenman, « Financial Opening: Evidence and Policy Options », NBER, *Working Paper*, 8900, April 2002 ; Charles Wyplosz, « How Risky is Financial Liberalization in Developing Countries ? », *Comparative Economic Studies*, **19**, 2, Summer 2002, pp. 1-26; Konstantinos Kassimatis, « Financial Liberalization and Stock Market Volatility in Selected Developing Countries », *Applied Financial Economics*, **12**, 6, June 2002, pp. 389-394.

même si parallèlement le mécanisme normal de fragilisation financière endogène s'est amplifié⁵²¹ pour deux raisons principales.

D'une part, au niveau exogène, un nouveau risque est apparu : celui du retournement brutal des flux financiers provenant des pays du centre du système financier international. En effet, dans la mesure où chaque agent économique, emprunteur sur les marchés internationaux, peut vite passer d'une situation de finance *Hedge* à *Ponzi*, indépendamment de sa propre activité économique, les investisseurs internationaux peuvent très vite modifier leurs portefeuilles d'actifs, d'autant que l'accès à l'information est parfois difficile. Et dans le même temps, ces mêmes investisseurs internationaux peuvent avoir subitement besoin de recomposer leurs portefeuilles, sans rapport avec la situation financière réelle de l'entité dont ils détiennent le titre, ce qui nécessiterait alors un reflux massif de capitaux du pays périphérique vers le centre.

Ce phénomène est même renforcé par le fait que les capitaux à court terme venant des pays du centre ont une très forte propension à être de nature procyclique⁵²². Cette procyclicité s'explique principalement par le comportement des institutions de collecte d'épargne dans les pays du centre et notamment par le comportement des *mutual funds* américains⁵²³, même si, comme le font remarquer Roubini et Setser, il ne faut pas oublier aussi le rôle des grandes banques dans les financements à court terme, particulièrement des banques américaines⁵²⁴. Celui-ci découle pour sa part de plusieurs phénomènes, comme la procyclicité d'une information de nature conventionnelle, mais aussi l'utilisation de produits dérivés qui tendent

⁵²¹ Voir sur ce point l'exemple du processus de fragilisation financière en Thaïlande donnée par Schroeder : Susan K. Schroeder, « A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries », Center for Economic Policy Analysis, *Working Paper*, 2002-09, August 2002. Disponible à l'adresse : <<http://www.newschool.edu/cepa/publications/workingpapers/archive/cepa200209.pdf>>.

⁵²² Voir sur ce point : Graciela L. Kaminsky, « International Capital Flows: A Blessing or a Curse? », World Bank, June 2004. Disponible à l'adresse: <<http://www.un.org/docs/ecosoc/meetings/docs/2005/kaminsky.pdf>>.

⁵²³ Sur ce point voir : Graciela L. Kaminsky, Richard K. Lyons, Sergio L. Schmukler, « Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets », *Journal of International Economics*, **64**, 1, October 2004, pp. 113-134.

⁵²⁴ Nouriel Roubini, Brad Setser, *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2004, p. 11.

à faire baisser la perception des risques encourus⁵²⁵ ou encore la conditionnalité des prêts de certaines institutions financières internationales⁵²⁶.

D'autre part, cette procyclicité des flux de capitaux vers les pays émergents a aussi un impact sur le mécanisme endogène de fragilisation financière des agents économiques. En effet, ces flux financiers limitent la hausse des taux d'intérêts durant la phase croissante du cycle financier, amplifiant d'autant le mécanisme d'augmentation de l'endettement énoncé à la section précédente, ce qui explique pourquoi les crises financières dans ces pays impliquent particulièrement les banques, puisqu'elles ont alors tendance à octroyer des crédits de manière rationnelle durant la phase croissante du cycle financier alors qu'elles sont emprunteuses sur les marchés internationaux et subissent donc de plein fouet le retournement⁵²⁷.

On peut ainsi envisager l'instabilité financière périphérique comme étant la résultante de l'effet conjoint d'un phénomène externe, lié notamment à la nécessité d'emprunter sur les marchés internationaux dans une monnaie fortement volatile alors que dans le même temps les investisseurs internationaux ont des comportements procycliques, et d'un phénomène interne lié à l'amplification de la fragilisation endogène de la situation financière des agents économiques.

⁵²⁵ Randall Dodd, « The Role of Derivatives in the East Asian Financial Crisis », Center for Economic Policy Analysis, *Working Paper*, 20, November 2000. Disponible à l'adresse: <<http://www.newschool.edu/cepa/publications/workingpapers/archive/cepa0320.pdf>>.

⁵²⁶ Comme les prêts octroyés par ces institutions financières internationales sont conditionnés à des réformes, les investisseurs privés mais aussi les agences de notation sont incités à penser que le risque est plus faible. Voir : Jan A. Kregel, « Yes, "It" Did Happen Again. The Minsky Crisis in Asia », in: Riccardo Bellofiore, Piero Ferri (Eds), *Financial Keynesianism and Market Instability*, vol. 1, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar, 2001, pp. 194-212. On retrouve aussi ce type d'argument en terme de signal au niveau des prêts internationaux octroyés par les grandes banques, notamment lorsque l'information est difficile à obtenir. Voir alors: Lino Sau, « Banking, Information, and Financial Instability in Asia », *Journal of Post Keynesian Economics*, 25, 3, spring 2003, pp. 493-513.

⁵²⁷ Ce phénomène explique alors pourquoi les crises impliquant les banques à la périphérie ont souvent lieu à la suite de période de croissance plus forte qu'à l'accoutumée. Voir la section 1, *supra*.

Conclusion du chapitre 4

Ce chapitre avait pour objet de faire le point sur la littérature empirique et théorique concernant le retour de l'instabilité financière internationale. Il a montré que les crises financières actuelles étaient particulières, en ce sens qu'elles mettent en oeuvre des phénomènes de contagion extrêmement puissants, du fait de leur caractère systémique. Les crises financières actuelles, par la recomposition massive des portefeuilles des agents qu'elles provoquent, ont alors des effets dévastateurs au-delà des frontières, surtout lorsque les pays émergents sont concernés.

Ce chapitre a aussi montré la fécondité du recours aux analyses de Minsky pour comprendre la genèse et la diffusion de cette instabilité financière. Le comportement des acteurs américains est tel qu'il influence par de multiples canaux l'instabilité périphérique et entretient l'incertitude radicale qui caractérise les marchés d'actifs. Les analyses de Minsky sont alors des plus pertinentes pour comprendre ce phénomène d'endogénéisation de la fragilisation financière et des risques. Elles montrent en particulier que les crises et l'instabilité financières s'expliquent plus par la prise de risque des acteurs, notamment des firmes et des banques, que par la mauvaise qualité de l'information disponible. La financiarisation de l'économie américaine et la libéralisation financière ont ainsi exacerbé cette tendance normale à la fragilisation des bilans, par l'intermédiaire des innovations financières, de la centralisation de l'épargne des ménages et de la transformation de la comptabilité privée.

Néanmoins, l'instabilité financière n'est pas exactement de même nature au centre et à la périphérie, dans la mesure où cette dernière doit faire face à des problèmes supplémentaires liés à l'existence d'un taux de change, qui peut peser parfois de manière déterminante sur les possibilités de refinancement des agents. En particulier, la nécessité d'emprunter en devise à l'étranger, dans une monnaie à forte volatilité, alors que les économies se libéralisaient, a amplifié les comportements procycliques, menant alors aux crises que nous avons décrites.

Dès lors, les États et les institutions financières internationales ont réagi, en engageant dès la crise mexicaine de 1994 une réflexion sur une manière plus efficace de réguler le système financier international. Ce débat a débouché, à la fin des années quatre-vingt-dix, sur la double tentative de création d'une Nouvelle Architecture Financière Internationale et de rénovation des règles prudentielles. Se pose alors la question de savoir si l'on peut changer d'architecture sans changer d'architecte, c'est-à-dire sans sortir de l'ordre financier international actuel.

Chapitre 5 – L’ambivalence des réactions institutionnelles face à l’instabilité financière

Aujourd’hui, je voudrais aborder la crise financière en Asie; pourquoi les États-Unis doivent protéger leurs intérêts vitaux, au niveau économique ainsi qu’à celui de leur sécurité nationale, en aidant à la restauration de la stabilité financière et de la croissance économique dans cette région troublée; et pourquoi agir promptement et efficacement en la matière protège les intérêts économiques de chaque américain.

Robert Rubin, 21 janvier 1998

Mais la réponse à ces défis n’est pas le repli sur soi, ou le démantèlement de l’économie globale, qui a bénéficié à tant de personnes.

Robert Rubin, 14 avril 1998

L’analyse que nous avons développée dans le chapitre précédent est loin de faire l’unanimité dans les milieux académique et politique, notamment aux États-Unis. Bien au contraire, bien souvent, seule la question de l’information est privilégiée dans ces analyses, construites sur l’idée que les imperfections du marché peuvent être corrigées. Ce type de conception débouche alors sur une alternative qui peut poser problème pour les autorités chargées d’élaborer des réponses efficaces à l’instabilité financière. En effet, soit l’on se contente de politiques visant à limiter les conséquences de ces imperfections, soit l’on cherche à lutter contre ces imperfections elles-mêmes. Dans le premier cas, il est évident qu’on ne fait que repousser le problème sans vraiment le régler, au risque de l’amplifier. Dans le second, on justifie théoriquement le recours à - puis l’approfondissement de - la libéralisation financière, celle-ci devenant la solution ultime de ses propres maux.

De surcroît, le problème de l’instabilité financière contemporaine dépasse les frontières nationales et demande une coopération internationale accrue, alors que le poids des États-Unis est plus que jamais prépondérant. Ainsi, comme le dit Kindleberger, « *sans gouvernement mondial, sans Banque Centrale mondiale, et avec seulement une ébauche de juridiction internationale, la question de l’identité du Prêteur en Dernier Ressort devient cruciale* »⁵²⁸.

⁵²⁸ Charles P. Kindleberger, *Manias, Panic and Crashes*, London, MacMillan, 1989, p. 233.

Or, traditionnellement, la fonction de Prêteur en Dernier Ressort est encore très largement nationale et est alors assurée, au niveau international, par les Banques Centrales des pays du centre, notamment par la Réserve Fédérale⁵²⁹.

Qui plus est, ce besoin d'une coopération internationale accrue, découlant de la nécessité de parvenir à recréer au niveau international la fonction de Prêteur en Dernier Ressort, se pose dans un contexte où les acteurs privés de la finance ont désormais leur mot à dire dans l'élaboration des politiques nationales et internationales. Or, comme le fait remarquer Kroszner, si le secteur privé est demandeur de réformes au niveau national et international pour faire face à l'instabilité financière, c'est aussi dans le but que le résultat de ces réformes ne soit pas une implication plus forte des autorités dans le fonctionnement et la supervision du système financier international⁵³⁰. Cette caractéristique se retrouve d'ailleurs souvent lorsque l'on étudie les réformes financières depuis les trente dernières années⁵³¹.

Ces trois caractéristiques (analyse de l'instabilité financière à partir de l'information, besoin de coopération internationale accrue et revendication plus forte du secteur privé) se sont alors retrouvées dans les grandes réformes institutionnelles internationales qui ont fait suite aux crises financières des années quatre-vingt-dix⁵³². Ces réformes concernent les deux moyens mis en place pour faire face à l'instabilité financière, à savoir la fonction de Prêteur en Dernier Ressort et d'une manière générale celle de la gestion des crises à la périphérie, et le contrôle prudentiel des établissements bancaires.

⁵²⁹ Sur la fonction et les doctrines du Prêteur en Dernier Ressort, voir : J.M. Figuet, « Le Prêteur en Dernier Ressort international », *Revue d'économie financière*, 56, 2000, pp. 57-75.

⁵³⁰ Randall S. Kroszner, « The Supply of and Demand for Financial Regulation : Public and Private Competition Around the Globe », *Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Jackson Hole, Wyoming, August 25, 2000. Disponible à l'adresse : <<http://gsbwww.uchicago.edu/fac/randall.kroszner/research>>.

⁵³¹ Moran considère par exemple que les régulations financières nationales sont biaisées en faveur de la mise en place d'un meso-corporatisme qui permet aux acteurs de la finance de protéger leurs intérêts face à l'augmentation du contrôle démocratique et ce, même lorsque l'État intervient plus dans ces régulations. Michael Moran, « The State and the Financial Services Revolution: A Comparative Analysis », *West European Politics*, 17, 3, July 1994, pp. 158-177.

⁵³² Un panorama de ces réformes est disponible dans: Robert Guttman, « Les autorités monétaires internationales face à l'instabilité », in : Dominique Plihon (Dir), *Les désordres de la finance*, Paris, Encyclopaedia Universalis, pp. 57-68.

Il semble alors intéressant de se demander si ces grandes réformes, pilotées plus ou moins directement par les États-Unis, ont abouti à une meilleure gestion de l'instabilité financière internationale, voire à une disparition de celle-ci. Cette question semble d'autant plus pertinente que ces derniers ne veulent pas d'une grande refonte du système financier international.

Ainsi, dans un premier temps, nous verrons que la première de ces réformes, censée répondre de manière efficace et définitive aux crises dans la périphérie et à leur contagion, a débouché sur la mise en place d'une Nouvelle Architecture Financière Internationale (A). Celle-ci, bien plus qu'une réponse efficace et définitive à l'instabilité financière dans les pays de la périphérie du système financier international, notamment par la création d'un système de gestion de crise par le FMI, semble avoir abouti à une justification et une consolidation du principe de libéralisation du compte de capital, qu'il faudrait aménager. Elle semble alors s'inscrire pleinement dans l'ordre financier international, ce qui paraît problématique dès lors que l'on cherche à réduire l'instabilité financière.

Dans un second temps, nous aborderons la seconde grande réforme susceptible d'améliorer la stabilité financière internationale, à savoir la réforme du ratio de capitalisation des banques ayant des activités internationales (B). Là encore, s'inscrivant dans la droite lignée de la volonté des États-Unis, cette réforme, fondée sur une refonte de la prise en compte des risques encourus par les banques, semble avoir des effets contre-productifs importants. En particulier, elle pose un problème de procyclicité et un problème de concurrence.

Au final, ces deux réformes posent le problème de l'ambivalence de toute régulation financière internationale pilotée par les États-Unis dans le cadre de l'ordre financier libéralisé et de la financiarisation de l'économie, régulation qui, dans le même temps, améliore directement la stabilité financière, mais favorise des comportements susceptibles de la dégrader indirectement.

Section 1 – Le véritable objectif de la Nouvelle Architecture Financière Internationale : consolider le principe de libre circulation du capital en endiguant les crises à la périphérie

Le premier niveau des réformes engagées, notamment à la suite de la crise asiatique, concerne plus particulièrement la question des mesures de prévision, de gestion et de résolution des crises au niveau international. Les États du centre et les institutions financières internationales ont en effet eu dans les années quatre-vingt-dix un profond débat sur la manière dont on pourrait parvenir à limiter, endiguer et gérer les crises financières et monétaires qui ont touchées les pays émergents, ce que d'aucuns appellent la Nouvelle Architecture Financière Internationale (NAFI). L'essentiel du débat a porté en particulier sur la redéfinition du rôle du FMI et des autres institutions financières internationales dans un contexte de hausse de l'instabilité financière et du risque systémique⁵³³. Le FMI a même animé une grande part de ce débat en développant une doctrine du Prêteur International en Dernier Ressort (PIDR) qui lui permettrait d'être plus efficace dans la gestion des crises financières internationales sans pour autant être une Banque Centrale mondiale⁵³⁴.

L'ensemble des mesures proposées et surtout celles adoptées pourraient alors être analysées à partir d'une vision purement orthodoxe, en particulier à partir de la théorie des biens publics internationaux⁵³⁵ couplée à l'hypothèse de stabilité hégémonique. La Nouvelle Architecture Financière Internationale serait alors en quelque sorte une réponse imparfaite et incomplète à l'instabilité financière internationale de la part des institutions et des États, sous l'égide d'un leader américain en perte de vitesse⁵³⁶. Bien plus qu'un régime international à la Krasner, elle serait uniquement un échafaudage institutionnel fondé sur un ensemble de règles

⁵³³ Voir notamment : C. Fred Bergsten, « Reforming the International Financial Institutions : Dueling Experts in the United States », in: Leslie E. Armijo (Ed), *Debating the Global Financial Architecture*, Albany, State University of New York Press, 2002, pp. 118-124.

⁵³⁴ Voir sur ce point : Stanley Fischer, « On the Need for an International Lender of Last Resort », *Journal of Economic Perspectives*, 13, 4, Autumn 1999, pp. 85-104.

⁵³⁵ Sur l'application de cette théorie aux affaires monétaires et financières internationales, voir : Joseph E. Stiglitz, « IFI's and the Provision of International Public Goods », *Cahier de la BEI*, 3, 2, 1998, pp. 116-133.

⁵³⁶ Voir à ce propos l'analyse de Armijo. Leslie E. Armijo, « The Terms of the Debate: What's Democracy Got To Do With It? », in: Leslie E. Armijo (Ed), *Debating the Global Financial Architecture*, Albany, State University of New York Press, 2002, pp. 2-62.

procédurales et non substantives, « *dont l'application n'est plus impérative mais incitative* »⁵³⁷. Au plus, cet ensemble permettrait des réparations mineures dont l'agenda resterait encore à être appliqué entièrement, alors que le système financier international nécessiterait une reconstruction d'ensemble et, tout au moins, une rénovation importante.

Une autre vision de la NAFI peut toutefois être envisagée. L'analyse structuraliste dont nous nous réclamons permet en effet de voir la Nouvelle Architecture Financière Internationale non pas comme une réponse seulement à l'instabilité financière, mais plus largement à la contestation de l'ordre financier international suite aux crises financières qui ont touché le système à sa périphérie. C'est en effet un projet de nature consultative à propos des pays émergents, entre les États-Unis et les autres pays du centre, qui s'inscrit dans le cadre de cet ordre⁵³⁸. Le débat n'a alors pas eu uniquement pour but de créer les conditions de la réduction de l'instabilité financière à la périphérie du système, mais bien au contraire de perpétuer, en l'amendant à la marge, la logique de l'ordre financier international. En effet, il a certes débouché sur un agenda de réformes, mais qui sont limitées par deux lignes directrices indépassables : d'abord, faire accepter la consolidation du principe de libre circulation des capitaux, en dépit des crises financières internationales dans les pays émergents; ensuite, chercher la normalisation internationale des règles de surveillance et de supervision des pays émergents, par l'adoption de standards proches de ceux des pays du centre du système, censés être plus efficaces.

Ainsi, deux dimensions sont identifiables dans ce processus. D'abord, le débat sur la NAFI a été très largement initié par les États-Unis, que ce soit au niveau de l'analyse des causes des crises par les institutions qu'à celui des réponses à leur apporter par les économistes (A). Ensuite, les principes retenus ont été minimalistes et les « progrès » enregistrés très limités. Cela s'explique par le fait que la NAFI s'inscrit pleinement dans l'ordre financier international, en perpétuant, malgré quelques amendements, les logiques d'établissement de l'étalon dollar (B).

⁵³⁷ André Cartapanis, « La nouvelle architecture financière internationale. Économie politique internationale et règles procédurales », *Annuaire français de relations internationales*, Bruxelles, Bruylant, 2001, p. 842.

⁵³⁸ Paul Langley, « (Re)politicizing Global Financial Governance: What's 'New' About the 'New International Financial Architecture'? », *Global Networks: A Journal of Transnational Affairs*, 4, 1, January 2004, pp. 69-87.

A – Un débat largement américain sur l'origine et la profondeur des crises financières à la périphérie ainsi que sur les propositions de réformes

Comme le fait remarquer Mistral, « *les problèmes de la globalisation sont pris très au sérieux aux États-Unis* »⁵³⁹. Les problèmes du système financier international sont même au centre d'un débat latent depuis le début des années quatre-vingt⁵⁴⁰, mais c'est bien évidemment avec la crise mexicaine de 1994 et surtout avec celles en Asie en 1998 et en Argentine au début des années 2000 que celui-ci s'est intensifié. Il a donné lieu à la publication de plusieurs rapports d'experts aux États-Unis et ailleurs. Ce débat s'est même inscrit dans l'agenda politique américain, puisque dès le Sommet de Naples, en juillet 1994, la question des réformes des institutions issues de Bretton Woods avait été mise en avant par le Président Clinton⁵⁴¹. Pourtant, alors que les explications des crises à la périphérie sont très partielles dans les rapports officiels, les propositions de réforme ont été plutôt éclectiques.

1 – Une version officielle américaine très partielle sur l'origine des crises dans les pays émergents

Une des caractéristiques notables du débat qui a eu lieu à propos de la NAFI demeure le nombre assez impressionnant d'études ou de rapport la concernant. Nous avons déjà vu que le nombre d'articles consacrés aux crises financières avait explosé à partir de 1998, mais c'est aussi le cas des rapports d'experts commandés par les États ou les organisations internationales⁵⁴².

⁵³⁹ Jacques Mistral, « Globalisation et architecture financière, une perspective américaine après le 11 septembre », *Revue d'économie financière*, 70, 1-2003, juin 2003, p. 176.

⁵⁴⁰ Notamment depuis le Sommet de Williamsbourg en 1983, dont l'ordre du jour était, à la suite du déclenchement de la crise de la dette, la reconstruction du système de paiement.

⁵⁴¹ Voir la déclaration finale du Sommet qui affirme que : « *A l'aube du XXI^e siècle, nous sommes conscients qu'il est de notre responsabilité de rénover et de revitaliser ces institutions et de relever le défi que constitue l'intégration des nouvelles économies de marché qui apparaissent dans le monde* ». Disponible à l'adresse : <<http://www.g8.utoronto.ca/francais/1994naples/economique.html>>.

⁵⁴² Voir entre autres: Olivier Davanne, *Instabilité du système financier international*, Rapport du CAE, n°14, Paris, La Documentation française, 1998 ; C. Fred Bergsten & Alii., *Architecture financière internationale*, Rapport CAE, n°18, Paris, La Documentation française, 1999 ; Council on Foreign Relations, *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture*, Report of an Independent Task Force sponsored by Council on Foreign Relations, Washington D.C., Institute for International Economics, 1999 ; Jose De Gregorio & Alii (Dir), *An Independent and Accountable IMF: Geneva Reports on the World Economy 1*, London, Centre for Economic Policy Research, 1999. La série des *Geneva Reports*, publiée par le CEPR, a continué et en est à son 6^{ème} rapport; International Financial Advisory Commission, *Report of the International Financial Advisory Commission*, Submitted to the U.S. Congress and U.S. Department of

Pour autant, à y regarder de plus près, un consensus sensible est apparu dans les diagnostics officiels quant aux sources des crises financières à la périphérie, surtout de la crise asiatique. Dans la plupart des cas, et plus particulièrement dans les rapports émanant des États-Unis, les analyses ont plutôt considéré que bien souvent le problème de l'instabilité financière à la périphérie, loin de provenir en grande partie du centre comme nous l'avons vu *supra*, était majoritairement d'origine interne et lié à une imperfection des marchés, notamment informationnelle. Alors que les relations intenses entre les États et les entreprises avaient été mises en avant durant la décennie précédente, fondant en partie la thématique de l'État développementaliste en Asie du Sud-Est, le diagnostic mettait à présent en avant les asymétries d'information, génératrices d'aléa moral, ou le « capitalisme de connivence » (*crony capitalism*) et, notamment, le fait que les États, lors des phases d'ouverture financière, avaient laissé croire aux grandes banques nationales ou aux entreprises, de manière plus ou moins latente, qu'ils seraient toujours là pour les refinancer en cas de crise grave, les incitant alors à prendre des risques disproportionnés. Autrement dit, les principales responsabilités revenaient aux élites des pays concernés, alors que nous avons vu que la dynamique de libéralisation financière dans ces pays a été très fortement initiée par la politique financière des États-Unis dès les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix et que la volatilité du taux de change du dollar leur pose des problèmes dans la définition de leur régime de change.

Dans un second temps, notamment à la suite paradoxalement des écrits de Stiglitz⁵⁴³ d'une part et de la crise argentine de 2001 d'autre part⁵⁴⁴, la thématique du pompier pyromane est revenue au premier plan des explications de l'ampleur de la crise. Cette fois-ci, le soutien accordé par le FMI à certains pays émergents alors que la situation se dégradait déjà notablement aurait eu le même effet désastreux sur les systèmes financiers que dans l'explication précédente, puisqu'il les aurait incité à prendre plus de risques ou, du moins, dissuader d'appliquer les réformes nécessaires. Là encore, c'est un problème d'aléa moral qui serait à l'origine des crises financières, alors que ce phénomène, même s'il s'est parfois

Treasury, Washington, 2000, March 8; United Nations, *Towards a New International Financial Architecture*, Report of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations, New York, 21 June 2001.

⁵⁴³ Joseph Stiglitz, *La grande désillusion*, Paris, Fayard, traduit de l'anglais par Paul Chemla, 2002.

⁵⁴⁴ Jacques Mistral, *loc. cit.*, p. 185.

produit, ne peut à lui seul expliquer l'ampleur et la fréquence de ces crises⁵⁴⁵. Cette façon de présenter le problème a alors omis de préciser que le FMI n'est pas une institution exclusivement indépendante des pays les plus puissants, notamment des États-Unis et des doctrines qu'ils mettent en avant.

Ainsi, même s'il apparaît clairement aujourd'hui que les pays du centre, notamment les États-Unis, portent une responsabilité partielle dans le déclenchement mais aussi la gestion de ces crises, tout porte à croire que les interprétations mises en avant dans les rapports officiels ont volontairement cherché à évacuer cette dimension⁵⁴⁶. Les propositions de réforme ont ainsi été marquées par cette évacuation, même si elles ont été assez disparates.

2 – Les propositions de réforme

Concernant la finalité de la réforme de l'architecture financière internationale, on peut identifier plusieurs niveaux distincts. La première finalité, très largement privilégiée dans les projets officiels, est celle qui circonscrit le problème de l'instabilité financière internationale aux seules crises des pays émergents. Réduire l'instabilité financière internationale dans ce cas se résume à prévenir et gérer les crises financières dans les pays émergents, mais aussi à éviter leur contagion aux autres pays et surtout à ceux du centre. Autrement dit, « *le but visé est d'éviter qu'un déséquilibre passager ne dégénère en une crise économique d'ensemble et qu'une crise locale se propage à l'échelle internationale et ne se transforme en crise globale* »⁵⁴⁷. À ce cadre restreint, s'ajoute alors celui de l'analyse de ces crises, ce qui débouchera sur des principes d'action que nous aborderons au point suivant, étant donné que cette vision a été finalement retenue.

Mais plusieurs autres finalités, bien souvent contradictoires avec la première, pouvaient être accordées au principe d'une réforme de l'architecture financière internationale. En premier lieu, une telle réforme aurait pu chercher à réduire la volatilité structurelle des taux de

⁵⁴⁵ Si cette explication était vraie, alors se poserait la question de l'efficacité sociale d'un système mondial basé sur l'aléa moral.

⁵⁴⁶ Jonathan Story, « Reform of the International Financial Architecture: What Has Been Written ? », in: Geoffrey R.D. Underhill, Xiaoke Zhang (Dir), *International Financial Governance Under Stress*, Cambridge (UK), Cambridge University Press, 2003, pp. 21-40.

⁵⁴⁷ Gérard Kébabdjian, *loc. cit.*, 2002, p. 228.

changes, notamment des devises des grands pays industrialisés⁵⁴⁸. Ensuite, elle aurait pu aussi chercher à réduire la prépondérance des flux de capitaux entre pays riches et surtout à éviter que les flux de capitaux allant des pays du Sud vers le Nord soient plus élevés que ceux allant dans le sens contraire⁵⁴⁹. Enfin, elle aurait pu chercher à lutter encore plus efficacement contre la criminalité financière et l'opacité des centres financiers *offshore*⁵⁵⁰.

De la même manière, les instruments de réforme proposés par les institutions publiques ou par des experts ont été assez nombreux. En premier lieu, nombre de propositions ont souhaité la création d'un Prêteur International en Dernier Ressort (PIDR), soit *ex nihilo*, soit à partir d'une rénovation du rôle et des statuts du FMI⁵⁵¹. De plus, certaines propositions se sont appuyées sur la création de nouvelles institutions financières internationales ou de nouveaux mécanismes de résolution des crises financières⁵⁵². Plus radical encore, un troisième type d'instruments proposé a été celui de l'utilisation de systèmes de taxation des flux de capitaux transnationaux, comme par exemple le mécanisme de la taxe Tobin⁵⁵³. Enfin, certaines

⁵⁴⁸ Sur ce point voir : Cécile Couharde, Jacques Mazier, « A la recherche d'une plus grande stabilité monétaire. L'intérêt de la notion de taux de change d'équilibre », in : François Chesnais (Dir), *Les pièges de la finance mondiale*, Paris, La Découverte et Syros, 2000, pp. 157-182.

⁵⁴⁹ Sur le paradoxe de Lucas, voir : Robert E. Lucas, « Why Doesn't Capital Flow From Rich To Poor Countries? », *American Economic Review*, **80**, 2, May 1990, pp. 92-97.

⁵⁵⁰ Les modalités de la lutte contre la criminalité financière, avec le nouvel objectif de lutte contre le financement du terrorisme, semblent s'être néanmoins fortement approfondies depuis la fin des années quatre-vingt-dix. Mais comme le notent Reuter et Truman, « dans la mesure où les autorités américaines sont incapables ou ne veulent pas améliorer les recommandations du GAFI concernant les professions juridiques et comptables, les entreprises coquilles, et les « entités à objectif spécifique » [Special Purpose Vehicles], les États-Unis auront à expliquer et justifier leurs positions ». Peter Reuter, Edwin M. Truman, *Chasing Dirty Money*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2004, p. 180.

⁵⁵¹ Voir sur ce point : Michel Aglietta, « Nouvelle architecture financière : le débat devient politique », *Sociétal*, 29, 3^{ème} trimestre 2000, pp. 4-8.

⁵⁵² Les propositions ont été très nombreuses et en faire la liste exhaustive sortirait de notre propos. Un *survey* du débat a été fait par Rogoff en 1999 : Kenneth Rogoff, « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, **13**, 4, Fall 1999, pp. 21-42. Néanmoins quelques unes semblent particulièrement intéressantes. D'Arista propose ainsi la création d'un fonds public d'investissement international pour les pays émergents et d'une chambre de compensation internationale pour les pays du centre : Jane D'Arista, « Reforming International Financial Architecture », *Challenge*, **43**, 3, May/June 2000, pp. 44-82. Calomiris propose pour sa part un mécanisme d'autorégulation des crédits par le secteur bancaire : Charles W. Calomiris, « Blueprints For a New Global Financial Architecture », University of Colombia, October 1998. Disponible à l'adresse : <www.aei.org/sp/spcalomiris.htm>. Soros préfère la création d'une agence internationale des crédits internationaux : Georges Soros, *The Crisis of Global Capitalism*, New York, PublicAffairs, 1998.

⁵⁵³ Voir entre autres : Suzanne De Brunhoff, Bruno Jetin, « Taxe Tobin : une mesure indispensable contre l'instabilité financière », in : François Chesnais (Dir), *Les pièges de la finance mondiale*, Paris, La Découverte et

propositions se sont concentrées sur l'idée d'une rénovation du fonctionnement du système monétaire international par l'intermédiaire de la mise en place de zones cibles⁵⁵⁴.

De ces grandes modalités de réforme, seule la première a eu une attention soutenue. Cette immense réflexion sur la NAFI a alors débouché sur une série de principes et des actions concrètes qu'il nous faut à présent exposer.

B – Une réforme *a minima*, tant dans les principes que dans les actes

La réforme engagée, progressivement, à la suite des réunions du G7 ou des institutions financières internationales, s'est inscrite dans la droite lignée de la perspective américaine. En effet, l'idée des Etats-Unis, conforme à sa politique financière internationale de long terme, était de parvenir à une réforme en engageant un minimum de ressources et en élaborant des arrangements institutionnels les plus souples possibles. En particulier, la réforme s'est surtout concentrée sur la redéfinition du cadre d'action du FMI et sur la mise en place de digues préventives face aux crises financières dans les pays émergents (1). Cela a abouti alors à des principes d'action et à des actes pour le moins minimalistes, compte tenu des réformes qu'il aurait été possible d'envisager (2). Cet échec, du point de vue de ceux qui souhaitent une réforme en profondeur, montre ainsi que la NAFI s'est pleinement inscrite dans la logique de l'ordre financier international et qu'en particulier, elle n'a pas remis en cause l'horizon indépassable de la liberté de circulation du capital (3).

1- Les principes retenus : transparence, implication du secteur privé et coordination technique élargie

Trois principes de base ont été retenus dans la tentative de réforme de l'architecture financière internationale à partir de la fin des années quatre-vingt-dix. Le premier concerne la méthode à utiliser : la coopération technique élargie. Le deuxième concerne l'objectif de la

Syros, 2000, pp. 183-206. Barry Eichengreen, James Tobin, Charles Wyplosz, « Two Cases for Sands in the Wheels of International Finance », *Economic Journal*, **105**, 428, January 1995, pp. 162-172.

⁵⁵⁴ La littérature sur le sujet est considérable. Voir entre autres : Paul Krugman, « Target Zones and Exchange Rates Dynamics », *Quarterly Journal of Economics*, **106**, 3, August 1991, pp. 669-682 ; John Williamson, « Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility », *International Finance*, **1**, 1, October 1998, pp. 59-79.

réforme : prévenir les crises financières en améliorant l'accès à l'information. Le troisième concerne le moyen d'action privilégié: impliquer le secteur privé.

Tout d'abord, le principe opérationnel retenu a été celui d'une coopération technique élargie aux États non membres du G7 et aux différentes institutions financières internationales, à travers la mise en place de groupes de travail spécifiques dont l'objectif était bien plus consultatif que décisionnel. Cette méthode s'est inscrite dans le cadre des réflexions engagées au sein des institutions financières internationales à la suite du sommet du G7 de Halifax en juin 1995, dont les points d'orgue ont été la rédaction des rapports du G22⁵⁵⁵, puis celle du rapport Tietmeyer en 1999⁵⁵⁶ et, enfin, les créations du G20 lors du sommet de Cologne⁵⁵⁷ et celle du Forum de Stabilité Financière (FSF) cette même année⁵⁵⁸.

Ensuite, un deuxième principe a été privilégié : la prévention des crises par l'amélioration de la transparence et de la qualité de l'information⁵⁵⁹. L'idée défendue, dans la droite lignée des conceptions faisant de l'information le seul talon d'Achille des marchés financiers, était que l'amélioration de la transparence des institutions financières privées, des

⁵⁵⁵ L'idée de créer un groupe élargi (le G 22) fut émise en novembre 1997 à la suite du Sommet de l'APEC de Vancouver, à l'initiative du Président Clinton. Ce groupe provisoire (dit aussi « groupe de Willard ») regroupa des ministres des finances ou des gouverneurs de Banques Centrales des pays du G 7 et de quinze pays émergents jugés importants par les États-Unis, ainsi que quatre institutions internationales (FMI, Banque Mondiale, OCDE et BRI). Ce groupe de travail a produit trois rapports en 1998 dont l'essentiel a été repris au sommet du G 7 de Cologne en 1999. Voir : G 22, *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, October 1998; G 22, *Report of the Working Group on International Financial Crises*, October 1998; G 22, *Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems*, October 1998. Tous trois disponibles à l'adresse: <<http://www.imf.org/external/np/g22/#trans>>. Voir aussi : G 7, *Le renforcement de l'architecture financière internationale*, Rapport des ministres des Finances du G7 au Sommet économique de Cologne, Cologne, 17-18 Juin 1999. Disponible à l'adresse : <<http://www.g8.utoronto.ca/francais/1999cologne/strengthening.html>>.

⁵⁵⁶ Hans Tietmeyer, « International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance », Frankfurt, Deutsche BundesBank, February, 1999. Disponible à l'adresse: <<http://www.fsforum.org/publications/Tietmeyerreport.pdf>>.

⁵⁵⁷ Le G 20 est une émanation du G 7. Formellement créé le 25 septembre 1999, cette instance délibérative prit la suite du G22, jugé moins représentatif. Il est aussi composé des ministres des finances et gouverneurs des Banques Centrales des pays du G7 ainsi que de ceux de 11 grands pays (Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Mexique, Russie, Turquie), de représentants de l'Union Européenne et de quatre représentants des institutions de Bretton Woods (dont trois du FMI).

⁵⁵⁸ Le FSF a 42 membres issus principalement des pays du G 7. Son objet est d'améliorer la coopération en matière de surveillance et de supervision financière, ainsi que de permettre des échanges d'information plus efficaces. Ce forum est localisé au siège de la BRI.

⁵⁵⁹ Ce principe est affirmé dans le *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière* mis en place par le FMI en 1999.

États, ainsi que des grandes organisations financières internationales, était le seul moyen de réduire les problèmes d'aléa moral, censés être à l'origine de l'instabilité financière dans les pays émergents. Autrement dit, l'objectif était de mettre un « *gant transparent sur la main invisible* » du marché, afin d'en garantir l'efficacité⁵⁶⁰. Plus exactement, même si l'amélioration de la transparence n'était pas un gage de la disparition des crises financières, elle était censée permettre au moins de réduire la contagion des crises dans la mesure où les créanciers auraient une meilleure information sur la qualité de leurs débiteurs.

Enfin, un troisième principe a été privilégié : celui d'une implication plus poussée du secteur privé, notamment dans la résolution des crises. Là encore, l'objectif étant la réduction de l'aléa moral, il importait que les grandes institutions financières privées prennent part aux plans de sauvetage en cas de crises. Dans la même veine, il fallait que les institutions financières internationales travaillent, quasiment dans leur action au jour le jour, main dans la main avec des acteurs privés de la finance internationale, que ce soit des grandes banques ou des institutions liées à la chaîne informationnelle.

Les progrès ont pourtant été très limités et ont principalement porté sur l'action du FMI.

2- Un incrémentalisme institutionnel en lieu et place d'une réforme en profondeur

Les réformes initiées dans le cadre de la NAFI se sont principalement concentrées sur le rôle du FMI. Elles ont été relativement limitées, tant sur les moyens que sur les objectifs, ne concernant en effet que les crises dans les pays émergents ou en développement. Plus exactement, cet incrémentalisme institutionnel a débouché sur deux types de réformes censées limiter l'ampleur des contagions vers les pays du centre et les autres pays émergents en cas de crise: les premières de type préventif et les secondes de type curatif.

Premièrement, des mesures ont été prises afin d'améliorer la qualité de l'information et d'essayer de la standardiser. Elles sont en fait assimilables à un renforcement de l'assistance technique du FMI effectuée sous l'égide des consultations au titre de l'article 4-3b des accords. Cet article stipule en effet que « *chaque État membre fournit au Fonds les informations nécessaires à cette surveillance et, à la demande du Fonds, a des consultations*

⁵⁶⁰ Ann M. Florini, « Does the Invisible Hand Need a Transparent Glove ? The Politics of Transparency », *Annual World Bank Conference on Development Economics - 1999*, World Bank, 2000, pp. 163-184.

avec ce dernier sur ces politiques »⁵⁶¹. Certaines mesures ont même été prises dès 1996, comme la mise en place d'un système de divulgation standardisée des informations, constitué de trois sous ensembles : le *Special Data Dissemination Standard* (SDDS), le *General Data Dissemination System* (GDDS), le tout chapeauté par le *Dissemination Standard Bulletin Board* (DSBB)⁵⁶². À ce système de normalisation de la diffusion de l'information, basé sur l'adhésion volontaire des États⁵⁶³, se sont greffées un ensemble de 10 autres normes⁵⁶⁴, qui sont examinées périodiquement depuis et dont les résultats sont consignés dans les *Reports on the Observance of Standards and Codes* (ROSCs).

Cette procédure s'inscrit dans la logique d'ensemble de la NAFI, notamment dans la mesure où les ROSCs associent aux consultations d'autres institutions internationales mais surtout des acteurs privés. Par exemple, alors que le module consacré à la gouvernance d'entreprise est piloté par la Banque Mondiale, la Banque Asiatique de Développement et l'OCDE, une agence de notation américaine (Standard & Poor's) prend une part implicite importante dans la mise en œuvre des consultations⁵⁶⁵.

Dans la même veine, des indicateurs avancés de crises ont été construits et utilisés dès 2001 par le FMI. Ces indicateurs sont basés sur un ensemble de variables, comme la dette externe à court terme par rapport aux réserves de change, l'appréciation du taux de change réel, la baisse des exportations ou la baisse des indices boursiers. Ils seraient plus efficaces dans la prédiction des crises que le *spread* de taux d'intérêt ou les indices des agences de

⁵⁶¹ L'accord est disponible à l'adresse suivante : <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/fre/index.htm>>.

⁵⁶² Établi dès 1996, le SDDS vise à aider les pays à avoir un accès aux marchés financiers par la divulgation de leurs informations financières au public. Ce standard, basé sur des indicateurs « macro-prudentiels », est évolutif et cherche à donner des indications sur l'évolution des réserves de change des pays et sur les liquidités en devises étrangères. Le GDDS a été créé en 1997 et cherche pour sa part à harmoniser la divulgation des données nationales par le biais de collaborations entre États.

⁵⁶³ Actuellement, 53 pays ont adhéré à ce système de divulgation des données. La liste est disponible à l'adresse suivante : <<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddscountrylist/>>.

⁵⁶⁴ Pratiques fiscales, transparence des politiques financiers et monétaires, supervision bancaire, supervision des assureurs, régulation des marchés d'actifs, système de paiement, gouvernance d'entreprise, comptabilité, audit, régimes d'insolvabilité et droit des créanciers. Pour plus de renseignements, voir : FMI, *Fifth Review of the Fund's Data Standards Initiatives*, July 2003. Disponible à l'adresse : <<http://www.imf.org/external/np/sta/dsbb/2003/eng/061803.pdf>>.

⁵⁶⁵ Voir: Susanne Soederberg, « On the contradictions of the New International Financial Architecture: Another Procrustean Bed for Emerging Markets? », *Third World Quarterly*, 23, 4, 2002, pp 607–620.

notation financières⁵⁶⁶. Ces modèles n'empêchent cependant pas des erreurs d'appréciation et notamment de fausses alertes, en particulier dans la mesure où les indicateurs pertinents ne sont pas les mêmes pour chaque pays⁵⁶⁷. Ainsi, « *bien que les travaux empiriques montrent que les indicateurs les plus performants anticipent une grosse partie des crises bancaires et de change qui surviennent ultérieurement, ces recherches montrent aussi que même les meilleurs indicateurs lancent de fausses alertes* »⁵⁶⁸.

Deuxièmement, plusieurs mesures ont été prises afin d'améliorer la capacité de résolution par le FMI des crises financières à la périphérie ou du moins sa capacité à en limiter le coût et la contagion. En effet, alors que le FMI était, depuis la crise de la dette des années quatre-vingt, un intermédiaire du développement, il a cherché à modifier son action en devenant le leader d'un système de gestion de crises⁵⁶⁹, impliquant le plus souvent possible des acteurs privés dans les résolutions.

Des changements institutionnels ont ainsi eu lieu à trois niveaux. En premier lieu, au niveau des ressources du FMI, il a été décidé lors de la 11^{ème} révision générale des quote-parts en janvier 1998 que celles-ci seraient augmentées de 45 %, à 327 milliards de dollars⁵⁷⁰. En deuxième lieu, au niveau des instruments d'intervention, il a été décidé de créer une nouvelle catégorie de facilités de crédit : les *facilités déplafonnées*⁵⁷¹. En 1997, étaient en effet créées les *Facilités de Réserve Supplémentaires* (FRS), dont l'objectif est d'aider les pays qui subissent une crise financière qui fait baisser leurs réserves de change, alors qu'en 1999 était créée la *Ligne de Crédit Préventive* (LCP), instrument qui devait permettre aux pays ayant une politique conforme à celle prônée par le FMI mais susceptibles de subir la contagion

⁵⁶⁶ Les modèles d'alerte à horizon de long terme élaborés par Kaminsky, Lizondo et Reinhart en 1998 et par Goldstein, Kaminsky et Reinhart en 2000 semblent être les plus efficaces selon les analystes du FMI. Voir sur ce point: Andrew Berg, Eduardo Borensztein, Catherine Pattillo, « Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice? », *IMF Working Paper*, 04/52, March 2004.

⁵⁶⁷ Voir sur ce point: Abdul Abiad, « Early Warning Systems: A Survey and a Regime-Switching Approach », *IMF Working Paper*, 03/32, February 2003.

⁵⁶⁸ Morris Goldstein, « The International Financial Architecture », in: C. Fred Bergsten (Ed), *The United States and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2005, p. 393.

⁵⁶⁹ Michel Aglietta, Sandra Moatti, *Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Economica, 2000.

⁵⁷⁰ Cette décision a été consacrée le 22 janvier 1999.

⁵⁷¹ Il existait jusqu'alors trois types de facilités: les facilités à vocation générale, les facilités spéciales et les facilités concessionnelles.

d'une crise financière de se préparer à cette éventualité. En troisième lieu, le *Comité Intérimaire*, créé à l'origine en 1974, a été rebaptisé *Comité Monétaire et Financier International* (CMFI), en espérant que ce dernier pourrait améliorer la réactivité de l'institution face à l'instabilité financière.

Il apparaît pourtant que, *in fine*, ces changements institutionnels ont été mineurs. Quoique importante, la hausse des quote-parts n'a pas été exceptionnelle. D'autres révisions avaient produit des hausses beaucoup plus importantes, comme celle de 1958-1959, de près de 61 %. Surtout, aucune nouvelle hausse n'a été prévue depuis, dans le cadre de la 12^{ème} révision générale, alors que les crises financières à la périphérie n'ont pas cessé en 1999. De même, la LCP n'ayant jamais été utilisée ni même demandée, il a d'abord été décidé en 2000 de la modifier pour la rendre plus attractive, notamment en baissant le taux d'intérêt demandé. Mais comme aucun pays ne souhaitait non plus l'utiliser après cette modification, cet instrument a été abandonné en novembre 2003, conformément à son dispositif d'adoption initial, consacrant alors un demi-échec du FMI, qui avait fait de cet instrument son cheval de bataille. Enfin, le CMFI n'a pas transformé fondamentalement les modalités d'action du FMI ni sa gouvernance, compte tenu du poids toujours aussi important des grands pays industrialisés dans cette institution⁵⁷².

Qui plus est, la participation du secteur privé dans la résolution des crises a été laborieuse. En effet, elle n'a été pleinement volontaire que dans les cas de la Turquie et de l'Argentine en juin 2001, pour des montants respectifs de 8 et 30 milliards de dollars, et quasi volontaire en Corée du Sud en 1998 pour un montant de 22 milliards de dollars, au Brésil en 1999 pour 25 milliards de dollars et en Argentine à nouveau en novembre 2001 pour un montant de 33 milliards de dollars. Dans la moitié des cas, dont le total a représenté entre 1997 et 2002 près de 238 milliards de dollars, cette participation n'a pas été volontaire⁵⁷³.

Ces changements à la marge ont donc eu des effets assez limités. Comme le pensait Davanne dès 1999, cela s'explique peut-être par le fait que « *la réforme de l'architecture*

⁵⁷² Les États-Unis disposent de 17,4 % des droits de vote, le Japon 6,24 %, l'Allemagne 6,1 %, la France et le Royaume Uni 5,04 % chacun.

⁵⁷³ William R. Cline, « "Private Sector Involvement" in Financial Crisis Resolution: Definition, Measurement, and Implementation », Center for Global Development, *Working Paper*, n°18, November 2002. Disponible à l'adresse : <http://www.cgdev.org/docs/cgd_wp018.pdf>.

financière internationale [semblait] *perdre son caractère d'urgence du point de vue des gouvernements* »⁵⁷⁴. Mais, au-delà de ce facteur d'ordre conjoncturel, cela s'explique aussi par le rôle particulier des États-Unis, soucieux de la préservation de l'ordre financier international actuel⁵⁷⁵. On peut dès lors se demander si l'objet de la Nouvelle Architecture Financière Internationale n'a pas été aussi celui de légitimer l'ordre financier international.

3- Un discours légitimant l'ordre financier international actuel

En 2002, d'aucuns considéraient que « *le débat sur la Nouvelle Architecture Financière Internationale* [était] *retombé* [et que] *son reflux* [laisserait] *peu de traces dans le domaine des réformes institutionnelles* »⁵⁷⁶. Si ce débat n'a pas produit, dans les faits, la grande réforme qu'avaient appelée de leurs vœux un grand nombre de pourfendeurs du système financier international actuel, il n'en demeure pas moins qu'il a permis aux États-Unis de légitimer l'ordre financier actuel. En effet, selon certains, « *la liberté de circulation du capital est désormais un lieu commun financier et le problème d'une politique est de s'assurer que les bénéfices de la mobilité du capital soient supérieurs à ses coûts* »⁵⁷⁷. Ainsi, un discours légitimant l'ordre financier actuel s'est peu à peu consolidé autour de deux grands piliers: d'abord, l'idée que la liberté de circulation du capital est un horizon indépassable et, ensuite, celle que les marchés sont capables de s'autoréguler en établissant des codes et autres règles de soft law.

Le premier pilier de ce discours a été fondé sur l'idée que le recours aux contrôles des capitaux était parfois possible, mais de manière transitoire et surtout uniquement sur les flux

⁵⁷⁴ Olivier Davanne, « Quelles réformes pour le système financier international ? », *Revue française d'économie*, 14, 4, automne 1999, p.29.

⁵⁷⁵ Ainsi, en 1999, un représentant japonais résumait la situation en ces termes : « *Dans les années soixante-dix, on nous disait qu'il y avait deux façons de procéder : la bonne et la mauvaise. Dans les années quatre-vingt, on nous disait qu'il y en avait trois : la bonne, la mauvaise et la japonaise. À présent, on nous dit qu'il y en a seulement deux à nouveau : l'américaine et la mauvaise* ». Propos d'un délégué japonais au *Symposium on Building the Financial System of the 21th Century*, Kyoto, Japon, 25 juin 1999. Cité dans: Henry Laurence, « Japan and the New Financial Order in East Asia », in: Leslie E. Armijo (Ed), *Debating the Global Financial Architecture*, Albany, State University of New York Press, 2002, p. 214.

⁵⁷⁶ Michel Aglietta, « Problèmes posés par la régulation monétaire internationale », in : Pierre Jacquet, Jean Pisany-Ferry, Laurence Tubiana, *Gouvernance Mondiale*, Rapport du CAE, n° 37, Paris, La Découverte, 2002, pp. 375-392.

⁵⁷⁷ Barry Eichengreen, *Toward a New International Financial Architecture*, Washington D.C., Institute for International Economics, 1999, p. 4.

rentrants et à court terme, à l'instar du mécanisme de l'*encaje* du Chili⁵⁷⁸. On aurait pu croire ici qu'une certaine inflexion dans le discours des autorités américaines et du FMI était en marche, puisque cela semblait marquer une rupture par rapport à la stratégie de long terme des États-Unis, qui ne souhaitaient pas le retour des contrôles depuis la moitié des années soixante-dix. Mais, dans le même temps, certaines dispositions prises par des pays en difficulté, comme la Malaisie en septembre 1998, ont été montrées du doigt, principalement par le FMI, dans la mesure où le système de contrôle adopté pénalisait grandement les possibilités de retrait de la part des investisseurs internationaux⁵⁷⁹.

Les États-Unis ont alors avancé l'idée que les pays voulant libéraliser leur compte de capital devaient au préalable « *renforcer leurs systèmes financiers domestiques et adopter des politiques macroéconomiques appropriées* »⁵⁸⁰ au lieu de recourir aux contrôles. Ce discours de la « libéralisation ordonnée » a alors été repris au sein des institutions financières internationales, en particulier par le FMI⁵⁸¹, mais aussi par des analystes influents⁵⁸². La stratégie des États-Unis a alors permis de « *construire une réalité dans laquelle aucune autre alternative au principe de libre circulation des capitaux n'est autorisée à exister* »⁵⁸³, puisque la solution du problème d'instabilité financière n'était pas dans le retour des contrôles mais dans le séquençage de la libéralisation financière. Ainsi, des communautés transnationales fermées, au sein des institutions financières internationales, ont pu produire des règles de

⁵⁷⁸ Une analyse de ce système de contrôle en lien avec la stratégie de long terme chilienne est disponible dans : Susanne Soederberg, « A Historical Materialist Account of The Chilean Capital Control: Prototype Policy for Whom? », *Review of International Political Economy*, 9, 3, August 2002, pp. 490–512.

⁵⁷⁹ Susanne Soederberg, « Unravelling Washington's Judgement Calls: The Cases of the Malaysian and Chilean Capital Controls », *Antipode*, 36, 1, January 2004, pp. 43-65. Plus tard, certains se sont aussi attachés à démontrer que le système mis en place par la Malaisie était inefficace : Natalia T. Tamirisa, « Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia », *IMF Working Paper*, 04/3, January 2004.

⁵⁸⁰ Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President together with the Annual Report*, Washington D.C., U.S. Government Printing Office, February 2000, p. 226. Cette position est régulièrement reprise dans les rapports du Council of Economic Advisers, notamment dans les rapports de 2002, 2004.

⁵⁸¹ Eswar Prasad & Alii, « Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence », *IMF Occasional Paper*, n°220, September 2003.

⁵⁸² Barry Eichengreen, « Taming Capital Flows », *World Development*, 28, 6, 2000, pp. 1105-1116. Le lecteur trouvera une version modélisée de ce principe de renforcement des institutions financières nationales comme préalable à l'ouverture financière dans : Joshua Aizenman, « Capital Mobility in a Second Best World – Moral Hazard With Costly Financial Intermediation », NBER, *Working Paper*, 6703, August 1998. Disponible à l'adresse : <<http://www.nber.org/papers/w6703>>.

⁵⁸³ Susanne Soederberg, « On the contradictions of the New International Financial Architecture: Another Procrustean Bed for Emerging Markets? », *Third World Quarterly*, 23, 4, 2002, p. 616.

supervision et de régulation *ad hoc* très favorables à ce principe⁵⁸⁴, et ce d'autant plus facilement que la technicisation du débat a facilité sa dépolitisation.

Dans le même temps, à un second niveau, l'idée que les marchés étaient encore capables de s'autoréguler n'a jamais été remise en cause et a même été consolidée. L'exemple du débat sur la proposition Krueger, numéro deux du FMI, en novembre 2001, est à ce propos emblématique.

La proposition Krueger était de créer un mécanisme de restructuration des dettes souveraines (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism* – SDRM) qui aurait consisté en la création d'une nouvelle instance internationale, hébergée par le FMI mais indépendante, et dont l'objet aurait été de permettre la renégociation et la restructuration des dettes souveraines en cas de défaut d'un État dans un cadre légal supranational. Ce mécanisme, très largement inspiré du chapitre 11 du code des faillites américain, aurait instauré un système de représentation des différents types de créanciers, un vote à la majorité, un contrôle de la politique économique, une possibilité de financement transitoire durant la phase de négociation et, enfin, un « forum de résolution des différends », véritable instance supranationale capable d'interpréter les contrats et donc d'imposer ses décisions aux créanciers privés minoritaires⁵⁸⁵.

Ce système, d'abord soutenu timidement dans un premier temps par l'Administration américaine, a finalement été abandonné après l'opposition de l'ensemble des acteurs privés (à travers l'*Institute for International Finance*), du Brésil, et finalement ... des États-Unis. En particulier, on a lui opposé le fait que cette procédure était trop complexe alors que déjà certaines restructurations s'étaient passées relativement bien (notamment en Équateur). De même, l'argument de l'aléa moral a à nouveau été avancé, puisque faciliter les restructurations de dette souveraine revenait à faciliter les faillites elles-mêmes, au détriment des créanciers, mais surtout des États, dans la mesure où il leur serait désormais plus coûteux de s'endetter sur les marchés financiers internationaux. Enfin et surtout, les acteurs privés

⁵⁸⁴ Geoffrey R.D. Underhill, « Private Markets and Public Responsibility in a Global System: Conflict and Cooperation in International Banking and Securities Regulation », in: Geoffrey R.D. Underhill (Ed), *The New World Order In International Finance*, New York, St. Martin's Press, 1997, pp. 17-49.

⁵⁸⁵ Sur le SDRM, voir particulièrement: Jérôme Sgard, « Faillite souveraine, négociation privée et nouvelle architecture financière internationale », in : CEPII, *L'économie mondiale 2004*, Paris, La Découverte, 2003.

eux-mêmes, soutenus par la suite par les États-Unis⁵⁸⁶, ont avancé un autre mécanisme, plus souple et volontaire : les clauses d'action collective (CAC)⁵⁸⁷.

La mise en place de ces dernières serait pourtant loin de permettre une résolution complète des crises financières actuelles dans les pays émergents, puisqu'elles ne sont que des réponses partielles et ponctuelles⁵⁸⁸. Il n'en demeure pas moins qu'elles mettent uniquement en avant la liberté des marchés et l'intégrité des contrats, tout en rendant encore plus difficile le recours aux contrôles sur les sorties de capitaux en cas de problème. En effet, les juridictions concernées dans les CAC sont celles des marchés où sont émis les titres, plus particulièrement le tribunal de commerce de l'État de New York ou celui de Londres.

Ce type de procédure s'inscrit alors dans l'ensemble important de nouveaux codes dont l'adhésion est volontaire et sur lesquels s'est bâtie la NAFI⁵⁸⁹. Ces codes permettent aux « *institutions existantes de légitimer le pouvoir autorégulateur du marché en écartant l'idée d'élaborer des normes contraignantes qui s'appliqueraient à l'ensemble des États* »⁵⁹⁰. Autrement dit, l'insistance des acteurs privés et des États-Unis sur la mise en place de ces procédures de *soft law* est en fait une manière de légitimer la liberté de circulation du capital par l'intermédiaire de la mise en avant du caractère autorégulateur des marchés⁵⁹¹.

⁵⁸⁶ En particulier, l'arrivée de John Snow à la tête du département du Trésor a marqué une inflexion importante de la position des États-Unis. Voir: Paul Blustein, « IMF Crisis Plan Torpedoed: Treasury Official Rejects Proposal A Day After It Is Advanced », *Washington Post*, April 3, 2002. Voir aussi: Nouriel Roubini, Brad Setser, *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2004, chapter 8, pp. 289-334.

⁵⁸⁷ Les CAC sont contractuelles. Lors de l'émission d'un titre, le contrat stipule que les détenteurs de ces titres acceptent des règles de coordination, en particulier la règle de la majorité, permettant de réduire le service de la dette ou d'allonger sa maturité. En cas de litige, une juridiction est désignée afin de trancher.

⁵⁸⁸ Nouriel Roubini, Brad Setser, *Op. cit.*, p. 167.

⁵⁸⁹ Le FSF en recense plus d'une soixantaine, tout en mettant l'accent sur 12 d'entre eux. Voir : <http://www.fsforum.org/compendium/key_standards_for_sound_financial_system.html>.

⁵⁹⁰ Anik Veilleux, Christian Deblock, « Les codes de conduite financiers peuvent-ils prévenir les crises de la dette ? », Centre Études Internationales et Mondialisation, *Continentalisation - Cahier de recherche*, 03-07, décembre 2003. Disponible à l'adresse : <http://www.gric.uqam.ca/pdf/Cahiercont_0307_Veilleux-Deblock.pdf>.

⁵⁹¹ Au niveau international, le *hard law* désigne l'ensemble des arrangements légaux contraignants débouchant sur des obligations précises et déléguant à une autorité le droit d'interpréter ou de modifier la règle. Le *soft law* se définit alors comme un relâchement d'une de ces trois dimensions du *hard law* que sont l'obligation, la précision et la délégation. Voir : Kenneth W. Abbott, Duncan Snidal, « Hard and Soft Law in International Governance », *International Organization*, 54, 3, Summer 2000, pp. 421-456.

*
* *

Ainsi, l'effort de réflexion sur la Nouvelle Architecture Financière Internationale a abouti non pas sur une réforme en profondeur mais sur le renouvellement des principes fondant l'ordre financier international actuel. En cherchant à endiguer les crises à la périphérie selon des modalités particulières, laissant en particulier une place prépondérante aux acteurs privés, la Nouvelle Architecture Financière Internationale a en fait eu un effet important sur le renforcement de la logique de libéralisation du compte de capital et sur sa légitimation.

Cette place nouvelle accordée aux acteurs privés ne pouvait cependant pas à elle seule permettre de réduire l'instabilité financière. Il fallait en effet que ce renforcement de l'action du secteur privé se fasse « sagement ». Aux côtés de la NAFI s'est alors développée toute une réflexion complémentaire sur le cadre prudentiel nécessaire à l'activité bancaire, notamment des banques ayant une activité internationale, principalement dans les pays du centre. Cette réflexion, tout aussi importante que celle portant sur la NAFI, a alors débouché sur une proposition de réforme du dispositif prudentiel fondé sur le ratio Cooke. On peut, dès lors, s'interroger sur le caractère stabilisateur d'une telle réforme.

Section 2 – La mise en place d'une régulation macro-prudentielle internationale à l'efficacité équivoque : Bâle II et ses contradictions

La mise en place de règles prudentielles dans le secteur bancaire est assez ancienne⁵⁹². Elle s'explique principalement par l'asymétrie d'information au sein des établissements bancaires, fondatrice d'aléa moral, et le risque systémique au sein du système bancaire. Elle a très souvent été couplée, au niveau national, à un dispositif de garantie des dépôts⁵⁹³, afin, là encore, de réduire l'aléa moral consécutif à l'exigence de capital réglementaire et donc à la possibilité, pour une banque, de s'accorder encore plus risques. La question des règles prudentielles s'est fortement posée à la suite des crises financières des années quatre-vingt-dix, impliquant les banques de manière importante.

En effet, parallèlement à la réflexion sur la mise en place de la Nouvelle Architecture Financière Internationale, s'est développée une réflexion institutionnelle sur les normes prudentielles bancaires internationales, qui s'inscrit dans la même veine quant aux objectifs et aux moyens. La BRI a engagé en 1997, sous l'impulsion de Tom De Swan, alors président du Comité de Bâle, une réflexion sur la réforme du ratio Cooke que son successeur, William Mc Donough, mettra en place dès l'année suivante.

Cette réforme, devant finalement prendre effet en 2006 après de multiples consultations et réajustements, pourrait permettre de mieux prendre en compte la réalité de la finance bancaire contemporaine, particulièrement dans les pays du centre, par l'intermédiaire d'un calcul plus réaliste du capital réglementaire minimal nécessaire et d'une gestion plus fine des risques encourus par chaque établissement bancaire. Plus exactement, ce nouveau dispositif, appelé indistinctement par la suite « Bâle II » ou « ratio Mc Donough », a pour objectif de *« mettre l'accent sur la gestion des risques bancaires et d'encourager les banques à améliorer constamment leur capacité de mesure, de gestion et de couverture de ces risques »*.

⁵⁹² Voir sur ce point : Olivier Brossard, Hicham Chetoui, « Histoire longue : la naissance de la réglementation prudentielle, 1800-1945 », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, 2003, pp. 13-37.

⁵⁹³ Le premier dispositif couplant ratio de capital et assurance des dépôts a été mis en place aux États-Unis, plus précisément dans l'État de New York en 1829. Dominique Lacoue-Labarthe, « L'évolution de la supervision bancaire et de la réglementation prudentielle (1945-1996) », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, 2003, p. 49.

Le Comité de Bâle considère en effet que les exigences de fonds propres peuvent, et doivent, être alignées sur les meilleures pratiques de gestion des établissements de crédit »⁵⁹⁴.

Cette exigence d'une meilleure qualité du dispositif prudentiel est à n'en pas douter un élément majeur de la réponse institutionnelle à l'instabilité financière internationale contemporaine, consacrant alors une modification importante du but donné à ce type de régulation, désormais orienté pleinement vers la stabilité macroéconomique. Néanmoins, on peut aussi se demander si le nouveau dispositif pourra réduire effectivement et durablement l'instabilité financière internationale contemporaine.

En effet, nous verrons dans un premier temps que ce nouveau dispositif reprend en grande partie la logique héritée de la mise en place et surtout des amendements successifs du ratio Cooke, tout en introduisant certes des innovations intéressantes, mais pas forcément fondatrices d'une nouvelle approche de la question (A). Mais, dans un second temps, nous verrons qu'il est porteur de contradictions susceptibles, dans le pire des cas, d'amplifier l'instabilité financière qu'il est censé limiter (B). En ce sens, l'exigence d'une plus grande prudence individuelle ne serait pas vraiment une vertu économique globale.

A – Le nouveau dispositif prudentiel proposé : un approfondissement bien plus qu'une rupture

Le ratio Mc Donough s'apparente à un dispositif macro-prudentiel de grande ampleur, en ce sens qu'il vise la stabilité financière internationale, considérée comme un bien public, au lieu du seul bien-être des petits déposants, ce que rechercherait prioritairement un dispositif micro-prudentiel⁵⁹⁵.

Ce ratio a été envisagé en réponse aux difficultés héritées du ratio Cooke. Malgré une certaine efficacité⁵⁹⁶, ce dernier a en effet posé plusieurs problèmes, tous révélateurs d'un

⁵⁹⁴ Danièle Nouy, « L'économie du nouveau dispositif et les conséquences de la nouvelle réglementation », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, 2003, p. 98.

⁵⁹⁵ Voir sur ce point la définition produite par Crockett : Andrew Crockett, « Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability », Bâle, 21 septembre 2000. Disponible à l'adresse : <<http://www.bis.org/review/rr000921b.pdf>>.

⁵⁹⁶ Pujal rapporte que le ratio de fonds propres passe de 9,3 % en moyenne en 1989 à près de 12 % en 1999, cette hausse s'expliquant majoritairement par celle des fonds propres de base (*Tier 1*). Armand Pujal, « De Cooke à Bâle II », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, 2003, pp. 65-76.

manque de sensibilité face aux risques réels encourus par les banques. En premier lieu, outre le fait que seules les banques ayant des activités internationales étaient réellement concernées, il ne prenait en compte que le risque de crédit. Certains risques n'ont ainsi pas été intégrés dans le dispositif, comme le risque de marché. L'amendement de 1996 a d'ailleurs eu pour objet d'intégrer ce risque dans le mécanisme de calcul du ratio de capital. En deuxième lieu, la pondération retenue des risques était effectuée par type de produit et non par qualité des emprunteurs. Ainsi, les prêts interbancaires internationaux à court terme étaient pondérés à 20 % alors que ceux à long terme l'étaient à 100 %⁵⁹⁷, les premiers étant considérés alors moins risqués que les seconds. Une exception notable à ce principe existait, puisque les prêts à des agents des pays membres de l'OCDE avaient une pondération plus faible que ceux vers d'autres pays, ce qui est une manière assez particulière de tenir compte de la qualité des emprunteurs. En troisième lieu, les banques ont multiplié les techniques permettant de minimiser les fonds propres réglementaires, ce qu'on intitule l'arbitrage réglementaire (RCA, *Regulatory Capital Arbitrage*). Autrement dit, l'exigence de capital réglementaire n'a pas empêché les établissements de crédit de prendre des risques inconsidérés, d'autant que la supervision des établissements n'était pas non plus sans problèmes et que la titrisation le leur permettait plus facilement.

Le dispositif adopté cherche ainsi à pallier ces différents problèmes. D'une part, il est construit sur un ensemble de trois « piliers » censés s'autorenforcer et qui n'ont de sens que s'ils sont mis en place conjointement (1). D'autre part, il s'inscrit dans la continuité du ratio Cooke, notamment dans le fait qu'il se base sur l'idée que la prise en compte des risques individuels permet de réduire l'instabilité financière, tout en introduisant des innovations importantes dans le calcul des risques (2).

⁵⁹⁷ Cette caractéristique expliquerait pour certains la forte propension des banques occidentales à prêter à court terme aux banques des pays émergents avant la crise asiatique, ainsi que l'explosion des prêts à 364 jours. Voir sur ce point: Rudi Bonte & Alii, « Supervisory Lessons to Be Drawn from the Asian Crisis », Basel Committee on Banking Supervision, *Working Paper*, 2, June 1999. Disponible à l'adresse: <http://www.bri.org/publ/bcbs_wp2.pdf>.

1 – Les trois piliers de la réforme : exigence minimale de fonds propres, surveillance prudentielle et discipline de marché

Le dispositif Bâle II prévoit trois dimensions dans la réglementation prudentielle des banques : l'exigence minimale de fonds propres, la surveillance prudentielle et la discipline de marché⁵⁹⁸. Ces dimensions sont appelées piliers et s'autorenforcent comme le souligne la BRI : « *Il est, en effet, primordial de compléter les exigences minimales de fonds propres constituant le premier pilier par une application résolue du deuxième pilier, qui couvre notamment les dispositions prises par les banques pour évaluer l'adéquation de leurs fonds propres et par les superviseurs pour vérifier ces évaluations. De plus, la communication financière au titre du troisième pilier sera la pièce maîtresse de la discipline de marché, qui parachèvera les deux autres piliers* »⁵⁹⁹.

Qui plus est, ce dispositif, même s'il ne concerne explicitement que les banques à vocation internationale, devrait avoir une influence sur les banques de taille importante en général. Le calcul de fonds propres réglementaires concernera en effet les groupes bancaires consolidés et non plus les seules banques ayant des activités internationales.

Le premier pilier est celui de l'exigence minimale de fonds propres réglementaires. Toujours construit sur le principe de 8 % de capitaux propres (séparés en deux parties) par rapport aux risques pondérés, le ratio Mc Donough prend en compte trois types de risques : le risque de crédit, le risque de marché et, fait nouveau, le risque opérationnel, c'est-à-dire « *le risque de pertes résultant de carences ou de défauts attribuables à des procédures, personnels et systèmes internes ou à des événements extérieurs* »⁶⁰⁰. La BRI insiste sur le caractère plancher de ce ratio, en ce sens qu'elle encourage vivement les établissements de crédit à avoir des ratios de capital plus élevés. La nouveauté majeure de ce pilier par rapport au ratio Cooke demeure la généralisation de la capacité des établissements d'utiliser des méthodes

⁵⁹⁸ Voir sur ce point le dernier document produit par la BRI : Comité de Bâle pour le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, Banque des Règlements Internationaux, Juin 2004.

⁵⁹⁹ Ibid., p. 3.

⁶⁰⁰ Ibid., p. 121. Ce risque peut être évalué selon trois méthodes distinctes : l'approche par les indicateurs de base, à savoir le calcul d'une part du produit net bancaire moyen ; l'approche standard, reprenant le principe précédent mais séparant huit métiers spécifiques aux risques opérationnels distincts pondérés différemment ; enfin, l'approche des mesures avancées, basée sur le calcul interne de chaque établissement de crédit.

internes d'évaluation des risques, même si la méthode standard s'appuie sur les évaluations externes des agences de notation.

Cette nouveauté exige alors, de manière impérative, le respect des piliers II et III. En effet, si les banques sont autorisées à utiliser leurs propres méthodes de calcul des risques, il est indispensable pour les régulateurs de pouvoir surveiller attentivement ces méthodes de calcul, ce que permet le pilier II.

Ce dernier impose à chaque établissement de crédit d'effectuer sa propre évaluation du « capital économique » nécessaire à son activité⁶⁰¹ et aux contrôleurs de juger et parfois de revoir cette évaluation. Cette capacité nouvelle de contrôle s'explique là encore par l'aléa moral, puisqu'une banque peut très bien utiliser un type d'évaluation interne non conforme à l'esprit du ratio. Dans la même veine, le pilier II offre un cadre au traitement prudentiel des établissements les plus risqués, notamment à travers l'évaluation du risque de taux du portefeuille, mais aussi celle de la qualité des garanties ou de la concentration des risques. Qui plus est, les établissements faisant le choix de l'évaluation interne sont dans l'obligation de construire des « scénarios catastrophes » afin d'évaluer leurs besoins en capitaux propres dans le cas d'une dégradation forte de la conjoncture économique. Le résultat obtenu permettrait alors de déterminer un niveau de fonds propres de sécurité qu'il faudrait progressivement constituer lors des phases de croissance et qui pourrait être utilisé lors des phases de repli.

Enfin, le pilier III concerne la discipline de marché et plus particulièrement la diffusion de l'information pertinente par les banques. Ce pilier s'inscrit dans la dynamique engagée par le débat sur la Nouvelle Architecture Financière Internationale, en exigeant une transparence financière plus poussée de la part des établissements bancaires. Cette transparence s'appliquera notamment sur le montant des fonds propres excédentaires ou manquants, y compris des filiales d'assurance des groupes bancaires contrôlés.

En définitive, le dispositif Bâle II est bien plus un approfondissement qu'une rupture avec le ratio Cooke, puisqu'il s'appuie toujours sur l'évaluation d'un niveau minimal de fonds

⁶⁰¹ Le capital économique peut être défini comme un montant du capital tel que la probabilité que les pertes inattendues engendrées par l'activité bancaire excèdent ce montant est inférieure à une limite donnée qui dépend du niveau d'aversion au risque de la banque.

propres en fonction des risques que prennent les établissements bancaires. Ceci est important dans la mesure où le Comité de Bâle ne souhaite pas que cette réforme soit perçue comme un durcissement de la réglementation prudentielle⁶⁰². Néanmoins, cette capacité nouvelle qu'ont les banques à s'auto évaluer montre que les risques pris en compte doivent être individualisés pour chaque établissement. Une analyse des méthodes de calcul de ces risques est alors nécessaire pour comprendre comment fonctionnera le nouveau dispositif.

2 – Le risque pondéré au cœur du dispositif

Les dispositifs de régulation bancaire fondés sur une évaluation du risque pondéré sont les derniers types de régulation prudentielle apparus historiquement. Au cœur de la réforme du ratio Cooke, cette nouveauté introduit une nouvelle conception du risque. En effet, « *Bâle II propose de remplacer le système actuel d'une couverture des risques de crédit établie comme une proportion fixe de l'encours de prêts par un système où la couverture des risques par du capital dépend de la qualité de crédit **courante** de l'encours de prêt* »⁶⁰³. Autrement dit, le calcul du risque encouru par la banque est individualisé, ce qui signifie une grande différenciation dans le traitement prudentiel des établissements de la part des superviseurs nationaux, alors que le ratio Cooke était construit sur une pondération simple et rigide des risques.

Toute l'efficacité du dispositif repose alors sur la capacité à évaluer cette qualité *courante* des crédits accordés, ce qui constitue une grande proportion du pilier I et a donné lieu à une intense discussion à partir de 1999.

On a pu en effet noter plusieurs projets concurrents, soutenus par différents acteurs. En particulier, au début du processus de réforme, trois orientations étaient possibles. La première, soutenue par les grandes banques américaines, était de généraliser l'utilisation des modèles internes de calcul du risque crédit, à l'instar de ce qui avait été fait pour le risque de marché en 1996. Cette proposition a échoué sur le fait que les données bancaires ne sont pas assez nombreuses, notamment pour les petits établissements, ce qui risquait d'introduire un biais important en faveur des grandes banques. Dans le même ordre d'idée, une deuxième

⁶⁰² Van Nguyen The, « Bâle II : quelles conséquences économiques ? », *Conjoncture*, Décembre 2003, pp. 2-15.

⁶⁰³ Florence Béranger, Jérôme Teïletche, « Bâle II et la procyclicité », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, 2003, p. 228.

proposition était d'utiliser une fonction de probabilité de défaillance pour calculer le ratio de capital. Là encore, cette orientation ne fut pas choisie en raison du faible niveau de l'information disponible. Enfin, certains proposaient le recours unique aux agences de notation, et plus généralement à la notation externe, pour calculer ce ratio. Cette troisième option d'affinement des pondérations existantes par la prise en compte des notations externes n'a pu également être retenue, puisque peu d'entreprises peuvent être efficacement notées en externe.

Face à ces impasses, la réforme proposée combine les trois possibilités, en donnant le maximum de flexibilité aux établissements bancaires. Elle s'appuie sur les méthodes d'évaluation du risque externe et interne (*Internal Ratings-Based Approach* – IRBA), donnant trois possibilités de calcul du ratio de capitalisation : l'approche standard, l'approche par les notations internes (NI) dite « fondation », et les approches NI avancées.

L'approche standard est celle qui ressemble le plus au dispositif du ratio Cooke, puisqu'elle s'appuie elle-aussi sur une logique de seuils. L'idée de base y est toutefois que les risques doivent être évalués à partir des notations externes de la part des grandes agences de notation. Ces agences doivent remplir certaines caractéristiques et sont validées par les autorités nationales compétentes : objectivité, indépendance, transparence de l'information, y compris au niveau international, communication, ressource et crédibilité. Ces caractéristiques favorisent alors *de facto* les grandes agences de notation américaines, comme Standard & Poors ou Moody's. Un élément intéressant est toutefois à remarquer concernant le choix de cette méthode : lorsqu'une banque la choisit et ne peut évaluer la qualité d'un crédit, donc celle d'un débiteur, la pondération reste dans la plupart des cas celle qu'il y avait pour le ratio Cooke (notamment dans le cas des créances envers les États et les entreprises), ce qui signifie que, suivant les cas, certaines banques vont voir leur ratio de capital réglementaire minimal presque inchangé.

Mais ce ne devrait pas être le cas avec les deux approches NI. Elles s'appuient sur une évaluation interne des risques encourus, fondée sur le calcul du pourcentage de capital réglementaire en fonction de la probabilité de défaut et des pertes en cas de défaut à un degré

de risque prédéterminé (modèle VaR – *Value at Risk*)⁶⁰⁴. En particulier quatre paramètres clés sont nécessaires : la probabilité de défaut à un an du débiteur (PD), la perte en cas de défaut (PCD) sous forme d'un pourcentage de l'exposition en cas de défaut (ECD), qui correspond à la quantité d'actifs détenus vis-à-vis d'un émetteur donné moins les dépôts éventuels de cet émetteur au sein de la banque ainsi que les provisions effectuées et, la maturité (M). L'approche fondation et les approches avancées diffèrent non pas sur le calcul du capital économique nécessaire, qui s'appuie sur la distinction entre les pertes attendues et celles qui ne le sont pas⁶⁰⁵, mais sur la manière dont est mesuré et déterminé chaque paramètre. En effet, si ces deux méthodes s'appuient sur une évaluation interne des risques, tirée des propres informations des banques, une banque choisissant l'approche fondation n'est dans l'obligation de produire en interne que la probabilité de défaut à un an, elle-même sujette à une supervision de la part des autorités selon le principe du pilier II. Les autres paramètres peuvent alors être fournis par les autorités de supervision nationales.

Ces approches semblent plus intéressantes dans la mesure où elles prennent en compte la maturité des emprunts effectués, laquelle a une influence importante sur la probabilité de défaut, et qu'elles permettent de ce fait d'individualiser les ratios réglementaires tout en les faisant correspondre plus finement au capital minimum réellement nécessaire. Mais l'idée selon laquelle l'évaluation interne des risques serait privilégiée⁶⁰⁶ est toute relative. Les petits établissements de crédit n'auront pas les ressources suffisantes pour utiliser ce genre de procédure et, dans le cas des approches NI, seules quelques grandes banques de renommée mondiale seront en mesure d'avoir des approches avancées crédibles, alors que les évaluations que feront les autorités dans le cas de l'approche fondation seront forcément influencées par les évaluations des agences de notation.

Cette pluralité de dispositifs réglementaires prudentiels n'est pas un problème en soi. Chaque établissement aura en quelque sorte un contrôle prudentiel adapté à sa situation.

⁶⁰⁴ Une explication des modèles de risque crédit est disponible dans : Michel Dietsch, « De Bâle II vers Bâle III : les enjeux et les problèmes du nouvel accord », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, 2003, pp. 325-342.

⁶⁰⁵ On trouvera une explication détaillée du calcul dans : Marc Saidenberg, Til Schuermann, « The New Basel Capital Accord and Questions for Research », Wharton Financial Institution Center, *Working Paper*, 03-14, May 2003. Disponible à l'adresse : <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/03/0314.pdf>>.

⁶⁰⁶ Armand Pujal, *loc. cit.*, p. 72.

Toutefois, en recherchant à tout prix à améliorer la prudence individuelle de chaque établissement de crédit, il semble que le dispositif Bâle II puisse engendrer à nouveau un problème d'instabilité.

B – Cette prudence là n'est pas forcément une vertu financière : apories et contradictions de Bâle II

Minsky considérait que tout dispositif institutionnel dont l'objet est de réduire l'instabilité financière était par nature ambivalent, en ce sens qu'il permettait effectivement de réduire directement l'instabilité financière tout en exacerbant indirectement des comportements la favorisant d'une autre manière⁶⁰⁷. Le ratio Mc Donough n'échappe pas à la règle. En effet, ce ratio aura une influence sur le comportement des banques qui amplifiera le cycle économique : il sera procyclique (A). Ceci s'explique par le fait qu'il ne tient pas compte d'un phénomène primordial de la finance contemporaine, à savoir le caractère endogène du risque et de l'information au sein du système financier. Mais il aura aussi un effet asymétrique sur les banques, créant des distorsions de concurrence différentes selon leur pays d'origine ou leur secteur d'activité (B). En particulier, les banques américaines seront favorisées par la généralisation de ce nouveau ratio.

1- La procyclicité potentiellement plus forte du nouveau ratio

La procyclicité d'un ratio de capital est sa faculté à engendrer des comportements qui renforcent le caractère cyclique de l'activité économique et, plus particulièrement, de l'activité financière. Même si le comportement des banques a toujours tendance à être procyclique (celles-ci sous estimant le risque en phase croissante et le surestimant en phase baissière) et même si toute règle relativement rigide a tendance à augmenter ce caractère procyclique du comportement des banques, il n'en demeure pas moins que le dispositif de Bâle II aura un effet particulier sur ce phénomène⁶⁰⁸. Certaines études démontrent d'ailleurs

⁶⁰⁷ Voir sur ce point : Eric Nasica, *Op. cit.*, 2000.

⁶⁰⁸ Les études sur le sujet sont très nombreuses. Voir en particulier: Andrea Resti, « The New Basel Capital Accord: Structure, Possible Changes and Micro- and Macroeconomic Effects », *CEPS Research Report*, n°30, September 2002. Linda Allen, Anthony Saunders, « A Survey of Cyclical Effects in Credit Risk Measurement Models », Stern School of Business, New York University, *Working Paper*, FIN-02-018, May 2002. Disponible à l'adresse : <http://pages.stern.nyu.edu/~asaunder/procyclicality_allensaunders.pdf>. Claudio Borio, Craig

qu'en présence d'une régulation par les risques les prix des actifs sont plus bas et leur volatilité supérieure⁶⁰⁹.

Cela s'explique par le fait que l'information est de nature conventionnelle et donc sujette à de fortes variations en période de stress. Ainsi les risques perçus par les banques sont forcément de nature endogène, c'est-à-dire qu'ils dépendent du comportement des acteurs. Trois facteurs expliquent plus spécifiquement ce phénomène : l'homogénéisation des croyances, celle des actes et, un horizon temporel réduit, par exemple, par l'existence d'un effet de levier important ou d'une réglementation prudentielle⁶¹⁰. Lors du retournement du cycle, la baisse de la diversité des croyances, par la redéfinition de la convention d'évaluation, augmente la perception du risque, ce qui pousse les banques à chercher à se protéger contre ces risques, faisant baisser la diversité des actes alors que les limites du ratio sont atteintes ou que les appels de marge interviennent, réduisant d'autant l'horizon temporel des banques qui cherchent à maintenir leur marge de sécurité coûte que coûte.

Or, ces trois facteurs se retrouvent, d'une manière ou d'une autre, amplifiés dans le dispositif prudentiel de Bâle II. En effet, comme le disent Aglietta et Rebérioux, « *l'hypothèse demeure pourtant, selon laquelle le risque est un jeu contre la nature. Les facteurs de risque sont supposés être exogènes au comportement bancaire. Approximation tolérable dans les périodes paisibles, cette hypothèse est erronée en période de stress* »⁶¹¹. L'endogénéité est en effet toujours présente mais elle demeure moins visible lors des phases de calme.

Ainsi, le ratio Mc Donough, à travers le pilier I, est procyclique par le numérateur (le capital réglementaire), mais surtout par le dénominateur (les actifs pondérés). La procyclicité introduite par le numérateur est la même que celle du ratio Cooke. Elle s'explique par le fait

Furfine, Philip Lowe, « Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options », *BIS Working Papers*, n°1, March 2001. Disponible à l'adresse: <<http://www.bis.org/publ/bispap01a.pdf>>. Florence Béranger, Jérôme Teïletche, « Bâle II et la procyclicité », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, 2003, pp. 227-250. Charles Goodhart, Miguel Segoviano, « Basel and Procyclicality: A Comparison of the Standardised and IRB Approaches to an Improved Credit Risk Method », Financial Market Group, November 2004. Disponible à l'adresse: <http://fmg.lse.ac.uk/upload_file/426_DP524.pdf>.

⁶⁰⁹ Jón Danielsson, Hyun Song Shin, Jean-Pierre Zigrand, « The Impact of Risk Regulation on Price Dynamics », *Journal of Banking & Finance*, 28, 5, May 2004, pp. 1069-1087.

⁶¹⁰ Jón Danielsson, « On the Feasibility of Risk Based Regulation », *CESifo Economic Studies*, 49, 2, 2003, pp. 157-179.

⁶¹¹ Michel Aglietta, Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel, 2004, page 266.

que, lors de la phase baissière du cycle, les profits baissent et sont parfois négatifs. Dans ce dernier cas, cela réduit les fonds propres et nécessite alors de réduire l'encours des crédits accordés. Cet effet est néanmoins limité, alors que celui du dénominateur semble très important. En effet, le ralentissement de l'activité économique a nécessairement pour résultat de faire baisser la qualité courante de l'emprunteur *via* sa notation qui se dégrade, ce qui provoque alors une hausse de sa pondération et, fatalement, une hausse du montant d'actifs pondérés alors que le capital n'a pas augmenté. Dans ce cas là, la banque n'a d'autre choix, si son capital économique n'excède pas son capital réglementaire, que de réduire l'encours de ses crédits.

Cet effet serait, selon certains, différent selon le type d'approche choisi par la banque⁶¹². En particulier, le choix de l'approche standard serait moins dommageable que les choix d'une des deux approches NI. Les études économétriques disponibles montrent en effet une corrélation positive entre les pertes en cas de défaut et les probabilités de défaut et un lien négatif entre les premières et le cycle économique⁶¹³. De plus, la concurrence entre les banques et l'origine quasi identique des données historiques ont un effet homogénéisant important qui pousserait au même type d'évaluation des probabilités de défaut, menant alors à des comportements moutonniers. Enfin, la procyclicité pourrait même être introduite *via* la notation elle-même. Les trois méthodes de notation interne (analyse qualitative, analyse

⁶¹² Voir : Florence Béranger, Jérôme Teïletche, *loc. cit.*, p. 231 ; Eva Catarineu-Rabell, Patricia Jackson, Dimitrios P. Tsomocos, « Procyclicality and the New Basel Accord – Bank's Choice of Loan Rating System », Bank Of England, *Working Paper*, n°181, 2003.

⁶¹³ Voir sur ce point : Edward I. Altman, Andrea Resti, Andrea Sironi, « Analyzing and Explaining Default Recovery Rates », *Report Submitted to the International Swaps & Derivatives Association*, December 2001. Disponible à l'adresse : <http://www.isda.org/c_and_a/pdf/Analyzing_Recovery_rates_010702.pdf>. Edward I. Altman & Alii, « The Link Between Default and Recovery Rates: Implications for Credit Risk Models and Procyclicality », Stern School of Business, New York University, *Working Paper*, FIN-02-018, July 2002. Disponible à l'adresse : <<http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/WP/2002/pdf/wpa02049.pdf>>. Edward I. Altman & Alii, « The Link Between Default and Recovery Rates: Theory, Empirical Evidence and Implications », Stern School of Business, New York University, *Working Paper*, FIN-03-006, March 2003. Disponible à l'adresse : <<http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/WP/2003/pdf/wpa03006.pdf>>.

quantitative et modèles structurels à la Merton⁶¹⁴) ont en effet tendance à être elles-mêmes procycliques⁶¹⁵.

Toutefois, à y regarder de plus près, il semble aussi que le choix de l'approche standard ait une influence sur la procyclicité du ratio. Les agences de notation, malgré leur capacité à obtenir une information fine sur les entreprises, d'une part, et leur tendance à vouloir s'affranchir du mieux que possible des effets du cycle économique, d'autre part, semblent en effet surréagir aux changements de situation économique. Ainsi, quand la note est modifiée, le changement de note est amplifiée ou amoindri par la situation macroéconomique globale⁶¹⁶.

Enfin, la procyclicité est aussi introduite par le pilier III, car tout en facilitant l'accès à tous à l'information, il tend à l'homogénéiser et favorise donc la diffusion des conventions d'évaluation.

Des marges de manœuvre existent néanmoins pour les banques, ces dernières ayant systématiquement des fonds propres supérieurs aux fonds propres réglementaires exigés, mais comme toutes les banques n'auront pas des ratios très supérieurs à ceux exigés au minimum, « *Bâle II peut accentuer la procyclicité, car les ratings internes et externes dépendent du cycle, ce qui donne plus d'amplitude aux variations des coefficients des risques estimés* »⁶¹⁷. « *L'inconvénient est tel que le "véritable" risque de la banque sera probablement mal évalué, ce qui est contraire à l'esprit de la réforme* »⁶¹⁸. Ce phénomène paradoxal n'est pourtant pas

⁶¹⁴ Robert C. Merton, « On the Pricing of Corporate Debt: the Risk Structure of Interest Rates », *Journal of Finance*, **29**, 2, May 1974, pp. 449-470.

⁶¹⁵ Florence Béranger, Jérôme Teïletche, *loc. cit.* ; Eva Catarineu-Rabell, Patricia Jackson, Dimitrios P. Tsomocos, *loc. cit.* ; Michel Dietsch, Dominique Garbiol, « How Sensitive Are Banks to Ratings Changes ? The Cyclical Sensitivity of Bank Lending in the French Businesses Loans Market », *Présenté à la conférence « Credit Risk Evaluation Designed for Institutional Targeting in Finance »*, Venise, 1^{er} Octobre, 2004. Disponible à l'adresse: <http://www.greta.it/credit/credit2004/Poster/05_2_Dietsch_Garbiol.pdf>.

⁶¹⁶ Voir sur ce point : Anil Bangia & Alii, « Ratings Migration and the Business Cycle, with Application to Credit Portfolio Stress Testing », *Journal of Banking & Finance*, **26**, 2-3, March 2002, pp. 445-474 ; Pamela Nickell, William Perraudin, Simone Varotto, « Stability of Rating Transitions », *Journal of Banking & Finance*, **24**, 1-2, January 2000, pp. 203-228 ; Seth B. Carpenter, William Whitesell, Egon Zakrajsek, « Capital Requirements, Business Loans, and Business Cycles: An Empirical Analysis of the Standardized Approach in the New Basel Capital Accord », BGFRS, *Finance and Economics Discussion Series*, 2001-48, November 13, 2001. Disponible à l'adresse : <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200148/200148pap.pdf>> ; Yusuf Jafry, Til Schuermann, « Measurement, Estimation and Comparison of Credit Migration Matrices », *Journal of Banking & Finance*, **28**, 11, November 2004, pp. 2603-2639.

⁶¹⁷ Van Nguyen The, *loc. cit.*, p.14.

⁶¹⁸ Florence Béranger, Jérôme Teïletche, *loc. cit.*, p. 233.

le seul posant problème dans la mise en place du dispositif de Bâle II. Le ratio Mc Donough aura en effet une forte tendance à favoriser certaines banques au détriment d'autres établissements bancaires.

2 – De possibles distorsions importantes de concurrence

L'adoption du dispositif de Bâle II aura aussi un impact sur la concurrence dans le secteur bancaire, mais aussi dans le secteur financier en général. Les banques et les régulateurs sont pourtant très attachés à une certaine équité concurrentielle mais ils n'ont pu éviter des distorsions. Cet impact se mesure par rapport au ratio Cooke, qui lui-même avait eu en son temps des effets parfois néfastes sur la concurrence dans le secteur bancaire. Il est de deux ordres, à savoir, d'une part, dans les conditions d'accès au marché et, d'autre part, dans l'exigence de fonds propres réglementaires.

Premièrement, les conditions d'accès au marché vont être source de distorsions nombreuses. En particulier, des distorsions nationales vont se créer ou perdurer, puisque l'accord donne une grande marge de manœuvre aux superviseurs nationaux pour décider qui ou non doit faire partie du dispositif. En particulier, les États-Unis « *appliqueront Bâle II de manière quelque peu "minimaliste" (utilisation des seules méthodes avancées par un petit nombre de très grandes banques)* »⁶¹⁹. En effet, ils appliqueront le dispositif de manière à pénaliser l'utilisation de la méthode standard, tout en restreignant l'accord à une vingtaine de banques à forte implication internationale⁶²⁰. Cette interprétation aura alors pour effet d'introduire une forte distorsion sur le marché de la banque de détail, étant donné que la constitution d'un réseau est une barrière à l'entrée très importante, ce qui forcera les banques étrangères à prendre plus de risques pour avoir accès au marché, en misant sur la banque d'affaire, par définition plus risquée. De plus, l'accord favorise les groupes bancaires de grande taille et relativement spécialisés. Ainsi, en Europe, les banques à vocation nationale seront pénalisées, dans la mesure où l'écart entre les méthodes standard et NI peut atteindre jusqu'à 20 % du montant des capitaux réglementaires, au détriment des banques choisissant la méthode standard, moins coûteuse car ne nécessitant pas la constitution de séries longues

⁶¹⁹ Danièle Nouy, *loc. cit.*, p. 99.

⁶²⁰ Dominique Garabiol, « Bâle II : les risques de distorsion de concurrence », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, 2003, pp. 151-162.

permettant de calculer la probabilité de défaut⁶²¹. Cet écart agira alors comme une subvention aux banques appliquant les méthodes NI, qui pourront utiliser ce surplus de capital pour leurs activités commerciales.

Deuxièmement, l'accord de Bâle II aura un effet sur le calcul des fonds propres réglementaires. En effet, la modification des règles de calcul de fonds propres aura des conséquences différentes selon l'activité et le portefeuille des établissements bancaires mais aussi les pays considérés. Par exemple, en Europe, concernant le numérateur du ratio, l'accord est interprété de telle manière qu'il est plus restrictif que Bâle I sur les plus-values latentes, mais moins restrictif sur les participations bancaires non consolidées. Autrement dit, les banques européennes ayant très peu de participation non consolidées seront pénalisées par rapport aux banques des autres pays, et ce, d'autant plus que le projet de directive européenne exige une soumission individuelle au ratio de capitalisation, ce qui signifie que les banques européennes auront besoin de plus de capital réglementaire pour le même niveau d'activité. Mais c'est au niveau des secteurs que les distorsions risquent d'être les plus importantes. En effet, certains marchés vont bénéficier du changement de calcul, comme celui des particuliers (- 49 %), et notamment l'habitat résidentiel (- 58 % de capital exigé), celui des très petites entreprises (- 31 %) ou celui des grandes entreprises (-13 %). Les banques spécialisées dans ces marchés auront alors un avantage décisif au détriment de celles plus généralistes ou spécialisées dans d'autres secteurs, comme les financements spécialisés (+ 31 %)⁶²².

Ainsi, ces distorsions de concurrence introduites par la mise en place du nouvel accord seront plutôt favorables aux grandes banques américaines, et plus généralement aux banques des pays anglo-saxons dont les systèmes financiers sont fondés sur la finance directe, où les ménages sont très endettés et les entreprises financent leur activité sur les marchés⁶²³. Néanmoins les exigences en capital sur les activités de titrisation augmenteront de près de 130 %.

⁶²¹ Les estimations de la BRI pour la mise en place de la méthode avancée sont comprises entre 100 et 200 millions d'euros, ce qui constitue une barrière à l'entrée importante. Basel Committee on Banking Supervision, *Third Quantitative Impact Study*, Bâle, BRI, 5 Mai 2003.

⁶²² Dominique Garabiol, *loc. cit.*

*
* *

Par conséquent, on peut remarquer que la réforme du ratio Cooke, en cherchant à rendre plus adéquat le calcul des exigences de fonds propres par rapport aux risques encourus, aura à n'en pas douter un effet important sur l'instabilité financière en général, notamment sur l'activité bancaire. La non prise en compte des risque endogènes, générateurs de procyclicité du ratio ainsi que les distorsions de concurrence sont deux éléments que les réformateurs ont mal pris en compte, alors qu'ils ont un impact majeur sur la capacité des systèmes financiers nationaux à encaisser les crises financières.

D'autres propositions de réforme sont pourtant disponibles, comme celle de Goodhart et de la *London School of Economics* en général, qui proposent de décomposer le capital requis en trois tranches, dont une première fondée sur un calcul à partir d'une méthode interne de pondération des risques que le superviseur approuve ou non, une deuxième fondée sur la correspondance entre les estimations des banques et les risques constatés (à l'avantage des banques faisant de bonnes estimations) et, enfin, une troisième délibérément contra-cyclique et uniforme, à savoir une provision de capital durant la phase croissante du cycle⁶²⁴. Ce mécanisme permettrait au moins de limiter l'impact du nouveau ratio sur la procyclicité, même s'il serait probablement difficile de réduire les distorsions de concurrence.

Ces écueils s'expliquent *in fine* par la logique profonde de cette réforme qui s'inscrit elle aussi dans le sillon de la Nouvelle Architecture Financière Internationale en cherchant une implication plus forte du secteur privé par le jeu des notations internes, de la transparence, par l'accent mis sur la diffusion de l'information et, enfin, par l'idée que les marchés sont capables de s'autoréguler pour peu que les superviseurs les y incitent efficacement.

⁶²³ Van Nguyen The, *loc. cit.*

⁶²⁴ Jón Daniélsson & Alii, « An Academic Response to Basel II, London School of Economics », Financial Market Group, *Special Paper*, n°130, May 2001.

Conclusion du chapitre 5

La conclusion de ce chapitre est pour le moins paradoxale. Les États-Unis ont aidé à la mise en place de deux réformes visant à l'amélioration de la stabilité financière internationale, mais chacune d'entre elles pose problème. La première, censée réduire et gérer l'instabilité financière à la périphérie, ne fait *in fine* que réaffirmer le principe de libre circulation des capitaux alors que des crises financières ont eu lieu à la suite de sa mise en place. La seconde, non encore éprouvée par les faits, aura elle aussi des conséquences sur la procyclicité du comportement des banques et sur la concurrence au sein du système bancaire du fait même de l'adoption du principe du calcul du ratio de capital par les risques pondérés.

A chaque fois, on peut dire que la perspective minimaliste américaine a engendré des réformes qui n'en sont pas vraiment, car elles ne remettent pas en cause les fondements mêmes de l'ordre financier international, en particulier la place et le rôle des États-Unis au sein du régime financier international. De surcroît, les pouvoirs des régulateurs nationaux se sont concentrés durant la fin des années quatre-vingt-dix, conformément à la volonté américaine de long terme de régulation nationale des systèmes financiers, et ce dans l'ensemble des grands pays industrialisés⁶²⁵.

Le problème qui se pose est alors le suivant : si les réformes engagées tant bien que mal au niveau international échouent, il se peut que les réactions nationales des autorités et des États soient de nature à empêcher toute sortie du régime financier international, en entretenant et même en amplifiant la dynamique de déséquilibre de la balance des paiements des États-Unis, déjà très importante depuis les années quatre-vingt. Autrement dit, se peut-il que l'instabilité financière, mal gérée au niveau international, ne provoque des comportements rationnels générateurs d'un mal encore plus profond pour l'ordre financier international ?

⁶²⁵ On pense notamment à la création de la *Financial Services Authority* en Grande Bretagne, à la *Financial Supervisory Agency* au Japon, de l'Autorité des Marchés Financiers en France ou encore du *Bundesaufsichtamt für den Wertpapierhandel* en Allemagne.

Chapitre 6 – Permanence de déséquilibres et endettement des États-Unis: le seigneurage américain en question

La théorie, c'est quand on sait tout et que rien ne fonctionne. La pratique, c'est quand tout fonctionne et que personne ne sait pourquoi. Ici, nous avons réuni théorie et pratique : Rien ne fonctionne... et personne ne sait pourquoi.

Albert Einstein

La stabilité du régime d'étalon dollar dépend de sa capacité à se reproduire, c'est-à-dire à faire perdurer les comportements des acteurs publics ou privés, en dépit de l'instabilité financière qu'il engendre, et qu'il est toutefois difficile de maîtriser de manière efficace au niveau international. Or, ce régime se caractérise aussi par une place particulière des États-Unis, matérialisée par la croissance toujours plus tangible de leur déficit courant, dont la soutenabilité, c'est-à-dire la reproductibilité à moyen terme, est de plus en plus questionnée.

D'un point de vue strictement économique, le problème que soulève *in fine* le régime d'étalon dollar est celui de l'utilisation d'une monnaie nationale comme réserve internationale par les Banques Centrales du monde entier. Cette caractéristique est même une résilience du régime issu des accords de Bretton Woods⁶²⁶. Mais d'un point de vue plus politique, cette résilience pose le problème de la capacité d'une nation, en l'occurrence les États-Unis, à vivre au dessus de ses moyens, c'est-à-dire à maintenir le seigneurage qu'elle tire de sa position centrale dans le système financier international. Harrod avait lui aussi en son temps décrit cette possibilité offerte aux États-Unis comme un système qui « *entraîne les autres pays à*

⁶²⁶ Triffin, déjà, avait soulevé le problème dès le début des années soixante : « [...] le problème naît des incohérences entraînées par l'utilisation de monnaies nationales comme réserves internationales ». Robert Triffin, *L'or et la crise du dollar*, Paris, PUF, traduit sous la direction de J. R. Boudeville, 1962, p. 10.

*approvisionner les États-Unis en biens et services, année après année, en échange de morceaux de papier, dont l'impression n'a presque rien coûté à ces derniers. »*⁶²⁷

Historiquement, au niveau national, le gain de seigneurage était lié au privilège régalien de battre monnaie. Il correspondait à la différence entre la valeur faciale et la valeur réelle de la monnaie, liée à la quantité de métal précieux contenu dans une pièce. Avec la mise en place des systèmes monétaires nationaux modernes basés sur le crédit, le gain de seigneurage correspond désormais au gain de la Banque Centrale lié à son monopole dans l'émission de billets, notamment à sa possibilité d'avoir des engagements non rémunérés ou à un taux plus bas que celui du marché, mais des avoirs au taux du marché.

Au niveau international, toutefois, le gain du seigneurage est un peu différent. Corbin indique que le seigneurage correspond d'un point de vue strict à la possibilité pour la Banque Centrale du pays à devise-clé de tirer des recettes des réserves officielles des autres Banques Centrales, des dépôts obligatoires des banques de second rang auprès de la Banque Centrale, ou des liquidités détenues par les non-résidents privés⁶²⁸. Mais d'un point de vue plus large, le seigneurage des États-Unis correspond à la possibilité de rendre le financement de la balance des paiements plus flexible et donc à une « *ligne de crédit souple* » de la part du reste du monde⁶²⁹, ce que permet précisément le régime d'étalon dollar.

On peut dès lors s'interroger sur cette situation. Est-elle une menace ou une opportunité, à la fois pour le monde, mais aussi pour les États-Unis ? Le seigneurage des États-Unis semble en effet de moins en moins possible, même s'il découle de la nécessité pour le monde d'utiliser une monnaie nationale (en l'absence de monnaie internationale) comme devise-clé. En effet, si cette dynamique se maintient, les États-Unis devront s'endetter encore vis-à-vis du reste du monde, qui peut ne plus accepter cette situation.

Et sur ce point, deux niveaux d'analyse complémentaires sont envisageables. D'un côté, on peut mobiliser une analyse normative du phénomène. Ainsi, certains auteurs, à l'instar

⁶²⁷ Roy Harrod, *La monnaie*, Paris, Dunod, 1971, p. 323.

⁶²⁸ Annie Corbin, « Statut de monnaie de réserve du dollar et seigneurage américain : bilan et perspectives », *Revue D'économie Financière*, 72, 3-2003, 2003, pp. 265-276.

⁶²⁹ Ronald. I. McKinnon, « The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2001, pp. 227-239.

d'un Jacques Rueff, considèrent que ce seigneurage est un « privilège exorbitant ». Autrement dit, ils considèrent que cette situation est au mieux immorale ou, au pire, inacceptable. Les positions des auteurs ayant cette conception du seigneurage des États-Unis sont assez éclectiques, mais tous en arrivent à la même conclusion, à savoir que cette situation doit cesser. D'autres, au contraire, considèrent que le seigneurage américain est au mieux un phénomène positif pour le monde et, au pire, un mal nécessaire⁶³⁰.

D'un autre côté, on peut mobiliser des approches plus positives qui chercheront à décrire le fonctionnement du système financier international. Ce type d'approche mène alors à deux pôles de conception. Le premier rassemble des auteurs qui considèrent que cette situation est une menace pour la stabilité de l'économie mondiale. On parle alors de piège duquel il faudrait sortir⁶³¹, d'un trou noir économique⁶³² ou encore d'un risque périlleux⁶³³. Le second considère plutôt que, si la situation perdure, c'est soit parce que la question des déficits et des déséquilibres constatés est un faux problème, soit parce que les investisseurs étrangers y trouvent leur intérêt et considèrent qu'investir aux États-Unis est un bon calcul⁶³⁴.

Notre argumentation reprend en partie ces conceptions mais rajoute un élément supplémentaire dans l'analyse : l'instabilité financière. Cet ajout permet d'expliquer un certain nombre de phénomènes, et notamment le fait que les pays à la périphérie du système financier international ne rechignent pas au financement toujours croissant du déficit courant des États-Unis. La hausse du niveau d'instabilité financière et les difficultés à la réguler de

⁶³⁰ Les analyses en terme d'impérialisme, même si elles critiquent plutôt l'attitude des États-Unis, peuvent être alors intégrées de ce côté-ci des approches normatives, notamment du fait que l'argument suprême demeure le fait que l'asymétrie au sein du système financier international est inéluctable. Schwartz fait d'ailleurs remarquer que l'impérialisme n'est pas forcément le fait d'un pays créateur net vis-à-vis du reste du monde, comme les interprétations habituelles tendent à le faire penser. Voir sur ce point: Herman Schwartz, « Hobson's Voice: American Internationalism, Asian Development, and Global Macroeconomic Imbalances », *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 2002-03, 2003, **25**, 2, pp. 331-351.

⁶³¹ Pierre Leconte, *Comment sortir du piège américain ?*, Paris, Ed. François-Xavier de Guibert, 2003.

⁶³² Alexandra Estiot, « Le déficit courant des États-Unis est-il un trou noir ? », *Conjoncture*, Novembre 2003, pp. 2-21.

⁶³³ Voir l'éditorial du Monde du 20 novembre 2003, intitulé « le risque dollar ».

⁶³⁴ Sur le premier point, on se rappellera des réserves émises par Quinland et Chandler : J. Quinland, M. Chandler, « The U.S. Trade Deficit: A Dangerous Obsession », *Foreign Affairs*, **80**, 3, May/June, 2001, pp. 87-97. Sur le second point, *The Economist* parle depuis 2002 d'une doctrine O'Neill à ce propos (notamment dans le numéro du 25 avril 2002).

manière satisfaisante semblent en effet avoir un rôle déterminant dans le maintien de cette situation.

La première section fera alors le point sur l'ampleur des déséquilibres observés. Elle contribuera à la recherche des causes profondes de l'écart toujours important entre épargne et investissement. Plus particulièrement, elle montrera que la financiarisation de l'économie des États-Unis a eu un impact majeur sur la dynamique d'épargne des ménages, mais aussi sur la capacité de l'État à générer des déficits. La seconde section cherchera pour sa part à voir si cette dynamique est soutenable. Elle posera dès lors la question du financement de la balance des paiements des États-Unis et montrera que celui-ci est soutenable à court terme, du fait des conséquences de l'instabilité financière, mais pas à plus long terme, notamment en raison de l'augmentation de la probabilité d'un ajustement brutal. Surtout, elle montrera qu'il est dépendant du bon vouloir des créanciers des États-Unis, qu'ils soient privés ou publics.

Section 1- L'origine financière de la baisse du taux d'épargne des États-Unis

Dans cette section, notre intérêt se portera sur le haut de la balance des paiements des États-Unis⁶³⁵. En effet, tout porte à croire que la trajectoire du compte courant américain s'inscrit dans une dynamique de déséquilibres importants et cumulatifs depuis la fin des années soixante-dix (A). Ces déséquilibres structurent l'économie mondiale. Ils s'expliquent en grande partie par une tendance très forte à la baisse du taux d'épargne nationale, liée notamment à la financiarisation de l'économie américaine, même si d'autres facteurs doivent être pris en compte (B).

A – Des déséquilibres externes d'une ampleur inégalée

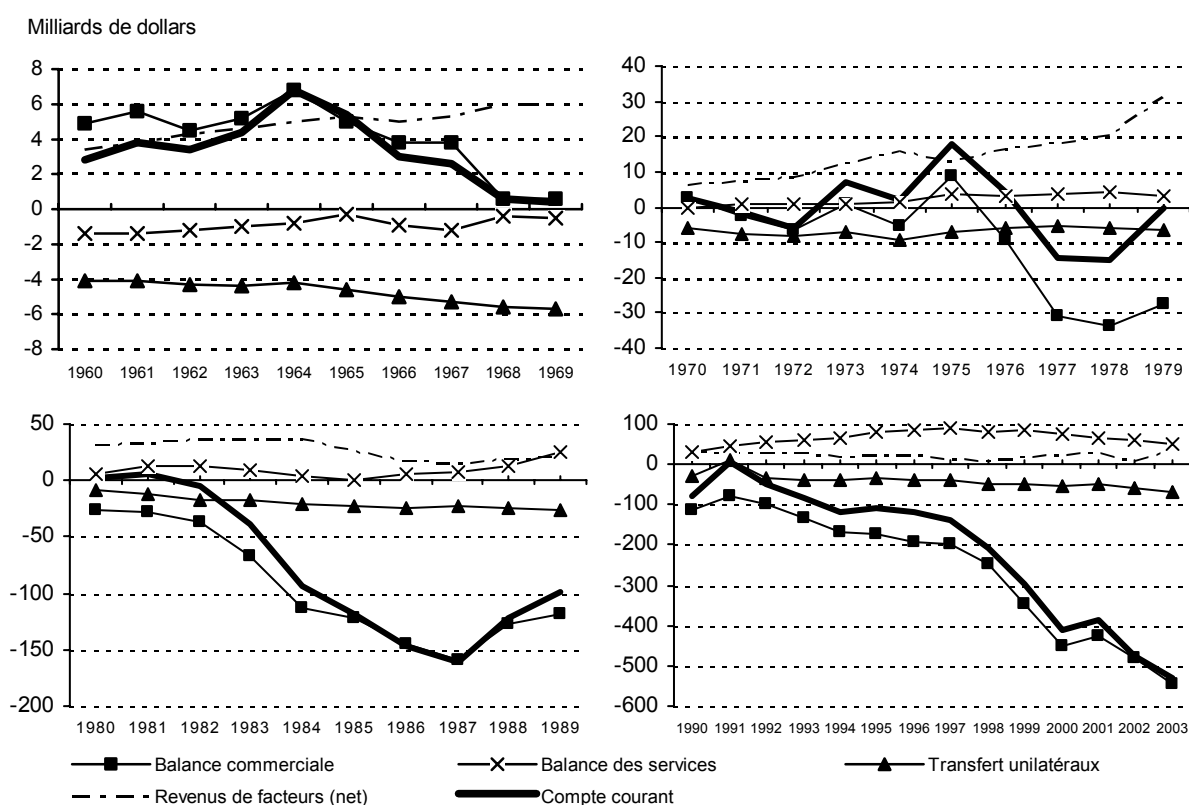
Globalement, on peut dégager deux caractéristiques majeures des tendances de long terme de la balance des transactions courantes américaine. La première montre une très forte dégradation du solde courant. Celui-ci passe en effet d'un léger surplus en 1960 (2,8 milliards de dollars) à un déficit record en 2003 de 530 milliards de dollars, soit un peu plus de 5 % du PIB. La seconde montre une très forte corrélation entre l'évolution du solde courant et celle du solde commercial, tendant à faire penser que l'évolution du second détermine celle du premier. Il apparaît toutefois un excédent structurel du solde des services depuis les années quatre-vingt, révélant une forte compétitivité américaine dans ce domaine.

⁶³⁵ L'étude de la balance des paiements n'est pas sans poser certains problèmes, malgré cette possibilité d'agrégation de soldes. En effet, plusieurs limites peuvent perturber l'étude d'une balance des paiements. Premièrement, la comptabilité en partie double rend mal compte de toutes les opérations à caractère unilatéral, comme les transferts sans contrepartie, engendrant ainsi des ajustements d'ordre technique. Dans le cas des États-Unis, le poste transferts est même un poste à part entière par construction. Ensuite, l'origine des sources d'information est différente entre le bas et le haut de la balance des paiements, si bien que souvent ces deux éléments ne correspondent pas. Il est donc devenu nécessaire de tenir compte de cette différence et de créer un poste ajustement. Troisièmement, on peut comptabiliser une opération de différentes façons suivant les pays, notamment en raison du moment du paiement lié à une opération réelle par exemple. Enfin, c'est un instrument très rigide alors que l'activité économique évolue en permanence, si bien que des postes peuvent voir leur raison d'être disparaître et d'autres devenir non analysables du fait de leur structure.

1 – Un déficit courant en augmentation rapide

L'évolution du solde courant n'a pourtant pas été constante et linéaire. On peut remarquer quatre phases (correspondant *grosso modo* aux quatre décennies étudiées, avec comme années charnières 1971, 1982 et 1991), les trois dernières phases montrant une accélération à la hausse du déséquilibre structurel associée à une amplification des fluctuations (Graphique 6.1).

Graphique 6.1 : Le solde courant des États-Unis depuis les années soixante



Source: *Bureau of Economic Analysis*.

Le lecteur peut aussi se référer à l'annexe 5, page 382.

Pendant les années soixante, le solde courant reste très proche de l'équilibre comparativement à son évolution ultérieure. L'excédent annuel moyen est à ce titre de 3,3 milliards de dollars. Le solde des transferts courants reste déficitaire sur toute la période, avec en moyenne un déficit de 4,7 milliards de dollars (même s'il a tendance à se renforcer légèrement), de même que celui des services (avec en moyenne un milliard de dollars de déficit). Enfin le solde des revenus augmente structurellement, passant de 3,4 milliards en

1960 à 6,2 milliards en 1970, lié en cela à la stratégie d'internationalisation des firmes américaines, notamment en Europe.

La décennie soixante-dix voit quant à elle apparaître et s'intensifier l'instabilité du solde courant (variant entre plus et moins 18 milliards de dollars sur la décennie). Ceci s'explique en grande partie par l'instabilité du solde commercial qui a pour point haut 1975 avec 9 milliards d'excédent et pour point bas 1978 avec 34 milliards de dollars de déficit. Les autres soldes suivent les tendances observées dans les années soixante, à savoir un maintien du solde négatif des transferts courants (à moins 7 milliards), un décollage du solde positif des services (passant de un à 12 milliards d'excédent en 1981) et une multiplication par plus de quatre du solde positif des revenus de facteurs (c'est-à-dire du capital), passant de 7 milliards en 1971 à plus de 32 milliards en 1981.

À partir de 1982, on observe une très forte dégradation du solde courant (d'un déficit de 5,5 milliards en 1982 à 79 milliards en 1990). Cette dégradation structurelle a été accompagnée d'une forte variation du solde courant, le point bas de la décennie étant de moins 160 milliards de dollars en 1987. Cette forte dégradation du solde courant américain, associée à de fortes variations, s'explique exclusivement par le mouvement du solde commercial, les deux courbes étant presque identiques sur la période. Les autres courbes montrent en effet une stabilité du solde des transferts courants à un peu plus de 20 milliards de déficit par an, une croissance du solde des services (passant de 12 milliards en 1982 à 30 en 1990) et une stabilisation autour de 30 milliards du solde des revenus de facteurs. En termes relatifs, le déficit courant américain représente moins de 1 % du PIB en 1981 contre 4 % en 1987, année où la tendance à la baisse cumulée s'inverse pour revenir à un équilibre de courte durée en 1991.

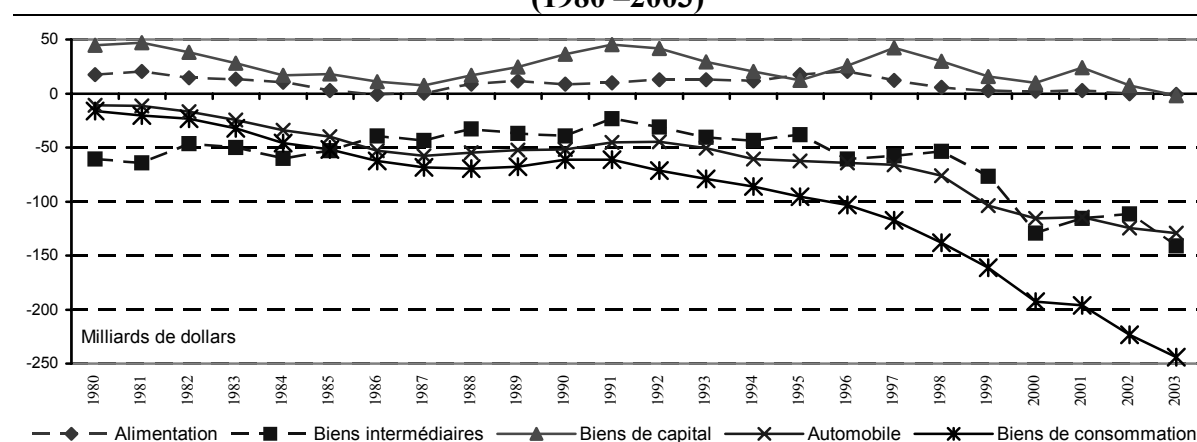
Enfin, après l'année atypique de 1991, caractérisée par un excédent courant record de 3,7 milliards de dollars (suite aux transferts venus financer la guerre du golfe), la décennie quatre-vingt-dix montre un emballement des tendances de la décennie précédente. Le solde courant est en chute libre et montre une très nette accélération en 1998 (le déficit courant y est alors de 210 milliards de dollars et dépasse les 4 % du PIB à partir de cette date). Il suit en cela le solde commercial dont le montant est presque le même que le solde courant en 2002. Le solde des services atteint un sommet en 1999 avec un excédent de 83 milliards de dollars,

mais baisse ensuite à 50 milliards, et le solde des transferts courants continue à se dégrader lentement, avec en 2003 67 milliards de déficit. Un autre point marquant de cette décennie est le tassement du solde des revenus de facteurs à partir de 1998, expliquant pour une faible part la baisse plus forte du solde courant après cette date.

2 – La consommation de produits étrangers tire le déficit commercial à la baisse

L'étude des éléments constitutifs du solde commercial (Graphique 6.2) montre que sa dégradation s'explique principalement par celle des soldes des biens de consommation finale, des biens intermédiaires et de l'automobile⁶³⁶, alors que ses variations s'expliquent plutôt par celles du solde des biens de capital. Ce phénomène s'est progressivement déclaré depuis les années soixante-dix et montre une concentration sectorielle de plus en plus importante, notamment au niveau des importations américaines, qui correspond à une perte importante de compétitivité internationale des produits concernés, mais aussi à un surplus de consommation de produits étrangers de la part des ménages américains.

Graphique 6.2 : Ventilation par poste de la balance commerciale américaine (1980 – 2003)



Source: *Bureau of Economic Analysis*.

On remarque en effet qu'entre 1980 et 2003, le déficit annuel des biens de consommation passe de 20 à 250 milliards de dollars, tandis que celui des automobiles est

⁶³⁶ Ce sont surtout les firmes japonaises qui tirent profit de cette évolution, malgré la hausse de près de 100 points de l'indice de production automobile aux États-Unis entre 1990 et 2002 (sur une base 100 en 1990), et une augmentation des ventes de véhicules de 12 millions à 19 millions entre 1992 et 2002. G. Mustafa Mohatarem, « Impact of the Strong Dollar on the US Auto Industry », in: C. Fred Bergsten, John Williamson (Eds), *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2003, pp. 135-143.

multiplié par 13, passant de 10 à 130 milliards de dollars, et celui des biens intermédiaires (y compris l'énergie) passe de 60 à 140 milliards de dollars. Le solde alimentaire reste stable sur la période et ne dépasse jamais les 25 milliards de dollars d'excédent. Le solde des biens de capital fluctue quant à lui plus amplement, traduisant les fluctuations du cycle des affaires.

Ainsi, on peut conclure provisoirement que les mouvements du solde courant américain s'expliquent en grande partie par ceux du solde commercial, eux-mêmes fortement corrélés aux variations du solde des biens de capital. En revanche, l'augmentation structurelle du déficit courant s'explique principalement par la dégradation du solde des biens de consommation et de celui de l'automobile (traduisant une perte de compétitivité de ces deux secteurs industriels américains), malgré une tendance de long terme à l'excédent pour le solde des services et un retour à la hausse du solde des revenus de facteurs.

B – Une origine interne : la baisse du taux d'épargne nationale

Si l'on s'en arrête à la description de la trajectoire du compte courant des États-Unis depuis les trente à quarante dernières années, on aurait à coup sûr localisé le problème auquel le système financier international est confronté actuellement : la permanence et l'augmentation d'un déficit courant dans le pays au centre du système financier international⁶³⁷. Cette permanence, nous le verrons plus tard, pose le problème de l'augmentation de l'endettement des États-Unis vis-à-vis du reste du monde. On pourrait aussi insister encore sur le fait qu'elle traduit une perte de compétitivité pour les industries américaines, perte responsable de nombreuses pertes d'emplois aux États-Unis dans les secteurs concernés. Mais on n'aurait que la perception d'un symptôme et non l'analyse de ses sources. Car la balance des paiements n'est qu'un instrument comptable. Elle ne nous informe pas sur les sources des mouvements qu'elle enregistre et elle n'est que le reflet périodique de comportements de la part d'individus et d'institutions aux motivations spécifiques. On peut cependant l'utiliser pour affiner l'analyse. Plusieurs propositions ont d'ailleurs été faites.

Une première typologie consisterait à regrouper les facteurs sur une base plutôt théorique. Mann détermine en effet trois grandes perspectives d'analyse de la balance des

⁶³⁷ Voir à ce propos: Grégory Vanel, « La balance des paiements américaine revisitée : mesure et démesure de l'hégémonie financière américaine », Centre Études Internationales et Mondialisation, *Continentalisation – Cahier de recherche*, 02-04, mars 2002. Disponible à l'adresse : <<http://www.unites.uqam.ca/gric/pdf/bdpus0204.pdf>>.

paiements, insistant toutes sur un groupe de facteurs⁶³⁸. La première, que l'on peut appeler « domestique », correspond à une vision où le reste du monde réagit de manière automatique à l'évolution des comptes nationaux, notamment à l'évolution du différentiel entre épargne et investissement. La deuxième, « internationale », insiste sur les effets du différentiel de croissance entre les États-Unis et le reste du monde, notamment à travers l'évolution de la balance commerciale⁶³⁹. La troisième, « financière », se base sur une analyse du comportement des agents sur les marchés de capitaux internationaux, en particulier sur leur comportement d'allocation optimale des portefeuilles⁶⁴⁰.

Mais nous pouvons, dans une perspective plus appliquée, distinguer deux types de facteurs, qui recoupent ceux présentés ci-dessus : ceux qui expliquent l'origine du déficit sur le long terme, et ceux qui expliquent sa permanence et son renouvellement, sur les court et moyen termes. Nous avons choisi d'aborder le premier type de facteur immédiatement, et de réserver l'analyse des seconds à la section suivante, dans la mesure où ils expliquent pourquoi le régime financier international est actuellement stable. Plus précisément, ces causes renvoient à la différenciation de l'économie internationale entre un centre (débiteur net vis-à-vis du reste du monde) et une périphérie (créancière globalement vis-à-vis du centre).

Ainsi, les causes profondes du déficit courant des États-Unis peuvent se représenter à partir de l'identité comptable suivante :

(1) $X - M = I - S$, avec X les exportations, M les importations, I l'investissement global et S l'épargne globale.

Cette équation (1) permet de mettre en évidence le rôle de la baisse tendancielle du taux d'épargne globale américain, comme le montre le graphique 6.3. En effet, alors qu'au début des années quatre-vingt, l'écart entre épargne et investissement était de l'ordre d'un point du PIB, celui-ci a assez rapidement augmenté pour s'établir actuellement à environ 5 points. Les

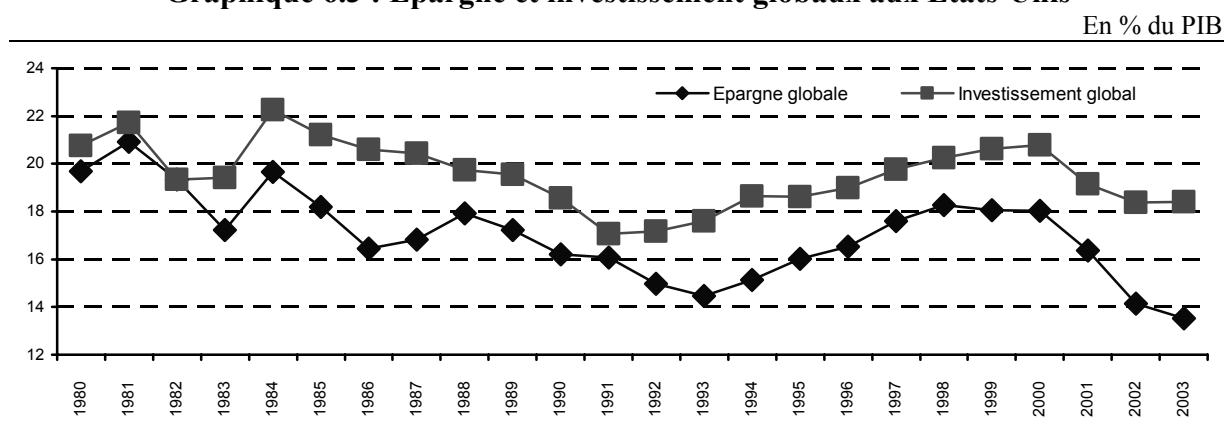
⁶³⁸ Catherine L. Mann, « Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability », *Journal of Economic Perspectives*, 16, 3, 2002, pp. 131-152.

⁶³⁹ Pour une version modélisée de ce type d'approche, voir : Jaime Marquez, Neil R. Ericsson, « Evaluating Forecasts of the U.S. Trade Balance », In: Ralph C. Bryant, Peter Hooper, Catherine L. Mann (Eds), *Evaluating Policy Regimes*, Washington D.C., Brookings Institution, 1993, pp. 671-732.

⁶⁴⁰ Voir sur ce point : Jacob A. Frenkel, Michael L. Mussa, « Asset Markets, Exchange Rates and the Balance of Payments », in: Ronald W. Jones, Peter B. Kenen (Eds), *Handbook of International Economics*, vol. 2, Amsterdam, Elsevier, 1985, pp. 679-747.

seules années où épargne et investissement sont à l'équilibre sont des années de récession, comme en 1982 et en 1991⁶⁴¹. Cette hausse de l'écart s'explique surtout par la baisse soutenue, quoique cyclique, du taux d'épargne globale, qui passe de 19% en 1980 à 13,5 % en 2003. En revanche, le taux d'investissement demeure assez important, de l'ordre de 19 % en moyenne sur l'ensemble de la période, malgré un déclin sensible depuis 2000.

Graphique 6.3 : Épargne et investissement globaux aux États-Unis



Source : *Bureau of Economic Analysis*

À partir de là, on peut distinguer trois facteurs principaux permettant d'aller plus en avant dans la compréhension de la baisse du taux d'épargne nationale: le déficit public (1), le différentiel de croissance entre le centre et la périphérie (2), et la baisse du taux d'épargne privée (3).

1 – Les déficits publics ont-ils un impact négatif et direct sur le solde courant ?

Le premier type d'explication est celui qui fait le lien entre les déficits courant et budgétaire. Cette relation a été très étudiée durant la décennie quatre-vingt. On donnait alors à la conjonction de ces deux phénomènes le nom de « déficits jumeaux ». Dès lors que l'on fait l'hypothèse que l'équilibre interne privé demeure stable et proche de zéro, une relation positive s'établit entre le solde courant et le solde budgétaire. L'identité comptable devient alors la suivante :

$$(2) \quad X - M = (T - G) + \mathbf{\epsilon}, \text{ avec } \mathbf{\epsilon} \text{ égal au solde résiduel de l'équilibre interne privé.}$$

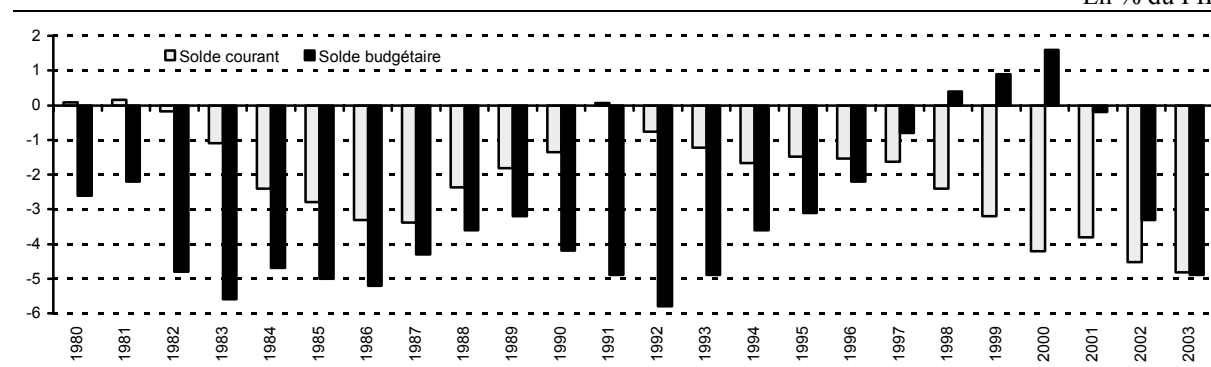
⁶⁴¹ L'année 2003 est de ce point de vue atypique.

Dans ce cas, l'évolution des finances publiques deviendrait à elle seule la source d'explication de la trajectoire à long terme du solde courant, notamment du fait des effets du déficit public sur le solde commercial⁶⁴². Cette théorie a alors une implication normative fondamentale, puisque le seul responsable de la dégradation du solde courant serait l'État, incapable de gérer son budget de manière responsable.

Elle achoppe néanmoins sur le problème de la vérification empirique, sauf à considérer que le déficit public a un impact sur la baisse du taux d'épargne privée⁶⁴³. Il apparaît en effet difficile de soutenir un tel raisonnement sur la longue période (Graphique 6.4), même si dans les récentes années on a assisté à la concomitance des deux déficits. Le coefficient de corrélation entre les deux déficits est en effet de $-2,8$ entre 1980 et 2003, ce qui indiquerait plutôt des trajectoires inverses.

Graphique 6.4 : Les soldes courant et budgétaire depuis 1980

En % du PIB



Sources : Bureau of Economic Analysis et Fonds Monétaire International.

Seul le début de la décennie quatre-vingt semble ainsi montrer une certaine tendance à la synchronisation des trajectoires des soldes courant et budgétaire aux États-Unis, le coefficient de corrélation sur l'ensemble de la décennie étant de 0,5. On peut mettre ceci en relation avec l'inflexion de la politique économique américaine à la fin des années soixante-dix. Cette politique a en effet été basée sur la conjonction d'une politique budgétaire expansive d'une part, et donc propice à l'apparition de déficits publics, et d'une politique monétaire restrictive d'autre part. Ce *policy mix* a eu pour effet immédiat une forte

⁶⁴² Voir: Catherine L. Mann, *Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?*, Washington D.C., Institute For International Economics, 1999, chapitre 2.

⁶⁴³ Alain de Serres, Florian Pelgrin, « The Decline of the Private Saving Rates in the 1990s in OECD Countries: How Much Can Be Explained by Non-Wealth Determinants? », *OECD Economic Studies*, n°36, 2003/1, 2003, pp. 117-153.

appréciation du taux de change réel du dollar⁶⁴⁴, ce qui a pesé sur la compétitivité des exportations américaines et sur le coût des importations en provenance du reste du monde. Cette forte appréciation du dollar a en outre été à l'origine des deux grands arrangements monétaires que sont les accords du Plaza et du Louvre en 1985 et 1987.

Toutefois cette conjonction n'a duré qu'un temps et les années quatre-vingt-dix montrent plutôt une inversion de tendance entre les deux soldes. On pourrait même dire que si les soldes sont jumeaux, ce sont de faux jumeaux, le solde courant se dégradant à mesure que le solde budgétaire s'améliore, ce que corrobore un coefficient de corrélation de -0,88 entre 1990 et 2000. Depuis 2000, la trajectoire observée montre à nouveau un retour aux déficits jumeaux, mais il n'est pas encore du tout certain que son origine et que sa durée soit les mêmes⁶⁴⁵.

Par ailleurs, l'explication par les déficits jumeaux n'a pas qu'une limite d'ordre factuel. En effet, des liens étroits sont identifiables entre les équilibres public et privé. Considérer le solde privé comme un résidu, proche de l'équilibre ou non, revient alors à oublier les effets de l'activité économique sur les finances de l'État et réciproquement⁶⁴⁶. Les données montrent même une dynamique inverse entre ces soldes aux États-Unis depuis les années quatre-vingt⁶⁴⁷. Cette relation, appelée équivalence ricardienne, est sur le long terme beaucoup plus forte que celle entre le solde courant et le solde public⁶⁴⁸.

⁶⁴⁴ Le taux de change effectif réel du dollar est ainsi multiplié par 1.5 entre 1979 et 1985. Sur une base 100 en 1995, il passe de l'indice 105 à l'indice 153 durant cette période. Voir l'annexe 6, p. 383.

⁶⁴⁵ Sur la question de l'origine et de l'impact de ces déficits, voir : Alexandra Estiot, « Secteur public : le côté obscur de la force », *Conjoncture*, mai 2004, pp. 24-45. Les réductions d'impôts décidées par l'Administration Bush depuis 2000 sont néanmoins responsables selon Bergsten d'une grande part de la dégradation de la position financière internationale américaine. C. Fred Bergsten, « Can the United States Afford the Tax Cuts of 2001? », *Testimony Presented to a Round at the Annual Meeting of the American Economic Association*, January 5, 2002. Disponible à l'adresse: <www.iie.com/papers/bergsten010202.pdf>.

⁶⁴⁶ Par exemple, Estiot indique que les ressources des États fédérés et des collectivités territoriales sont de plus en plus tributaires du cycle économique et de la consommation des ménages. Alexandra Estiot, « Secteur public : le côté obscur de la force », *Conjoncture*, mai 2004, page 28.

⁶⁴⁷ Les données du BEA doivent cependant être recombinaées pour parvenir à ce résultat. Voir sur ce point précis : Wynne Godley, Alex Izurieta, « As the Implosion Begins... ? Prospects and Policies for the U.S. Economy: A Strategic View », Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*, July 2001 rev. August 2, 2001. Voir aussi les innombrables travaux du *Levy Institute* sur le site internet: <<http://www.levy.org>>.

⁶⁴⁸ L'hypothèse sous-jacente est que les ménages anticipent une hausse future des prélèvements obligatoires lorsque le déficit public augmente. Ils ont alors tendance à augmenter leur épargne de précaution. Voir sur ce point: John J. Seater, « Ricardian Equivalence », *Journal of Economic Literature*, **31**, 1, March 1993, pp. 142-

L'explication par les soldes jumeaux n'a alors qu'une pertinence toute relative. Elle ne suffit pas à comprendre la trajectoire à long terme du solde du compte courant. Certaines études montrent d'ailleurs que sa capacité heuristique baisse à partir de la fin du régime de Bretton Woods⁶⁴⁹. Les économistes privilégient alors un autre type d'explication qui passe par le rôle de la croissance économique.

2 – La croissance américaine, encore et toujours

Le facteur croissance économique n'apparaît pas clairement dans l'équation (1). Il permet pourtant de comprendre en partie l'évolution des déficits courants de la décennie quatre-vingt-dix⁶⁵⁰. La croissance économique a en effet de multiples influences sur l'évolution du solde courant⁶⁵¹. L'explication la plus couramment donnée est celle qui consiste à analyser l'évolution conjointe du solde courant et du différentiel de croissance entre les États-Unis et le reste du monde (Graphique 6.5). Les années à excédent courant sont alors les années de forte récession aux États-Unis.

Plus exactement, trois niveaux de précision peuvent être apportés. On peut en effet s'attacher à comprendre comment ce différentiel influence le compte courant. Ceci passe, dans une première étape, par une analyse des élasticités à l'importation et à l'exportation par rapport au revenu global. Ensuite on peut isoler la croissance aux États-Unis et se demander comment elle seule peut influencer l'évolution du compte courant : c'est l'explication par la

190. Les études économétriques montrent que la compensation est néanmoins partielle, le coefficient de corrélation étant de -0,6. Voir: Luiz De Mello, Per Mathis Kongsrud, Robert Price, « Saving Behaviour and the Effectiveness of Fiscal Policy », OCDE, *Economics Department Working Paper*, n°397, July 13, 2004.

⁶⁴⁹ Voir à ce propos : Lori L. Leachman, Bill Francis, « Twin Deficits : Apparition or Reality ? », *Applied Economics*, **34**, 9, June 2002, pp. 1121-1132.

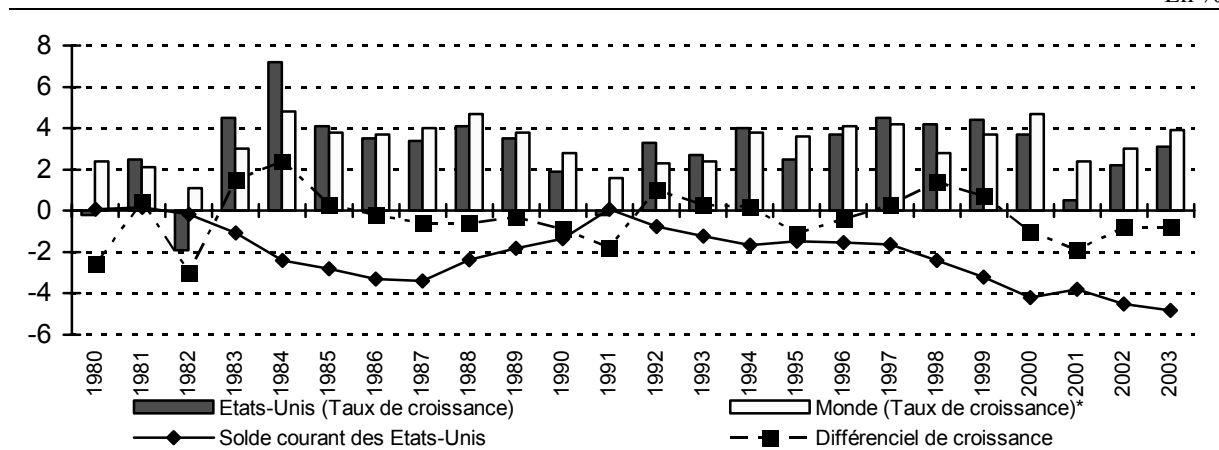
⁶⁵⁰ Les analyses des commissaires républicains de la Commission du Congrès sur le déficit commercial insistent très largement sur ce facteur. Pour les Républicains, la raison principale des déficits réside dans le fait que l'économie américaine est très performante par rapport à ses principaux partenaires. Il ne s'agit donc pas de stigmatiser les supposées politiques protectionnistes de ceux-ci. « *Les récents gros déficits commerciaux et courants des États-Unis sont fondamentalement des phénomènes macroéconomiques. Ils sont la conséquence de politiques et de performances macroéconomiques aux États-Unis et chez nos partenaires commerciaux et résultent des fortes performances économiques des États-Unis et de la croissance relativement moins forte de nos partenaires commerciaux* ». U.S. Trade Deficit Review Commission, *The US Trade Deficit: Causes, Consequences, and Recommendations for Action*, U.S. Capitol, Washington D.C., November 14, 2000, page 19.

⁶⁵¹ Certaines études montrent qu'il y a co-intégration sur le long terme entre les facteurs cycliques et la balance des paiements. Plus particulièrement, le taux de croissance réelle, les prix de l'énergie et le taux de change effectif réel sont liés de manière significativement négative au solde courant. Il existe aussi une influence du

croissance potentielle. Enfin, on peut chercher à comprendre l'influence de la croissance du reste du monde sur l'évolution du compte courant.

Graphique 6.5 : Le rôle du différentiel de croissance

En %



Source: FMI, *World Economic Outlook Database*, Avril 2004.

* Les données tiennent compte de la croissance des États-Unis.

Concernant l'analyse générale des élasticités à l'importation et à l'exportation par rapport au revenu global, les études sur la question montrent, avec certaines difficultés, que celles-ci ont augmenté depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale. Ceci corrobore le fait que le rôle du revenu global, donc de la croissance économique, tend à augmenter dans la détermination du solde courant de la balance des paiements des États-Unis à long terme. Mais le fait le plus important semble être la faiblesse structurelle de l'élasticité des exportations par rapport à celle des importations. Au début des années cinquante, le différentiel entre les élasticités à l'importation et à l'exportation était de 0,5 points, la première se situant aux alentours de 1,5 et la seconde autour de 1. Entre 1973 et 1987, le différentiel passe à 0,7. Les élasticités étaient alors respectivement de 2,4 et 1,7.

Cette situation a pour conséquence une augmentation du poids de la croissance américaine par rapport à celle du reste du monde dans la détermination du solde courant des États-Unis. Ainsi, à taux de croissance identiques entre les États-Unis et le reste du monde, le solde courant tend à devenir structurellement déficitaire. Autrement dit, la croissance

américaine n'a pas besoin d'être très élevée par rapport à celle du reste du monde pour que le déficit courant augmente⁶⁵².

Cette approche générale par le différentiel d'élasticités est renforcée par l'étude directe de la croissance américaine sur le déficit courant. Il s'agit ici de comparer la croissance réelle à la croissance potentielle, aux États-Unis et chez les principaux partenaires commerciaux. Les calculs de Papaioannou et Kei-My⁶⁵³ montrent qu'entre 1996 et 1999, le déficit commercial des États-Unis a été supérieur d'un tiers à ce qu'il aurait dû être si les États-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux avaient eu une croissance réelle égale à leur croissance potentielle. Et même en modifiant les élasticités des importations et des exportations, les auteurs estiment qu'entre un quart et la moitié des déficits futurs pourraient être attribués à la croissance américaine.

Enfin, certaines analyses mettent l'accent sur la croissance des principaux partenaires commerciaux des États-Unis pour expliquer le déficit commercial, donc le déficit courant, dans les années quatre-vingt-dix. Mann montre ainsi que la crise de 1998 en Asie de l'Est et du Sud-Est ou celle qui a eu lieu la même année en Russie ont fait fortement chuter les exportations américaines dans ces zones⁶⁵⁴ sans pour autant faire chuter du même montant celui des importations.

D'une manière générale, le facteur croissance semble donc être particulièrement propice dans l'explication de l'évolution du solde courant des États-Unis. Les données du FMI montrent ainsi que, depuis les années quatre-vingt, le taux de croissance réel annuel moyen aux États-Unis est de 3 %, alors qu'aucun autre pays du G7 n'est en mesure de rivaliser avec cette performance, mis à part le Canada, avec une moyenne de 2,9 %⁶⁵⁵. L'argumentaire est

⁶⁵² Cette relation a été identifiée pour la première fois dans les années soixante et porte le nom d'« asymétrie Houthakker-Magee ». Voir : Hendrick S. Houthakker, Stephen P. Magee, « Income and Price Elasticities in World Trade », *Review of Economics and Statistics*, **51**, 2, May 1969, pp. 111-125.

⁶⁵³ S. Papaioannou, Y. Kei-My, « The Effects of a Booming Economy on the US Trade Deficit », FRBNY, *Current Issues in Economics and Finance*, **7**, 2, February 2001.

⁶⁵⁴ Catherine L. Mann, *Op. cit.*, 1999.

⁶⁵⁵ À eux deux, les États-Unis et le Canada arrivent treize fois en tête des performances (sept pour les États-Unis et 6 pour le Canada). Voir : Alexandra Estiot, « Le déficit courant des États-Unis est-il un trou noir ? », *Conjoncture*, Novembre 2003, pp. 2-21.

même très souvent utilisé par l'Administration Bush⁶⁵⁶ ou les *Think Tanks* conservateurs⁶⁵⁷. Il demeure cependant insuffisant pour comprendre l'évolution à long terme. Les estimations les plus poussées attribuent en effet à d'autres facteurs près des deux tiers du déficit courant américain⁶⁵⁸. Parmi ces facteurs explicatifs, celui qui a le plus d'influence est la baisse tendancielle du taux d'épargne des ménages.

3 – Un facteur déterminant à long terme: la baisse du taux d'épargne des ménages

Le rôle de l'épargne des ménages apparaît dans l'équation (2). On y voit en effet le solde courant être égal au solde public plus le solde résiduel privé. Ce dernier peut lui-même être décomposé en deux sous ensembles : le solde des entreprises et le solde des ménages. Cette décomposition est très utile, puisqu'elle nous permet de mettre en évidence la chute importante du taux d'épargne des ménages sur le long terme, alors que les entreprises américaines ont compensé en partie la tendance globale⁶⁵⁹.

Les statistiques montrent en effet que le taux d'épargne des ménages, quelle que soit la méthode de calcul utilisée, a commencé à chuter plus fortement au début des années quatre-vingt-dix (Graphique 6.6). Durant toutes les années quatre-vingt, le taux d'épargne nette⁶⁶⁰

⁶⁵⁶ Le *Congressional Budget Office* (CBO) publie régulièrement des études insistant toutes sur le rôle de la vigueur de l'économie américaine dans l'explication du déficit courant. Voir: Bruce Arnold, « Causes and Consequences of the Trade Deficit: An Overview », CBO, *Memorandum*, March 2000. Disponible à l'adresse: <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/18xx/doc1897/tradedef.pdf>>. Voir aussi : Juann H. Hung, Charles Bronowski, « Modeling the U.S. Current Account as the Savings-Investment Balance », CBO, *Technical Paper*, 2002-05, December 2002. Disponible à l'adresse suivante : <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/40xx/doc4002/2002-5.pdf>>. Voir enfin: Juann H. Hung, Kim J. Kowaleski, « The Decline in the U.S. Current Account Balance Since 1991 », CBO, *Economic and Budget Issue Brief*, August 6, 2004. Disponible à l'adresse: <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/57xx/doc5722/08-06-CurrentAccounts.pdf>>.

⁶⁵⁷ Daniel T. Griswold, « America's Record Trade Deficit: A Symbol of Economic Strength », Cato Institute, *Trade Policy Analysis*, n°12, February 9, 2001. Disponible à l'adresse: <<http://www.freetrade.org/pubs/pas/tpa-012es.html>>.

⁶⁵⁸ S. Papaioannou, Y. Kei-My, *loc. cit.*, 2001.

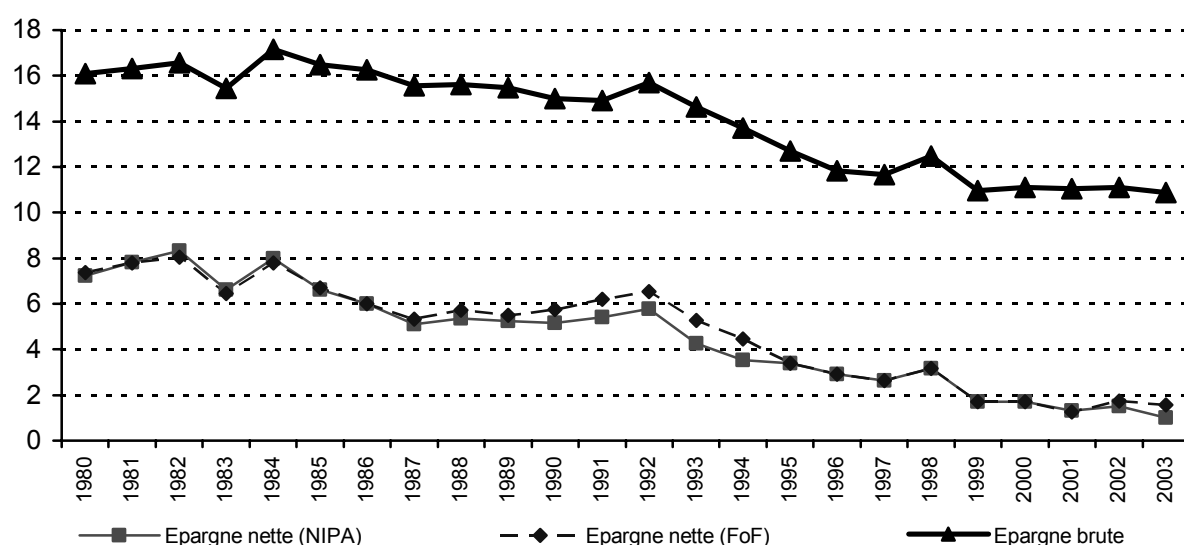
⁶⁵⁹ Voir à ce propos : Alexandra Estiot, « Entreprises : le côté clair de la force », *Conjoncture*, mai 2004, pp. 14-23.

⁶⁶⁰ De nombreuses méthodes de calcul de l'épargne nette sont disponibles aux États-Unis, mais deux sont le plus souvent utilisées. La première est celle du BEA, à partir du *National Income and Product Account* (NIPA). Elle se base sur la production de biens et services dans l'économie américaine et des revenus tirés de cette production. C'est le calcul par l'origine de l'épargne. Il correspond à la différence entre le revenu individuel et l'ensemble des dépenses personnelles de consommation, d'intérêt, des transferts nets vers l'étranger et des impôts des particuliers. Cette méthode a été révisée en octobre 1999, ce qui a eu pour effet d'augmenter sensiblement les totaux obtenus de 2,4 points en moyenne sans pour autant altérer la tendance observée. La seconde méthode est celle de la Réserve Fédérale, à partir des *Flows of Funds* (FoF). C'est la mesure par les affectations de l'épargne des ménages. Elle représente l'acquisition d'actifs financiers, plus les investissements nets en actifs tangibles moins l'augmentation de dettes. Sur les méthodes de calcul aux États-Unis, voir : William

était compris entre 6 % et 7 % du PIB, alors que le taux d'épargne brute des ménages était de l'ordre de 16 % en moyenne. Au début des années quatre-vingt-dix, le taux d'épargne nette, quelque soit la méthode de calcul (NIPA ou FoF), a chuté en même temps que le taux d'épargne brute, pour représenter respectivement en 2003 moins de 1,5 % et 10,8 % du PIB⁶⁶¹. La chute des années quatre-vingt-dix a donc été brutale.

Graphique 6.6 : Évolution du taux d'épargne des ménages (1980-2003)

En % du PIB



Sources: *Bureau of Economic Analysis* et *Federal Reserve*.

Les déterminants de cette chute sont relativement nombreux. Ils agissent à la fois sur les deux éléments à la base du calcul de l'épargne, à savoir le revenu des ménages et leurs dépenses, de sorte qu'il est très difficile d'en isoler un et de fournir une argumentation mono-causale satisfaisante du phénomène⁶⁶². Mais la plupart des études s'accordent pour dire qu'ils sont de deux grands ordres. L'un est démographique et est principalement lié au vieillissement de la population américaine. L'autre est économique et est lié à la

G. Gale, John Sabelhaus, « Perspectives on the Household Saving Rate », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1999, pp.181-224. Sur leurs racines théoriques, voir : William D. Nordhaus, « How Should We Measure Sustainable Income? », Yale University, *Cowles Foundation Discussion Paper*, n°1101, April 1995, pp. 1-32. Disponible à l'adresse: <<http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11a/d1101.pdf>>.

⁶⁶¹ L'épargne brute est la somme de l'épargne nette et d'un ensemble d'autres éléments, comme l'investissement net en biens durables ou la dépréciation du capital. La prise en compte de ces éléments dans le calcul du taux d'épargne permet d'une part d'effectuer des comparaisons internationales homogènes, et surtout a économiquement plus de sens. Voir sur ce point : Alexandra Estiot, « Ménages : un Jedi ne s'économise pas », *Conjoncture*, Mai 2004, pp. 2-13.

⁶⁶² Voir à ce propos : Jonathan A. Parker, « Spendthrift America ? On Two Decades of Decline in the U.S. Saving Rate », *NBER/Macroeconomics Annual*, 14, 2, 1999, pp. 317-370.

financiarisation de l'économie américaine.

a – L'influence à très long terme de la dynamique démographique

Le premier facteur d'explication de la chute du taux d'épargne des ménages est d'ordre démographique. Les analystes considèrent souvent que son impact sur la baisse du taux d'épargne des ménages américains a été antérieur à celui de la financiarisation. Il a été analysé en premier dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix⁶⁶³. Ce facteur lie à la fois le vieillissement de la population et l'hypothèse du cycle de vie, tous deux évoqués dans le chapitre 1. D'une manière générale, les études montrent que le facteur démographique aux États-Unis est corrélé négativement au taux d'épargne des ménages⁶⁶⁴.

Plus particulièrement, plusieurs éléments sont identifiables. Le premier concerne le comportement de consommation des ménages. Les ménages âgés auraient tendance à augmenter leur consommation, notamment de médicaments, alors que dans le même temps la redistribution de revenus vers les générations âgées augmente du fait du vieillissement de la population, par l'intermédiaire de *Medicare* et *Medicaid*. Le deuxième est lié à un effet de cohorte entre les différentes générations, qui impliquerait des préférences de consommation différentes selon les générations⁶⁶⁵. Le troisième est lié au comportement des ménages vis-à-vis de la retraite. Les ménages américains auraient en effet tendance à moins épargner en prévision de leur retraite, du fait notamment de l'âge tardif à laquelle ils la prennent⁶⁶⁶, mais aussi du fait qu'ils n'auraient pas conscience de la nécessité de planifier leur épargne

⁶⁶³ L'étude de référence en la matière reste celle de Gokhale, Kotlikoff, Sabelhaus, Bosworth et Haveman de 1996 : « Understanding the Post War Decline in U.S. Saving: A Cohort Analysis », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1996, pp. 315-407.

⁶⁶⁴ Voir sur ce point : John Thornton, « Age Structure and the Personal Savings Rate in the United States, 1956-1995 », *Southern Economic Journal*, **68**, 1, 2001, pp. 166-170. De Serres et Pelgrin indiquent aussi que le ratio de dépendance est corrélé négativement au taux d'épargne de manière forte et très significative. Alain de Serres, Florian Pelgrin, *loc. cit.*, p. 135. Une étude récente considère aussi que le vieillissement de la population américaine aura un impact à la baisse sur le taux d'épargne dans les trente prochaines années. Frederic L. Pryor, « Demographic Effects on Personal Saving in the Future », *Southern Economic Journal*, **69**, 3, 2003, pp. 541-559.

⁶⁶⁵ Voir: Gokhale & Alii, *loc. cit.* Dans une autre étude basée sur des données des années quatre-vingt, Attanasio montre que la cohorte des personnes nées entre 1920 et 1939 épargne beaucoup moins que celle des personnes nées après, ce qui expliquerait la baisse du taux d'épargne d'une manière « non négligeable », étant donné que cette cohorte était à l'âge où les taux d'épargne sont normalement maximums. Voir: Orazio P. Attanasio, « Cohort Analysis of Saving Behavior by U.S. Households », *Journal of Human Resources*, **33**, 3, 1998, pp. 575-609.

⁶⁶⁶ Voir sur ce point : Tatiana Kirsanova, James Sefton, « A Comparison of Personal Sector Saving Rates in the UK, US and Italy », NIESR, *Discussion Papers*, n°192, May 24, 2001. Disponible à l'adresse: <www.niesr.ac.uk/pubs/dps/dp192.pdf>.

préventive, alors que dans le même temps il n'existe pas de système de cotisation obligatoire important⁶⁶⁷.

Cependant, même si ces arguments demeurent intéressants pour analyser la chute du taux d'épargne des ménages avant les années quatre-vingt-dix, ils ont du mal à en expliquer l'accélération depuis. Pour celle-ci, le second type d'explication, la financiarisation de l'économie américaine, semble nettement plus pertinent.

b – Le rôle majeur de la financiarisation à partir des années quatre-vingt-dix

La mise en évidence d'un lien important entre la financiarisation de l'économie américaine et la chute du taux d'épargne des ménages apparaît en effet dans les explications de manière multiple et la plupart du temps importante⁶⁶⁸. Plus particulièrement, trois facteurs découlant directement de la financiarisation de l'économie américaine sont en cause : les gains en capital et l'effet de richesse induit sur le patrimoine des ménages, la baisse du taux d'inflation et l'amélioration de l'accès au crédit.

La controverse sur l'effet de richesse

Le premier élément qui laisse à penser que la financiarisation de l'économie américaine a eu un impact sur la baisse du taux d'épargne des ménages américains demeure l'existence d'un effet de richesse important. Il serait lié à la valorisation de leur patrimoine dans les années quatre-vingt-dix.

Cet effet de richesse n'est envisageable qu'à partir du moment où l'on considère que l'épargne est plus qu'un acte qui consiste à ne pas utiliser une partie de son revenu pour la consommation courante durant la période considérée, ce que d'aucuns intitulent une épargne

⁶⁶⁷ Voir: Annamaria Lusardi, «The Impact of Financial Education on Savings and Asset Allocation », Michigan Retirement Research Center, *Working Paper*, 2003-061, October 2003. Disponible à l'adresse: <http://www.mrrc.isr.umich.edu/research/publications/Working_Paper/wp.0306.pdf>. Et aussi : Annamaria Lusardi, « Planning and Saving for Retirement », Dartmouth College, December 2003. Disponible à l'adresse: <http://www.dartmouth.edu/~alusardi/Lusardi_pdf.pdf>. Et enfin: Annamaria Lusardi, « Saving and the Effectiveness of Financial Education », Dartmouth College, January 2004. Disponible à l'adresse: <http://www.dartmouth.edu/~alusardi/Financial_Education_2004.pdf>.

⁶⁶⁸ La question de l'effet de la financiarisation sur les taux d'épargne n'est à ce propos pas réservée aux seuls États-Unis. Certaines études montrent par exemple que la libéralisation financière n'a pas augmenté l'épargne dans certains pays. Voir à ce propos : Oriana Bandiera & Alii, « Does Financial Reform Raise or Reduce Saving ? », *Review of Economics and Statistics*, **82**, 2, May 2000, pp. 239-263.

« active »⁶⁶⁹. Les comportements de consommation et d'épargne des ménages peuvent en effet être substantiellement influencés par les plus-values latentes des actifs possédés, ce que d'aucuns appellent l'épargne « passive »⁶⁷⁰. Comme le remarque alors Estiot, lorsque le patrimoine augmente très rapidement du fait de gains en capital, « *il n'est pas nécessaire d'abonder son patrimoine puisqu'il s'accroît de lui-même.* »⁶⁷¹

Les études économétriques montrent que l'effet de richesse est important aux États-Unis et expliquerait environ les deux tiers du déclin du taux d'épargne des ménages⁶⁷². Elles montrent d'autre part qu'il ne cesse d'augmenter depuis le début des années quatre-vingt-dix dans l'ensemble des pays de l'OCDE⁶⁷³. De plus, cet effet semble nettement plus important dans les pays où la finance directe est particulièrement développée⁶⁷⁴, notamment pour les actifs financiers⁶⁷⁵. Enfin, on assiste depuis peu à un transfert de l'effet vers les actifs immobiliers. En 2002, Ludwig et Sløk ont montré que la hausse de la richesse immobilière avait un impact deux fois moins fort que celle de la richesse boursière⁶⁷⁶, alors qu'en 2003,

⁶⁶⁹ Sur ce point, voir : Annamaria Lusardi, Jonathan Skinner, Steven Venti, « Saving Puzzles and Saving Policies in the United States », NBER, *Working Paper*, 8237, April 2001. Disponible à l'adresse: <www.nber.org/papers/w8237>.

⁶⁷⁰ Cette caractéristique de l'épargne nous donne un élément explicatif supplémentaire de la difficulté à définir et donc à calculer un taux d'épargne. Lusardi, Skinner et Venti donnent une série d'indicateurs susceptibles de constituer de bons indicateurs du taux d'épargne des ménages. Les chiffres sont alors stupéfiants, certains indicateurs donnant des taux d'épargne de près de 40 % du revenu disponible des ménages en 1999 par exemple. Ibid., p. 7 et p. 41.

⁶⁷¹ Alexandra Estiot, « Ménages : un Jedi ne s'économise pas », *Conjoncture*, Mai 2004, p. 5.

⁶⁷² Annamaria Lusardi, Jonathan Skinner, Steven Venti, *loc. cit.*, 2001, p. 12. D'autres études montrent un exceptionnalisme des États-Unis, y compris au sein des pays où la finance directe est très développée. Les ménages américains ont tendance à détenir beaucoup plus d'actifs financiers que ceux des autres pays, comme par exemple le Royaume Uni, notamment les ménages dans les 5 premiers centiles. Voir : James Banks, Richard Blundell, James P. Smith, « Understanding Differences in Households Financial Wealth Between the United States and Great Britain », *Journal of Human Resources*, 38, 2, 2003, pp. 241-279.

⁶⁷³ Voir à ce propos : Tamim Bayoumi, Hali Edison, « Is Wealth Increasingly Driving Consumption? », De Nederlandsche Bank, *Staff Reports*, n°101, January 2003. Disponible à l'adresse: <http://www.dnb.nl/dnb/bin/doc/sr101_tcm8-13586.pdf>. Voir aussi : Alexander Ludwig, Torsten Sløk, « The Impacts of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries », *IMF Working Paper*, 02/1, January 2002.

⁶⁷⁴ Alexander Ludwig, Torsten Sløk, *loc. cit.* Une étude plus ancienne montre aussi que l'effet de la valorisation des actifs d'entreprises de la nouvelle économie est moins fort que celui d'actifs d'entreprises traditionnelles aux États-Unis, au Canada et au Royaume Uni, alors que c'est l'inverse en Europe continentale. Voir: Hali Edison, Torsten Sløk, « Wealth Effect and the New Economy », *IMF Working Paper*, 01/77, June 2001.

⁶⁷⁵ Tamim Bayoumi, Hali Edison, *loc. cit.*, 2003.

⁶⁷⁶ Alexander Ludwig, Torsten Sløk, *loc. cit.*

Bayoumi et Edison ont obtenu le résultat inverse sur un panel de 16 pays industrialisés⁶⁷⁷. La possibilité offerte aux ménages américains de refinancer leurs prêts hypothécaires à partir de 2000 à des taux d'intérêt très faibles a en effet eu un impact sur les prix immobiliers, en forte hausse. Cette possibilité a été le résultat de la politique monétaire de la Réserve fédérale face à l'augmentation de l'instabilité financière et à la nécessité de combattre une forte tendance déflationniste au début des années 2000⁶⁷⁸.

Au niveau macroéconomique agrégé, Lusardi, Skinner et Venti estiment qu'un gain en capital d'un dollar impliquait une hausse de la consommation de 3 cents au début des années quatre-vingt-dix⁶⁷⁹. Cet effet serait principalement direct, c'est-à-dire lié à la perception immédiate de son patrimoine par chaque ménage. En particulier les ménages intégreraient dans leur budget ces gains en capital mais ne tiendraient pas compte de l'hypothèse de croissance future de leur revenu *via* celle du PIB (effet indirect), hypothèse qui serait émise par les marchés financiers lors de la hausse d'un indice boursier⁶⁸⁰. À un niveau moins agrégé, l'effet est même nettement plus marqué pour les ménages des classes moyennes et supérieures, notamment lorsqu'ils ont un niveau d'études supérieures⁶⁸¹. Dynan et Maki montrent sur ce point que l'effet d'un dollar de gain de capital peut induire une hausse de la consommation de 5 à 15 cents supplémentaires dans les ménages de classe moyenne ayant peu d'actifs financiers⁶⁸².

Cet effet peut alors s'expliquer de deux manières différentes. D'une part, à un niveau individuel, les gains en capital peuvent augmenter de manière importante la confiance des

⁶⁷⁷ Tamim Bayoumi, Hali Edison, *loc. cit.*, 2003.

⁶⁷⁸ Les taux hypothécaires sont ainsi passés de près de 9 % en février 2000 à 6 % en janvier 2003, ce qui s'est traduit par une explosion de l'indice de refinancement, qui est passé d'un indice 800 en septembre 2000 à un indice 7000 en janvier 2003 (pour une base 100 en janvier 1990). On voit là une limite majeure à la politique de ciblage flexible de l'inflation lorsque l'instabilité financière et l'incertitude sont fortes. Voir : Michel Aglietta, Bronka Rzepkowski, « Déflation financière et adaptations économiques », in : CEPII, *L'économie mondiale 2004*, Paris, La Découverte, 2003, pp. 58-70.

⁶⁷⁹ Annamaria Lusardi, Jonathan Skinner, Steven Venti, *loc. cit.*, 2001, p.8.

⁶⁸⁰ Karen E. Dynan, Dean M. Maki, « Does Stock Market Wealth Matter for Consumption? », BGFRS, *Finance and Economics Discussion Series*, 2001-23, May 2001. Disponible à l'adresse: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200123/200123pap.pdf>>.

⁶⁸¹ Dean M. Maki, Michael G. Palumbo, « Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Households Saving in the 1990s », BGFRS, *Finance and Economics Discussion Series*, 2001-21, April 2001. Disponible à l'adresse: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200121/200121pap.pdf>>.

⁶⁸² Karen E. Dynan, Dean M. Maki, *loc. cit.* 2001.

ménages qui les constatent, de sorte que leur incitation à épargner diminue ou, dit autrement, que leur préférence pour le présent augmente⁶⁸³. Mais à un niveau plus collectif, il est intéressant de noter que les inégalités aux États-Unis se sont très fortement accentuées depuis les années quatre-vingt⁶⁸⁴, alors que la mobilité patrimoniale est demeurée très faible⁶⁸⁵. En d'autres termes, les riches sont de plus en plus riches aux États-Unis et sont les mêmes que dans les années quatre-vingt. La hausse de la richesse des ménages les plus riches aux États-Unis, alors qu'ils possèdent une part plus élevée qu'ailleurs de leur patrimoine sous forme d'actifs boursiers et bénéficient d'une forte valorisation de leur patrimoine immobilier explique alors la baisse importante du taux d'épargne de l'ensemble des ménages américains.

Il nous faut toutefois nuancer cet effet de richesse et ce, pour deux raisons essentiellement. Premièrement, l'effet de richesse est en partie explicable par un mirage comptable⁶⁸⁶. La comptabilité américaine ne prend en effet que partiellement en compte les gains de capital. Ils augmentent la consommation, mais ne sont pas comptabilisés dans le revenu disponible des ménages, alors que dans le même temps les impôts sur ces gains sont comptabilisés. Or le niveau des taxes sur les plus-values a fortement augmenté entre 1998 et 2000, passant de 0,8 % à 1,7 % du revenu disponible des ménages. Une hausse des gains en capital a donc pour effet de faire diminuer leur épargne. Cet effet est d'autant plus fort que les gains en capital réalisés dans les plans d'épargne retraite ne sont pas pris en compte dans le calcul⁶⁸⁷. Deuxièmement, le retournement des marchés financiers après 2001 n'a pas fait diminuer la consommation, comme on aurait pu le croire. Il y aurait donc un effet de richesse asymétrique aux États-Unis. De Serres et Pelgrin font de cet argument la clé de voûte de leur

⁶⁸³ James M. Poterba, « Stock Market Wealth and Consumption », *Journal of Economic Perspectives*, **14**, 2, Spring 2000, pp. 99-118.

⁶⁸⁴ Voir sur ce point l'étude de référence en la matière: Thomas Piketty, Emmanuel Saez, « Income Inequality in the United States, 1913-1998 », *Quarterly Journal of Economics*, **68**, 1, February 2003. Et aussi: Arthur B. Kennickell, « A Rolling Tide: Changes in the Distribution of Wealth in the U.S., 1989-2001 », BGFERS, *Working Paper*, 2003-24, March 3, 2003. Disponible à l'adresse: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/papers/concentration.2001.10.pdf>>.

⁶⁸⁵ Sur ce point voir l'étude comparative entre les États-Unis et la Suède sur les décennies quatre-vingt et quatre-vingt-dix de Klevmaken, Lupton et Stafford. N. Anders Klevmaken, Joseph P. Lupton, Frank P. Stafford, « Wealth Dynamics in the 1980s and 1990s. Sweden and the United States », *Journal of Human Resources*, **38**, 2, 2003, pp. 323-353.

⁶⁸⁶ Lusardi, Skinner et Venti l'estiment à un tiers de l'effet de richesse total. Annamaria Lusardi, Jonathan Skinner, Steven Venti, *loc. cit.*, 2001.

⁶⁸⁷ Voir : Annamaria Lusardi, Jonathan Skinner, Steven Venti, « Pension Accounting and Personal Saving », *The CPA Journal*, September 2003, pp. 12-14.

critique de l'hypothèse d'effet de richesse⁶⁸⁸. Toutefois, cette critique oublie deux éléments importants : d'une part l'effet de richesse semble s'être détourné vers les actifs immobiliers, comme nous l'avons indiqué plus haut, mais surtout la financiarisation de l'économie américaine a influencé la baisse du taux d'épargne des ménages par d'autres mécanismes, dont l'amélioration de l'accès au crédit et la baisse du niveau d'inflation.

Les autres mécanismes d'influence de la financiarisation sur l'épargne des ménages

L'effet de richesse a certes un impact fondamental sur la dynamique à la baisse du taux d'épargne des ménages, mais deux éléments nous indiquent qu'il n'est pas le seul. D'une part, les études économétriques ne considèrent jamais que l'effet de richesse soit le seul responsable de la baisse. Au mieux est-il responsable des deux tiers de cette baisse, avec un quart de la baisse totale constatée due au mirage comptable. D'autre part, les indices boursiers ont très fortement augmenté à partir de la moitié des années quatre-vingt-dix, alors que l'accélération de la baisse du taux d'épargne des ménages débute dès 1992. D'autres éléments ont donc un impact sur cette accélération de la baisse.

Le premier est l'amélioration de l'accès au crédit et l'importance des innovations financières depuis les années quatre-vingt-dix. Nous avons déjà vu, au chapitre 1, comment l'État avait favorisé cette amélioration de l'accès au crédit depuis les années quatre-vingt. Cette relâche des contraintes pesant sur la capacité d'accès au crédit peut alors expliquer pourquoi certains ménages, notamment les plus modestes, sont moins incités à épargner, et même n'épargnent plus du tout⁶⁸⁹. Toutefois, ce type d'argument est difficilement testable économétriquement et les études portent plutôt sur la hausse des ratios d'endettement. Or ce type de test montre que l'effet de l'accès au crédit est très peu significatif, sauf pour les ménages à faibles revenus⁶⁹⁰.

⁶⁸⁸ Alain de Serres, Florian Pelgrin, *loc. cit.*, 2003, pp. 117-153.

⁶⁸⁹ Voir sur ce point: Arthur B. Kennickell, Martha Starr-McCluer, Brian J. Surette, « Recent Changes in U.S. Family Finances: Results from the 1998 Survey of Consumer Finances », *Federal Reserve Bulletin*, **86**, 1, January 2000, pp.1-30. Et aussi: Dean M. Maki, « The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden », BGFRS, *Finance and Economics Discussion Series*, 2000-12, February 2000. Disponible à l'adresse : <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200012/200012pap.pdf>>.

⁶⁹⁰ Voir: Annamaria Lusardi, Jonathan Skinner, Steven Venti, *loc. cit.*, 2001.

En revanche, un second élément semble beaucoup plus significatif. L'inflation a en effet beaucoup baissé à partir du début des années quatre-vingt-dix aux États-Unis, comme indiqué au graphique 3.2. Or, cette désinflation s'explique par la politique de la Réserve Fédérale et par l'ouverture financière⁶⁹¹. Désinflation et ouverture financières sont deux phénomènes apparus de manière généralisée à la fin des années quatre-vingt⁶⁹². Plus précisément la baisse du niveau de l'inflation semble être la conséquence de la libéralisation du compte de capital, notamment, du fait de l'effet disciplinant sur les politiques monétaires et sur les déficits publics⁶⁹³. Plusieurs études démontrent d'ailleurs que la baisse du niveau de l'inflation du fait de l'ouverture financière est très importante, y compris dans des pays où celui-ci est traditionnellement fort. Gruben et McLeod montrent par exemple que, *ceteris paribus*, il existe, d'une part, une relation inverse entre l'intensité des contrôles de capitaux et le niveau d'inflation entre 1973 et 1989 et, d'autre part, que depuis 1991, la désinflation due à l'ouverture financière est en moyenne de 3 à 6 points⁶⁹⁴.

Pour les ménages ayant des actifs financiers, une inflation forte les incite à épargner, puisqu'elle fait baisser la valeur réelle de ces actifs⁶⁹⁵. Il est alors rationnel qu'ils aient tendance à baisser le niveau de leur épargne dès lors que l'inflation ralentit. Et de fait, les tests

⁶⁹¹ Sur la question des liens entre inflation et ouverture financière, voir : David Romer, « Openness and Inflation: Theory and Evidence », *Quarterly Journal of Economics*, **108**, 4, November 1993, pp. 869-903.

⁶⁹² Selon McKinnon, il ne peut y avoir d'étalon dollar si l'inflation aux États-Unis est élevée. Voir à ce propos: Ronald I. McKinnon, « The Euro versus the Dollar: Resolving a Historical Puzzle », Stanford, *Policy Brief*, 11 February 2002. Disponible à l'adresse: <<http://www.stanford.edu/~mckinnon/briefs/salvatoreJEPMKenen.pdf>>; Ronald I. McKinnon, « The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2001, pp. 227-239.

⁶⁹³ Voir à ce propos: Layna Mosley, « Room to Move: International Financial Markets and National Welfare States », *International Organization*, **54**, 4, autumn 2000, pp. 737-773.

⁶⁹⁴ Voir: William C. Gruben, Darryl McLeod, « The Openness-Inflation Puzzle Revisited: an Update on Terra vs. Romer », Fordham University, June 2003. Disponible à l'adresse: <www.fordham.edu/economics/mcleod/ROMERVTERRA_June-1-2003D.pdf>. Et encore: William C. Gruben, Darryl McLeod, « Capital Account Liberalization and Inflation », *Economic Letters*, **77**, 2, 2002, pp. 221-225. Et enfin: William C. Gruben, Darryl McLeod, « Capital Account Liberalization and Disinflation in the 1990s », Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, 0101, February 2001. Disponible le 23/10/2003 à l'adresse: <<http://www.dallasfed.org/latin/papers/2001/lawp0101.pdf>>. Ces tests statistiques concernent principalement l'étude de la relation entre l'inflation et l'intensité des contrôles de capitaux. Une autre méthode consiste à rechercher les relations entre les différentes libéralisations (commerciale, financière) et le changement dans le niveau d'inflation. Voir alors : Vittorio Grilli, Gian Maria Milesi-Ferretti, « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls », *IMF Staff Papers*, **42**, 3, September 1995, pp. 517-551.

⁶⁹⁵ Une étude de la Banque d'Angleterre a récemment estimé cet effet. Melissa Davey, « Saving, Wealth and Consumption », Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Spring 2001, pp. 91-99.

économétriques montrent une corrélation négative entre le niveau d'inflation et le taux d'épargne des ménages⁶⁹⁶.

En conséquence, la conjonction de la baisse de l'inflation au début des années quatre-vingt-dix et de la hausse de l'effet de richesse sur les ménages ayant des actifs financiers a eu pour effet de diminuer « par les deux bouts » leur incitation à épargner. Leur patrimoine augmentait de lui-même pendant que le pouvoir d'achat de la monnaie dans laquelle les actifs étaient libellés s'améliorait.

*
* *

La financiarisation de l'économie américaine est donc le principal facteur d'explication de la chute du taux d'épargne dans les années quatre-vingt-dix. Or cette chute a eu un effet majeur sur la dynamique du compte courant des États-Unis. Les ménages américains ont en effet été incités à consommer une part de plus en plus importante de leur revenu, ce que traduit le regain de croissance de la fin des années quatre-vingt-dix, à un moment où la dépendance des États-Unis vis-à-vis des importations a augmenté.

Mais dans le même temps la situation financière de ces ménages s'est dégradée. Ils sont donc plus riches mais plus fragiles financièrement. Cette caractéristique, qui est en tout point de vue très atypique, fonde notre questionnement dans ce chapitre. Si la situation des ménages américains n'était plus soutenable à terme, alors c'est le régime financier international qui serait remis en cause. Or, le seigneurage américain repose sur ce régime. Et la situation est d'autant plus préoccupante que le déficit public a augmenté fortement depuis 2000, ce qui accentue encore la trajectoire observée.

La question de la soutenabilité d'une telle situation est donc posée. La réponse à cette question passe par deux réflexions : d'une part, celle de savoir si les États-Unis et le reste du monde sont en mesure de pérenniser cette trajectoire et, d'autre part, celle de savoir si les acteurs en présence ont un intérêt à ce que cette situation se pérennise.

⁶⁹⁶ Milleron note que cet effet compte pour 20 % de la baisse totale du taux d'épargne des ménages américains. Jean-Claude Milleron, « Quel risque le comportement des ménages fait-il peser sur l'économie nationale ? », Ambassade de France, *Rapport de l'Agence financière*, Washington D.C., AF/00.175/IA, 20 décembre 2000. De Serres et Pelgrin obtiennent aussi une corrélation négative entre épargne et inflation. Alain de Serres, Florian Pelgrin, *loc. cit.*, 2003, pp. 117-153.

Section 2 – Un équilibre auto renforçant de la « terreur financière »

Alors que l'origine de la chute importante et régulière du taux d'épargne nationale demeure sans conteste la financiarisation de l'économie américaine à moyen terme et le vieillissement de la population des États-Unis à plus long terme, l'augmentation récente des déficits publics a révélé une attention croissante à la question centrale exposée dans ce chapitre. Il est en effet primordial de savoir si les États-Unis ont la capacité de générer des déficits courants et commerciaux toujours croissants, donc celle d'augmenter leur endettement vis-à-vis du reste du monde. La perspective d'une élection majeure fin 2004, sans en faire paradoxalement le centre du débat médiatique, semble avoir fait prendre conscience aux décideurs politiques et aux analystes de la nécessité d'agir en ce domaine⁶⁹⁷. La situation est telle que, selon Summers, un véritable « *équilibre de la terreur financière* » entre, d'une part, les États-Unis et, d'autre part, les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est, est actuellement en place, équilibre dont la rupture brutale aurait des conséquences catastrophiques pour l'économie mondiale⁶⁹⁸.

Cet équilibre pose plus précisément la question de l'ajustement à court terme, mais surtout à moyen terme, de l'économie américaine. Il peut s'analyser à partir de la question de la soutenabilité des déficits américains. Cette analyse demande toutefois, dans un premier temps, de mieux définir le sens des concepts utilisés. Nous verrons en effet que le cas américain est particulier (A), même si les indices disponibles montrent très clairement une forte tendance à la dégradation de la soutenabilité de la dette externe. Nous pourrions ensuite, dans un second temps, analyser plus précisément cette perspective d'ajustement (B). Nous verrons alors que la situation est soutenable à court terme malgré la hausse de la probabilité d'un ajustement brutal.

⁶⁹⁷ En témoigne les ouvrages ou les articles consacrés à la question, comme par exemple l'ouvrage de Peterson. Peter G. Peterson, *Running on Empty*, New York, Farrar, Straus and Giroux, 2004. Dans un ton plus journalistique et polémique, voir aussi: William Bonner, Addison Wiggin, *L'inéluctable faillite de l'économie américaine*, Paris, Les Belles Lettres, Traduit de l'anglais par Françoise Garteiser et Régine Hollander, 2004.

⁶⁹⁸ Lawrence H. Summers, « The United States and the Global Adjustment Process », *Third Annual Stavros S. Niarchos Lecture*, Institute for International Economics, Washington D.C., March 23, 2004. Disponible à l'adresse: <<http://www.iie.com/publications/papers/summers0304.htm>>.

A – Ajustement, solvabilité et soutenabilité : le cas particulier des États-Unis

Dans un monde idéalisé, la dégradation continue du solde courant des États-Unis serait telle que, selon les principales théories, elle devrait avoir une influence majeure sur le taux de change du dollar. En particulier, le taux de change réel devrait être modifié et le dollar se déprécier de telle sorte qu'un rééquilibrage quasi automatique devrait avoir lieu. Ce rééquilibrage impliquerait alors une hausse importante des exportations américaines et une baisse massive des importations, si bien que, de lui-même, le solde courant tendrait vers l'équilibre. Il impliquerait alors une réallocation de ressources au sein même de l'économie américaine, de telle sorte que baisse l'écart entre le taux d'épargne et le taux d'investissement.

Ce monde idéalisé est un monde dans lequel un *ajustement* automatique par les prix et/ou par les quantités a lieu, c'est-à-dire dans lequel des mécanismes automatiques tendent à l'équilibre quasi spontané des offres et des demandes, quand celles-ci ont tendance à diverger à long terme. Ce monde idéalisé, pourtant, n'existe pas. Il existe encore moins lorsque nous abordons la question de l'articulation entre le national et l'international pour le cas des États-Unis.

Notre démarche est à ce propos double. Elle consiste d'une part à comprendre ce qui est spécifique aux États-Unis. Cette première étape doit alors nous permettre d'être en mesure de déterminer quel instrument est le plus efficace pour mesurer l'ampleur du problème d'ajustement auquel sont confrontés les États-Unis. Puis, dans une deuxième étape, cette démarche nous permettra de montrer en quoi la situation américaine se détériore depuis le début des années quatre-vingt-dix.

1 – La spécificité d'un ajustement des États-Unis

Deux questions doivent être à l'esprit lorsque nous étudions l'hypothèse d'un ajustement des États-Unis : d'abord, comment appréhender le phénomène, c'est-à-dire quel concept utiliser ? Ensuite, comment mesurer l'ampleur du phénomène, c'est-à-dire quel instrument utiliser ?

a- Le concept d'ajustement mène à celui de soutenabilité

L'ajustement d'une économie à un déséquilibre jugé excessif est inévitable et ce, quelle que soit l'orientation théorique. Dans la théorie keynésienne, qui privilégie la demande, l'ajustement s'explique par une contrainte qui pèse sur la croissance économique dans une économie ouverte. Cette contrainte extérieure, appelée « loi de Thirlwall », implique une correspondance entre la croissance économique et les exportations, en lien avec les élasticités-revenu de la demande d'importation⁶⁹⁹. Plus précisément, le taux de croissance de l'économie est en partie déterminé par celui des exportations. Il dépend donc de la croissance des partenaires économiques, mais aussi de l'élasticité de leur demande pour les produits fabriqués par la nation, et *vice versa*. Une croissance trop élevée peut alors impliquer une augmentation trop importante des importations de la nation, nécessitant un afflux de capitaux venant compenser le déficit courant⁷⁰⁰. Dans la théorie néoclassique, qui privilégie l'offre, l'ajustement s'explique par une contrainte budgétaire dite « intertemporelle », c'est-à-dire que la valeur actualisée des surplus commerciaux futurs doit impérativement être égale à la valeur courante de la dette externe, puisqu'un emprunt est par définition remboursé tôt ou tard⁷⁰¹. Autrement dit, l'ajustement passe ici par la question de la solvabilité de la nation vis-à-vis du reste du monde. Cette solvabilité s'explique alors par la capacité de la nation à rembourser la dette induite par le déficit courant et dépend alors des anticipations de croissance de la productivité, mais aussi des taux d'intérêt réels. La qualité de l'information des créanciers est alors déterminante, tout comme celle des agents nationaux.

Plusieurs éléments nous indiquent toutefois qu'analyser les déséquilibres de la balance courante des États-Unis en terme d'ajustement, que ce soit par la question de la contrainte sur la croissance ou par celle de la solvabilité de la dette, n'est pas sans poser de nombreuses difficultés. D'abord, les États ont leur mot à dire dans le processus. En effet, « *lorsqu'ils sont confrontés à un déséquilibre des paiements, les gouvernements nationaux ont deux options*

⁶⁹⁹ Sur la Loi de Thirlwall, voir: Anthony P. Thirlwall, *The Nature of Economic Growth*, London, E. Elgar, 2002.

⁷⁰⁰ Certains travaux montrent alors que les gouvernements ont tendance à limiter la croissance économique afin d'éviter cette situation. John S. McCombie, Anthony P. Thirlwall, *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*, New York, St Martin's Press, 1994.

⁷⁰¹ Sur ce point voir : Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, « The Intertemporal Approach to the Current Account », in: Gene M. Grossman, Kenneth Rogoff, *Handbook of International Economics*, vol. III, chap. 34,

*politiques de base. Soit ils financent le déséquilibre, soit ils s'y ajustent. L'ajustement implique que les autorités sont prêtes à accepter une réallocation immédiate des ressources productives [...] »*⁷⁰². Le coût politique de l'ajustement est donc une variable qu'il est nécessaire de prendre en compte. Cette prise en compte est d'autant plus importante que, par ailleurs, elle met en exergue une caractéristique complémentaire, à savoir la volonté de rembourser, mais surtout celle de prêter. Une application trop rigide du concept laisse alors penser que les prêteurs sont toujours enclins à prêter dès lors que la situation n'est pas jugée trop excessive et inversement. Ceci n'est pas anodin, dans la mesure où la position des États-Unis au sein de l'économie mondiale est particulière. Les États-Unis ont en effet réussi à préserver le privilège d'émettre la devise-clé, ce qui signifie que leur dette externe, ainsi que leurs avoirs, sont libellés dans leur propre monnaie. Leur poids dans le revenu mondial et leur rôle de plaque tournante dans le système financier international implique aussi que toute modification de leur taux de croissance influence nécessairement celle du reste du monde⁷⁰³. Enfin, les États-Unis ont toujours pu, depuis la fin de la seconde guerre mondiale, éviter l'ajustement. Cette caractéristique est précisément la marque de leur puissance au sein du système économique international. Elle pose alors la question cruciale du moment où cet hypothétique ajustement devrait avoir lieu, puisqu'il est inévitable en théorie.

Ainsi, s'il est assez difficile d'aborder d'emblée les conséquences de la hausse des déficits courants américains à travers le prisme de l'ajustement, il est toutefois possible d'utiliser un autre concept beaucoup plus maniable *à priori*. Ce concept cherche à rendre compte de la reproductibilité de la dynamique observée sans remise en cause de la situation à court terme et à moyen terme, c'est-à-dire précisément sans ajustement. Ce concept part alors du principe inverse et cherche à rendre compte des conditions de stabilisation de la dynamique observée de déséquilibres. C'est celui de *soutenabilité*. À partir de là, la question qui se pose est celle de savoir quel indice permet le mieux de décrire la soutenabilité des déséquilibres américains.

1995, Amsterdam, Elsevier Science Publishers B.V., pp. 1731-1799. Voir aussi: Gian Maria Milesi-Ferretti, Azaf Razin, « Current Account Sustainability », *Princeton Studies in International Finance*, n°81, October 1996.

⁷⁰² Benjamin J. Cohen, « Balance of Payment Financing: Evolution of a Regime », *International Organization*, 36, 2, Spring 1982, p. 460.

⁷⁰³ Voir sur ce point : Vivek Arora, Athanasios Vamvakidis, « The Impact of U.S. Economic growth on the Rest of the World: How Does It Matter? », *IMF Working Paper*, 01/119, August 2001.

b- Quel indicateur est le plus adapté au cas américain ?

La soutenabilité implique que les déséquilibres, mesurés en terme de flux ou de stock, ne génèrent pas en eux-mêmes des forces économiques qui changeraient la trajectoire ou la politique économiques de la nation, mais aussi les motivations des créanciers. Autrement dit, la situation est soutenable tant que des flux de capitaux entrants sont suffisamment importants pour compenser le déficit courant américain sans effet important, ni sur le taux de change réel du dollar, ni sur l'écart entre épargne et investissement globaux.

Ce concept présente un triple avantage. Il permet de prendre à la fois en compte la situation du débiteur et celle de l'emprunteur, dans ce cas les États-Unis et les grands pays prêteurs. On peut alors envisager la soutenabilité de deux manières différentes : celle qui s'intéresse uniquement au cas des États-Unis et celle qui a une perspective plus globale, en termes de richesse et d'allocation des portefeuilles des agents du reste du monde⁷⁰⁴. De même, il permet de voir que ce n'est pas qu'un problème de nature économique, mais aussi un problème politique, comme nous l'avons indiqué plus haut à propos de l'ajustement. Enfin, il tient compte d'un élément fondamental dans toute activité économique, à savoir l'information des agents ayant des motivations spécifiques. Donner des indicateurs de soutenabilité, c'est alors donner une information aux acteurs en présence sans présager de leur réaction. C'est surtout prendre en compte le fait que bien souvent « *les croyances façonnent les pratiques et les pratiques façonnent les croyances* »⁷⁰⁵.

On peut alors déterminer deux types d'indicateurs. Les premiers sont à proprement parler des indicateurs de soutenabilité. Ils donnent une indication de son niveau mais pas le moment à partir duquel l'ajustement est non seulement inévitable, mais immédiat. Ce sont des *indicateurs de seuil*. Les seconds ne sont pas strictement des indicateurs directs de soutenabilité, mais donnent une image beaucoup plus précise de l'ampleur de l'ajustement nécessaire à la non amplification des déséquilibres. Ce sont des *indicateurs de sentier*.

⁷⁰⁴ Une évaluation de la soutenabilité des déficits américains selon cette méthode est disponible dans: Patrick Artus, « Le déficit extérieur des États-Unis vu du point de vue de l'allocation d'actifs », Caisse des Dépôts et Consignations, *Flash*, n°275, 29 octobre 2003. Selon Mann, ces indicateurs sont pertinents à moyen terme, mais pas à long terme. Catherine L. Mann, « How Long the Strong Dollar? », in: C. Fred Bergsten, John Williamson (Eds), *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2003, pp. 57-76.

⁷⁰⁵ Marc Flandreau, Frédéric Zumer, *Les origines de la mondialisation financière, 1880-1913*, Paris, OCDE, 2004, p. 12.

Les indicateurs de seuil

Les indicateurs de seuil sont les plus nombreux. On peut en distinguer trois qui sont le plus souvent utilisés :

- Le premier est tout simplement le ratio du solde courant sur le PIB. Les études économétriques relatives à cet indicateur tendent alors à associer un seuil d'environ 5 % du PIB avec un ajustement dans les pays développés⁷⁰⁶. En 2003, ce ratio était de 4,8 % du PIB aux États-Unis.

- Un deuxième indicateur est le ratio de la position monétaire internationale sur le PIB. Ce ratio donne une image instantanée du stock de dette externe nette de la nation⁷⁰⁷. On donne traditionnellement un seuil de 50 % du PIB, même si de fortes différences existent selon les cas. En 2003, la dette externe nette des États-Unis vis-à-vis du reste du monde correspondait à 24,1 % du PIB environ. Ces deux indicateurs sont toutefois défaillants pris isolément. La soutenabilité dépend en effet d'autres facteurs, comme la composition et la maturité de la dette. Elle dépend aussi du taux d'exportation de la nation et du taux de change réel, qui a un impact sur la valorisation de la dette externe nette. Mais surtout, la soutenabilité dépend du « taux d'intérêt » de celle-ci⁷⁰⁸.

- Un troisième indicateur est alors souvent utilisé. Il cherche à rendre compte du service de la dette externe pour la nation, en mettant en relation le paiement net d'intérêts ou de dividendes et la position monétaire internationale. Plus cet indicateur est élevé et plus la soutenabilité est compromise. En 2003, ce ratio était de - 1,46 %, ce qui signifie que, quoique débiteurs nets vis-à-vis du reste du monde, les États-Unis rapatrient plus de revenus de facteurs que l'inverse. Roubini et Setser assimilent ce ratio à un taux d'intérêt nominal sur la dette externe, ce qui voudrait dire qu'il était négatif en 2003⁷⁰⁹.

⁷⁰⁶ Voir à ce propos : Menzie Chinn, Eswar S. Prasad, « Medium-Term Determinants of the Current Accounts in Industrial and Developing Countries : an Empirical Exploration », *Journal of International Economics*, **59**, 1, January, 2003, pp. 47-76. Voir aussi: Caroline L. Freund, « Current Account Adjustment in Industrialised Countries », BGFRS, *International Finance Discussion Paper*, n°692, December 2000.

⁷⁰⁷ Les éléments entrant dans le calcul de la position monétaire internationale ne sont pas uniquement des dettes, mais aussi des titres de propriété. Par commodité, nous emploierons par la suite le terme générique « dette externe nette ».

⁷⁰⁸ Cette critique s'applique aussi à l'analyse de la soutenabilité de la dette publique. Voir: Marc Flandreau, Frédéric Zumer, *Op. cit.*

⁷⁰⁹ Nouriel Roubini., Brad Setser, « The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances », New York University, Stern School of Business, September 2004. Disponible à l'adresse: <<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>>.

Les indicateurs de sentier

Les indicateurs de sentier sont élaborés à partir des indicateurs de seuil, mais leur signification est très différente. Ils ne cherchent pas, en effet, à donner une limite au-delà de laquelle les mécanismes de réallocation des ressources et d'ajustement pourraient avoir lieu. Ils donnent au contraire une idée de l'ampleur des déséquilibres ou de l'ampleur de l'ajustement nécessaire en cas de maintien des tendances observées. Là encore, trois indicateurs de sentier semblent les plus pertinents :

- Le premier mesure l'ampleur de la dette externe à long terme si le solde primaire se maintient à son niveau observé⁷¹⁰. Il donne alors une indication du sentier de long terme de la dette externe et permet de ce fait une comparaison avec le niveau observé. En 2003, la dette externe nette de long terme obtenue était de 58,86 % du PIB des États-Unis. Ceci signifie que le maintien d'un déficit au niveau de celui de l'année 2003 impliquerait une hausse de la dette externe nette à presque 60 % du PIB.

- Le deuxième indicateur de sentier est la mesure inverse. Il donne en effet le solde primaire nécessaire à la stabilisation du niveau observé de la dette externe nette. Il est intéressant dans la mesure où il donne un sentier hypothétique de déficit sans élévation du poids de la dette externe nette. En 2003, ce ratio était de 1,97 % du PIB, ce qui signifie que pour maintenir leur niveau de dette externe à 24,09 % du PIB, les États-Unis devraient avoir sur le long terme un déficit primaire de 1,97 % du PIB.

- Le troisième indicateur mesure l'ajustement qui serait nécessaire à la stabilisation du niveau de la dette externe nette. Il est intéressant dans la mesure où il donne une image très précise de l'écart à combler pour parvenir à la stabilité du poids de la dette et surtout il tient compte de l'évolution du poids de cette dette. Lorsque cet indicateur augmente, cela signifie que l'ajustement nécessaire au maintien de la dette externe à son niveau observé augmente. En 2003, cet écart était de 3,15 % du PIB.

⁷¹⁰ Le compte courant peut être décomposé en deux ensembles aux logiques distinctes. En premier lieu, on peut regrouper le solde commercial et celui des transferts sans contrepartie. Ce regroupement s'explique par le fait que les mouvements de monnaie sous jacents dépendent de décisions prises dans l'année. On obtient alors le solde primaire. En second lieu, on peut regrouper les profits nets et paiements d'intérêts. Ils naissent de décisions d'achats ou de ventes d'actifs des années antérieures. On obtient alors le solde des revenus de facteurs. Voir l'annexe 7 pour le calcul de ces indicateurs de sentier. Annexe 7, p. 387.

Nous pouvons alors, grâce à ces différents indicateurs, avoir une idée plus précise de l'évolution de la soutenabilité des déséquilibres américains depuis le début des années quatre-vingt-dix.

2- Une dégradation importante de la soutenabilité dès la moitié des années quatre-vingt-dix

La question de la soutenabilité ne s'est vraiment posée qu'à partir de la moitié des années quatre-vingt-dix même si déjà, dans les années quatre-vingt, certaines voix s'élevaient contre l'envolée des déséquilibres. Les indicateurs de soutenabilité nous donnent alors une image assez précise de l'ampleur du problème. Plus précisément, on assiste depuis la moitié des années quatre-vingt-dix à une dégradation marquée de l'ensemble des indicateurs (Tableau 6.1).

Tableau 6.1 : Les indicateurs de soutenabilité (1991-2004)

En % du PIB, sauf indiqué

	<i>Indicateurs de seuil</i>			<i>Indicateurs de sentier</i>		
	solde courant	Dette externe nette	Service ¹	Dette externe nette si solde primaire stable	Solde primaire si dette externe stable	Ajustement nécessaire à dette stable
1991	0,06	4,35	-10,30	1,99	-0,74	-0,40
1992	-0,76	7,14	-6,01	8,13	-1,00	0,14
1993	-1,23	2,17	-19,84	5,93	-0,59	1,02
1994	-1,67	1,91	-15,64	7,97	-0,46	1,45
1995	-1,48	4,13	-8,17	11,93	-0,61	1,15
1996	-1,54	4,61	-7,34	12,23	-0,69	1,14
1997	-1,64	9,91	-2,07	17,89	-0,99	0,80
1998	-2,40	12,29	-0,77	33,85	-0,89	1,55
1999	-3,20	11,29	-1,76	36,68	-1,03	2,32
2000	-4,21	16,18	-1,59	45,53	-1,57	2,85
2001	-3,81	22,79	-1,24	59,32	-1,55	2,49
2002	-4,52	24,35	-0,49	79,94	-1,40	3,19
2003	-4,82	24,09	-1,46	62,55	-1,97	3,15
2004 ²	-5,41	28,15	-0,99	87,99	-1,4	4,31

¹ En pourcentage de la dette externe nette. ² Estimations. Sources: *Bureau of Economic Analysis* et calculs de l'auteur. Voir l'annexe 7 pour le détail des calculs.

Du côté des indicateurs de seuil, plusieurs éléments sont remarquables. D'abord le poids du déficit courant ne cesse d'augmenter depuis 1991, date à laquelle il a été pour la dernière fois positif et de manière exceptionnelle. Il dépasse même le seuil des 5 % en 2004 selon les estimations disponibles. Cette dégradation n'a pas été linéaire, puisque l'année 1998 marque une rupture sensible de la trajectoire, qui s'amplifie ensuite. Un dernier point important concernant cet indicateur réside dans la faiblesse de l'impact de la récession de 2001, alors que, traditionnellement, une récession aux États-Unis implique un retour rapide, quoique temporaire, vers l'équilibre. Ensuite, l'indicateur de dette externe nette montre une dégradation très forte, elle aussi à partir de 1998. Le poids de la dette externe nette est ainsi

multiplié par huit entre 1991 et 2004, mais l'essentiel de cette hausse a lieu à partir de 1998. Certaines années montrent cependant une baisse de cet indicateur, notamment l'année 2003. Ceci s'explique principalement par un effet de valorisation, puisque le taux de change du dollar a baissé fortement par rapport à l'euro, alors qu'une part non négligeable de cette dette externe est détenue en Europe. Mais cet effet de valorisation demeure toutefois assez faible. Enfin, l'indicateur de service montre une dégradation encore plus soutenue, même si les États-Unis conservent un avantage important puisqu'il est encore négatif. Là encore, deux périodes semblent se succéder dans les années quatre-vingt-dix, puisque la moyenne entre 1991 et 1997 est de $-9,9\%$, alors que celle entre 1998 et 2004 est de $-1,2\%$.

Du côté des indicateurs de sentier, le même phénomène de dégradation se remarque, mais ce qui demeure le plus notable est le fait qu'un hypothétique retour à l'équilibre devient de plus en plus difficile. La dette externe nette de long terme a en effet littéralement explosé durant la période, passant de 2% en 1991 à 88% du PIB en 2004, même si l'effet de valorisation lié au taux de change réel du dollar est nettement plus marqué en 2003⁷¹¹. Là encore, le problème prend une dimension majeure à partir de 1998. Cet indicateur, couplé à celui du solde courant, semble alors montrer que la dynamique devient de plus en plus insoutenable, puisque qu'à partir de 2004, le déficit courant dépasse 5% du PIB alors que la dette externe nette de long terme est très nettement supérieure à 50% du PIB. L'évolution du deuxième indicateur de sentier (solde primaire si dette externe nette stable) donne une image plus contrastée. Il montre en effet que les États-Unis peuvent avoir un déficit primaire de l'ordre de $1,4\%$ du PIB tout en maintenant leur dette externe à 28% du PIB. On semble là loin de l'image d'une insoutenabilité immédiate, même si à mesure que le solde net des revenus de facteur diminue cet indicateur augmente. Enfin, le dernier indicateur de sentier semble nettement moins réjouissant. Il montre en effet qu'à mesure que la dette externe nette des États-Unis augmente, l'ajustement nécessaire non pas à sa disparition, mais au maintien de son poids, augmente. Il est resté inférieur à 1% du PIB jusqu'en 1997, mais augmente depuis régulièrement, pour atteindre désormais $4,31\%$ du PIB en 2004.

⁷¹¹ Pour certains, cet effet est même le principal responsable de la soutenabilité des déséquilibres américains à court terme. Voir: Pierre-Olivier Gourinchas, Hélène Rey, « International Financial Adjustment », University of California, Berkeley, March 2004. Disponible à l'adresse : <<http://ist-socrates.berkeley.edu/~pog/academic/IFA/ifamarch16.pdf>>. Voir aussi: Cédric Tille, « The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt », FRBNY, *Current Issues in Economics and Finance*, 9, 1, January 2003, pp. 1-7.

Ces indicateurs montrent une dégradation sensible de la soutenabilité des déséquilibres américains à partir de 1998, conduisant à un ajustement potentiel de plus en plus important. Toute la question est alors de savoir si cette dynamique peut se poursuivre. Une analyse prospective montre que la perspective d'un ajustement brutal augmente sans cesse, même si à court terme les déséquilibres sont encore soutenables.

B – La perspective d'un ajustement global majeur et son dépassement temporaire

Jusqu'à présent, les effets des déséquilibres se sont surtout sentis au niveau du taux de change bilatéral entre le dollar et l'euro. Le taux de change effectif réel de l'euro s'est en effet fortement apprécié depuis 2000, passant d'un indice 76 à un indice 95 fin 2003⁷¹². Pourtant, entre 2002 et début 2005, le taux de change effectif réel du dollar a baissé de seulement 9,6 %, alors que, de l'avis de nombreux auteurs, une chute de l'ordre de 30 % au moins serait nécessaire⁷¹³. Cette baisse récente est même toute relative dans la mesure où le taux de change effectif réel du dollar était, fin 2004, encore proche de son niveau de 2000, lequel demeurerait dans la moyenne des vingt dernières années. Cette dépréciation n'est alors pas synonyme d'une réallocation importante des ressources. Pourtant, tous les indicateurs laissent à penser que l'ajustement devient de plus en plus proche, important et brutal. Cet ajustement pourrait avoir des conséquences majeures pour l'économie mondiale, étant donné le rôle structurant de l'économie des États-Unis dans le monde.

Toutefois, un phénomène récent peut expliquer la permanence actuelle des déséquilibres. Les Banques Centrales des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est sont en effet au cœur du mécanisme de soutien du dollar. Ce mécanisme, que d'aucuns appellent le « nouveau Bretton Woods », n'est cependant pas tenable à moyen terme. Nous verrons dans un premier temps ce qu'impliquerait, pour les États-Unis et pour le monde, le déclenchement de cette phase d'ajustement global. Cette analyse prospective montrera que la meilleure situation

⁷¹² L'indice 100 correspondant à l'année 1995. Voir l'annexe 6, p. 383.

⁷¹³ Le scénario de base de Obstfeld et Rogoff montre que la disparition du déficit courant de 5 % passe au moins par une chute du taux de change réel de 28 %. Voir: Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, « The Unsustainable US Current Account Position Revisited », *Prepared for the July 12-13, 2004 NBER Conference on "G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment"*, July 11, 2004. Disponible à l'adresse : <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/ca_v2.pdf>.

possible serait celle qui consiste à débiter cette phase au plus tôt. Or, dans un second temps, nous verrons que les États et les marchés n'ont pas les mêmes motivations face à ces déséquilibres, et que le *statu quo* porté par les États a toutes les chances de se maintenir encore quelque temps, renforçant la perspective d'un ajustement encore plus important.

1 – Les effets hypothétiques d'un ajustement global

Deux dimensions sont à prendre en compte dans l'analyse prospective d'un hypothétique ajustement des États-Unis. D'une part, si l'ajustement débutait dès à présent, les scénarios les plus optimistes montrent que son effet serait important, sur les États-Unis et sur le reste du monde, notamment en terme de taux de croissance réel. D'autre part, les projections disponibles montrent que le taux d'épargne nationale a de fortes chances de se dégrader encore, compte tenu de la détérioration prévisible des finances publiques, ce qui augmenterait à la fois l'importance de l'ajustement nécessaire au retour des équilibres macroéconomiques mais aussi la durée potentielle de l'ajustement.

a- Les effets d'un hypothétique ajustement global

L'établissement de scénarios concernant les effets d'un ajustement immédiat mais en douceur des États-Unis n'est pas facile, les auteurs qui s'y essayent butant tous sur le même type de problème, à savoir le réalisme des hypothèses qu'ils retiennent. Ainsi, certains scénarios tablent sur une croissance réelle américaine de 3,5 % en moyenne d'ici la fin de la décennie, reprenant alors le taux de croissance annuel moyen de la dernière décennie et d'autres tablent sur des taux supérieurs, parfois d'un point. Le même type de problème se pose aussi lorsque que l'on anticipe l'évolution des élasticités à l'importation et à l'exportation.

Toutefois, malgré ces limites, les études disponibles montrent toutes que cet ajustement suppose la conjonction de trois types de changements. Le retour à l'équilibre du compte courant américain reposerait en effet sur trois mécanismes distincts, complémentaires et concomitants : une baisse significative du taux de change réel du dollar, une consolidation fiscale aux États-Unis et une amélioration de la compétitivité-hors-prix des exportations

américaines⁷¹⁴. Ces changements auraient alors des effets sur les États-Unis, mais aussi sur le reste du monde, notamment le Japon⁷¹⁵.

La baisse significative du taux de change réel du dollar aurait pour effet d'améliorer la compétitivité-prix des exportations américaines mais augmenterait par la même le risque d'un retour important de l'inflation, ce qui pourrait avoir un impact non négligeable sur la politique monétaire de la Réserve Fédérale, sans modifier fondamentalement la situation des États-Unis. Pour Brook, Sédillot et Ollivaud, une dépréciation du taux de change réel de 22,5 % d'ici 2009 n'aurait pour effet qu'une baisse du déficit courant de 2 points, mais permettrait de stabiliser la dette externe nette à 41 % du PIB en 2009 et à plus long terme à 60 % du PIB. Des deux variantes qu'ils envisagent, celle d'une dépréciation homogène du dollar sur l'ensemble des devises maintiendrait le taux de croissance annuel moyen de la zone euro à 2,3 %, alors que celui du Japon tomberait de 0,3 point par rapport à celui du scénario dit de *statu quo* qui est de 1,6 %⁷¹⁶. Roubini et Setser obtiennent un résultat analogue, puisque qu'une chute de 50 % du taux de change réel d'ici 2015 provoquerait une baisse du déficit commercial (à 2,4 %) et une stabilisation de la dette externe nette à 46 % du PIB en 2010, à supposer au préalable une réduction puis une annulation du déficit public et une croissance des exportations américaines de 9 % par an. Cependant une dépréciation de seulement 10 % n'aurait quasiment aucun impact sur le déficit commercial.

Le retour à l'équilibre budgétaire aurait un impact nettement plus important. Il provoquerait en effet, quoi qu'il arrive, une chute du taux de croissance réel aux États-Unis mais aussi dans le reste du monde. Pour Brook, Sédillot et Ollivaud, une amélioration des conditions fiscales des États-Unis de 6 points, c'est-à-dire la marche vers un excédent

⁷¹⁴ Les scénarios que nous exposons ici sont tirés des travaux suivants : Anne-Marie Brook, Franck Sédillot, Patrice Ollivaud, « Channel for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies », OCDE, *Economics Department Working Paper*, n°390, 18 May, 2004 ; Catherine L. Mann, « The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability », *Review of International Economics*, 12, 2, 2004, pp. 262-276; Dimitri B. Papadimitriou & Alii, « Is Deficit-Financed Growth Limited? Policies and Prospects in an Election Year », Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*, April 07, 2004; Nouriel Roubini., Brad Setser, *loc. cit*, 2004. Voir l'annexe 8, page 386, pour plus de précisions.

⁷¹⁵ Une étude concerne plus précisément le Japon : William R. Cline, « The Impact of US External Adjustment on Japan », in: C. Fred Bergsten, John Williamson (Eds), *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2003, pp. 175-203.

⁷¹⁶ S'il n'y a pas de dépréciation du dollar avec les devises des économies d'Asie hors Japon, alors le Japon perd néanmoins 0,1 point de taux de croissance annuel moyen sur la période. Voir l'annexe 8.

financier de 1,7 % du PIB en 2009, aurait pour effet de réduire le déficit courant à 3 %. Elle aurait néanmoins un impact dévastateur sur le revenu disponible des ménages (- 10 %) et ferait baisser de 0,9 point le taux de croissance annuel moyen des États-Unis (2,6 % contre 3,3 % dans le scénario de *statu quo*), de 0,3 point celui du Japon et de 0,1 point celui de la zone euro. Pour Papadimitriou, Shaikh, Dos Santos et Zezza, une chute de moitié du déficit public serait beaucoup plus efficace par l'intermédiaire de la remise en cause des cadeaux fiscaux accordés par l'Administration Bush que par une réduction drastique des dépenses. Elle ferait chuter le déficit courant à 4,2 % du PIB d'ici 2008, mais ferait gagner 1,2 points en moyenne de croissance (3,2 % contre 2 %), le scénario de *statu quo*, c'est-à-dire sans ajustement, tablant pour sa part sur une croissance comprise entre 4,1 % et 4,4 %.

Enfin, l'amélioration de la compétitivité-hors-prix des exportations américaines aurait un effet moindre sur la soutenabilité mais moins douloureux pour le reste du monde. Brook, Sédillot et Ollivaud estiment qu'une hausse de deux points de la part des exportations américaines dans le monde (de 15 % à 17 %) permettrait de maintenir la dette externe nette à 41 % du PIB en 2009. Les États-Unis augmenteraient même de 0,3 point leur taux de croissance annuel moyen par rapport au scénario de *statu quo*. Mais le Japon serait le grand perdant, avec une perte de croissance annuelle moyenne de 0,2 point. Cette amélioration supposerait en outre un renversement de l'asymétrie Houthakker-Magee, l'élasticité de la demande étrangère d'exportations américaines doublant et celle des importations américaines étant divisée par plus de deux. Mann analyse tout particulièrement ce mécanisme, en s'intéressant à l'effet d'une amélioration de la compétitivité internationale de l'industrie des services américaine et obtient le même type de résultat, puisque que ce seul mécanisme fait baisser de 1 point le déficit courant obtenu en 2012 selon le scénario de *statu quo*⁷¹⁷. Cet effet

⁷¹⁷ On imagine alors l'importance des négociations à l'OMC sur la libéralisation des services pour les États-Unis et leur empressement à signer des accords de commerce bilatéraux qui consolident cette position. Voir: Catherine L. Mann, « The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability », *Review of International Economics*, **12**, 2, 2004, pp. 262-276. Cette question traduit une attention traditionnelle de la part de certains analystes américains et parfois d'Administrations présidentielles, qui considèrent que le problème fondamental réside dans le protectionnisme des partenaires commerciaux des États-Unis et pas dans le mouvement structurel de l'économie américaine. Voir entre autres: A. James Meigs, « Dollars and Deficits: Substituting False for Real Problems », *Cato Journal*, **8**, 2, fall, 1988, pp. 533-553.

est néanmoins très nettement insuffisant, puisque le reste du monde devrait avoir une croissance supérieure aux États-Unis de près de 1,5 points, ce qui est considérable⁷¹⁸.

Ces scénarios, même avec leurs limites, montrent que les effets d'un ajustement immédiat seraient élevés, notamment en terme de chute de la croissance aux États-Unis et dans le reste du monde. Mais surtout, ils montrent que chaque mécanisme est très nettement insuffisant pour réduire à néant le déficit courant et encore plus insuffisant pour annihiler la dette externe nette des États-Unis. Cela constitue un problème majeur, dans la mesure où la consolidation fiscale envisagée dans les scénarios sera difficile à obtenir et risque même d'aggraver la situation.

b- L'impact futur des finances publiques sur l'ajustement nécessaire

La soutenabilité des déséquilibres dépend principalement en premier lieu de la capacité des États-Unis à réduire l'écart entre investissement et épargne nationaux. Or tout porte à croire que cet écart sera difficile à combler, dans la mesure où le taux d'épargne nationale risque très fortement de pâtir de la dégradation des finances publiques ou, du moins, du maintien du déficit budgétaire à environ 3,5 % du PIB à moyen terme. Une réévaluation plus précise de l'état des finances publiques américaines montre en effet que les déficits sont loin d'être comblés à moyen terme⁷¹⁹. Cette perspective nécessitera alors un ajustement encore plus important, ce qui n'est pas sans conséquences, compte tenu des effets qu'aurait un ajustement.

La perspective d'une permanence du déficit budgétaire

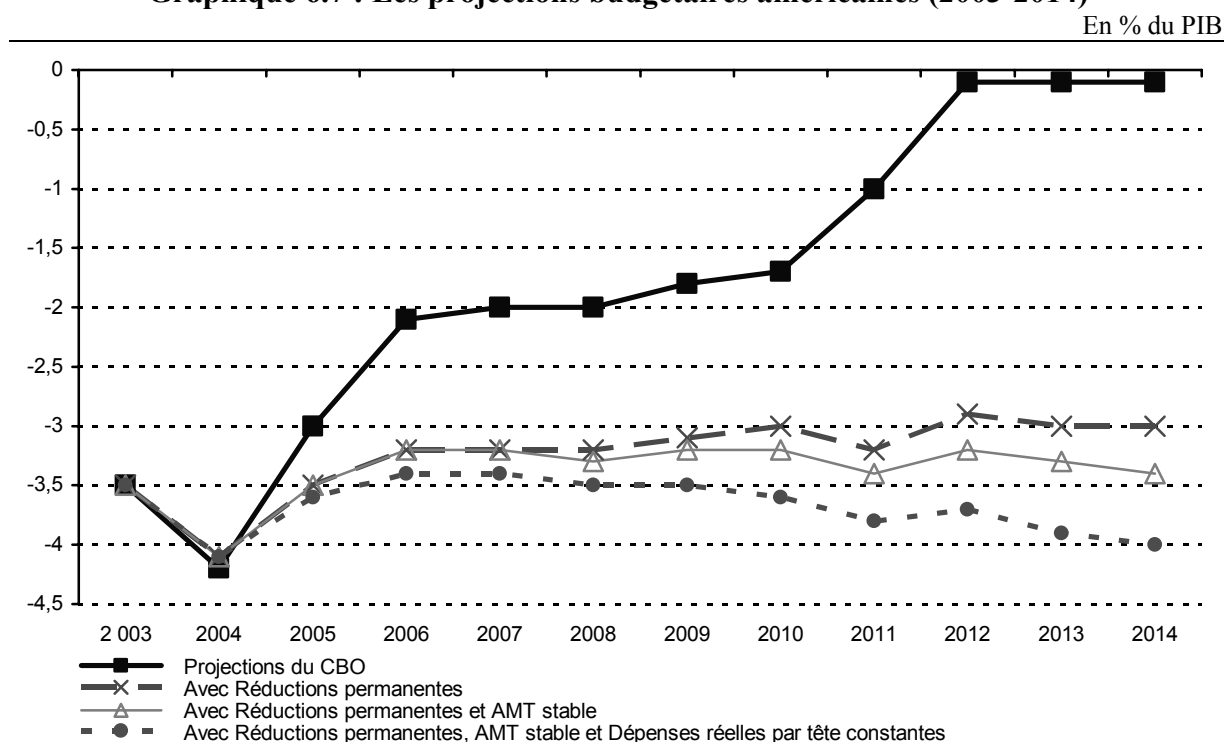
Telles qu'indiquées par le graphique 6.7, les projections du *Congressional Budget Office* (CBO) montrent que le déficit budgétaire des États-Unis va entamer une réduction à partir de 2005 pour se stabiliser à l'équilibre dès 2012. Ces projections semblent alors

⁷¹⁸ Cette question de l'impact de la croissance du reste du monde sur la dynamique du déficit courant américain est analysée par Shaikh, Zezza et Dos Santos. Anwar M. Shaikh, Gennaro Zezza, Claudio H. Dos Santos, « Is International Growth the Way Out of U.S. Current Account Deficits ? A Note of Caution », Levy Economics Institute of Bard College, *Policy Note*, 2003/6, 2003, pp. 1-12.

⁷¹⁹ Voir sur ce point : Robert E. Rubin, Peter R. Orszag, Allen Sinai, « Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray », *Paper Presented at the AEA-NAEFA Joint Session, Allied Social Science Associations Annual Meetings*, San Diego, January 4, 2004. Disponible à cette adresse : <www.brook.edu/dybdocroot/views/papers/orszag/20040105.pdf>. Voir aussi : Alan J. Auerbach, « Fiscal Policy, Past and Present », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2003, pp. 75-138.

correspondre *grosso modo* à ce que nous avons vu précédemment sur la soutenabilité de la dette externe nette américaine et montrent que le redressement de la situation budgétaire est sur le point de démarrer. Ceci est d'autant plus notable que les scénarios de soutenabilité s'appuient sur les projections du CBO. Or, il semble qu'un recalcul des projections de budget soit nécessaire et ce, pour deux raisons portant sur les hypothèses retenues.

Graphique 6.7 : Les projections budgétaires américaines (2003-2014)



Source : William G. Gale and Peter R. Orszag, « The Budget Outlook: Updates and Implications », *Tax Notes*, February 16, 2004, pp. 915-929 ; *Congressional Budget Office*. Calculs de l'auteur.

D'une part, la méthode de calcul du CBO pose problème. Elle ne prend pas en compte plusieurs éléments qui ont pourtant un impact fondamental sur les projections de budget. Si l'on tient compte de la possibilité d'une permanence des deux réductions d'impôts successives accordées par l'Administration Bush⁷²⁰, le déficit public serait de 3 % du PIB en 2014. De même, le nombre des contribuables devant acquitter leur impôt selon le principe dit « AMT » devrait augmenter trop fortement sans une réforme de ce système, si bien que les

⁷²⁰ Ces dispositifs doivent disparaître pour la plupart en 2010, mais rien ne dit qu'ils ne seront pas maintenus. Voir sur ce point: William G. Gale, Peter R. Orszag, « Economic Effects of Making the 2001 and 2003 Tax Cuts Permanent », Urban-Brookings Tax Policy Center, *Discussion Paper*, n°17, October 2004.

projections semblent surévaluer son impact⁷²¹. Une évaluation plus raisonnable du nombre de contribuables concernés donne alors une image différente du solde budgétaire, qui se dégrade encore d'un demi point en 2014, avec 3,4 %. Enfin, la projection du CBO retient une hypothèse de baisse des dépenses réelles discrétionnaires fédérales par contribuable. Or rien n'est moins sûr, surtout depuis le début des opérations militaires en Irak. Une simple stabilisation du volume donne alors un déficit budgétaire de 3,6% du PIB à la fin de la décennie et de 4 % en 2014.

D'autre part, les projections sont trompeuses car elles sont d'une extrême sensibilité au taux de croissance. L'hypothèse de taux de croissance annuel moyen retenue par le CBO est de 3 % jusqu'en 2014. Or, une baisse ou une hausse d'un point de ce taux a des conséquences majeures sur les projections⁷²². En 2009, si le taux de croissance annuel moyen aux États-Unis est de 4 %, le solde budgétaire reste déficitaire à 0,6 % du PIB, selon le calcul de base du CBO. Ce déficit est même de 2,2 % du PIB si l'on tient compte des éléments apportés ci-dessus. En revanche, un taux de croissance annuel moyen de 2 % donne un déficit de 3,2 % du PIB en 2009 selon le calcul du CBO et de 5 % du PIB selon le calcul alternatif.

En d'autres termes, les projections du CBO sont les plus optimistes possibles, puisque la prise en compte d'éléments complémentaires et l'éventualité d'une croissance plus faible augmentent très fortement le déficit budgétaire anticipé. Cela n'est pas sans poser problème,

⁷²¹ Le dispositif AMT (*individual Alternative Minimum Tax*) a été mis en place en 1969 afin d'éviter que les contribuables les plus fortunés ne paient pas d'impôt sur le revenu. Il consiste à recalculer le revenu des ménages les plus fortunés et à comparer le montant d'impôt ainsi obtenu avec celui que l'on obtient normalement. Si ce dernier est inférieur, le ménage doit alors acquitter l'AMT. En 2003, environ 3,5 % des contribuables américains étaient concernés par ce dispositif. Du fait de la non indexation de ce dispositif à l'inflation, d'une part, et des réductions d'impôt accordées en 2001 et 2003, d'autre part, le nombre de ménages concernés devrait très fortement augmenter (de 3 millions actuellement à 40 millions de personnes en 2014), si bien que les recettes fédérales calculées par le CBO dans ses projections en tiennent compte. Or, ce serait aller à l'encontre de l'esprit de la loi de 1969 (puisque ce dispositif concerne d'abord les plus fortunés) mais aussi des réductions d'impôts accordées en 2001 et 2003 (puisque'il les remettrait en cause *de facto*). Le calcul proposé suppose alors de « neutraliser » l'effet de la mise en place des réductions d'impôt de 2001 et 2003, ce qui fait alors augmenter le nombre de contribuables concernés à 21 millions en 2014. Voir : Leonard E. Burman & Alii, « The Individual AMT: Problems and Potential Solutions », *National Tax Journal*, **55**, 3, September 2002, pp. 555-596. Voir aussi : Leonard E. Burman, William G. Gale, Jeffrey Rohaly, « The Expanding Reach of the Individual Alternative Minimum Tax », *Journal of Economic Perspectives*, **17**, 2, Spring 2003, pp 173-186. Une révision des estimations est réalisée dans l'article suivant : Leonard E. Burman & Alii, « The Individual Alternative Minimum Tax: A Data Update », Tax Policy Center, August 30, 2004. Disponible à l'adresse : <http://www.taxpolicycenter.org/UploadedPDF/411051_AMTdataupdate.pdf>.

⁷²² William G. Gale and Peter R. Orszag, « The Budget Outlook: Updates and Implications », *Tax Notes*, February 16, 2004, p. 922.

puisque l'instabilité financière et la tendance à la déflation financière rendent parfois nécessaire le recours au déficit public, ce qui Minsky intitule le « big government »⁷²³.

L'augmentation de l'ajustement nécessaire et ses conséquences potentielles

Les projections budgétaires effectuées ci-dessus ont trois conséquences fondamentales pour la dynamique de soutenabilité des déséquilibres externes américains. Elles impliquent en effet une hausse de la dette externe nette, une hausse des taux d'intérêt et une baisse du taux de croissance, trois éléments entrant dans le calcul des indices de soutenabilité. En premier lieu, ces projections montrent que, quoiqu'il arrive, la dette externe nette des États-Unis va encore augmenter d'ici à 2010. En deuxième lieu, le maintien du déficit budgétaire implique à coup sûr une hausse des taux d'intérêt, hausse d'autant plus marquée que ceux-ci ont été à un niveau historiquement bas aux États-Unis, suite à la politique de baisse des taux directeurs de la Réserve Fédérale à partir de 2001⁷²⁴. Les estimations oscillent entre une hausse de 30 à 60 points de base pour chaque pourcent de déficit public⁷²⁵. En troisième lieu, la croissance américaine va être amoindrie par l'accumulation de la dette externe. La hausse des taux d'intérêt va en effet favoriser une baisse du taux d'investissement à terme⁷²⁶.

En d'autres termes, l'ajustement nécessaire à la restauration des équilibres va selon toute vraisemblance augmenter, de sorte que la solution la moins coûteuse pour les États-Unis et pour le monde serait d'entamer immédiatement cet ajustement. Les risques inhérents au maintien de la dynamique observée sont en effet multiples, d'autant qu'historiquement l'ajustement s'effectue souvent de façon brutale, surtout lorsque les pays sont faiblement ouverts⁷²⁷. Mais d'autres risques sont encore plus problématiques. L'économie américaine est en effet engagée dans une logique de sacrifice de son industrie de biens de consommation, ce

⁷²³ Voir sur ce point la modélisation de Aglietta et Rebérioux : Michel Aglietta, Antoine Rebérioux, *Op. cit.*, pp. 261-262.

⁷²⁴ Le taux du FOMC est ainsi passé de 6,5 % à 1,75 %, après onze réductions successives. Il a atteint un point bas de 1 % en 2003, pour ensuite remonter progressivement.

⁷²⁵ Robert E. Rubin, Peter R. Orszag, Allen Sinai, *loc. cit.*, p. 10.

⁷²⁶ Les estimations récentes montrent que le doublement de la dette externe fait baisser d'un point le taux de croissance nationale. Catherine Pattillo, Hélène Poirson, Luca Ricci, « What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? », *IMF Working Paper*, 04/15, January 2004.

⁷²⁷ Sebastian Edwards, « Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops », *IMF Staff Papers*, 51, Special Issue, 2004, pp. 1-49.

qui augmente jour après jour les tensions protectionnistes⁷²⁸. Le commerce mondial est donc de plus en plus tributaire de cette logique, qui pourrait expliquer à la fois le regain d'importance des accords bilatéraux effectués par les États-Unis, mais aussi les blocages auxquels est confrontée l'Organisation Mondiale du Commerce, notamment en ce qui concerne la libéralisation des services⁷²⁹. Enfin, le déclenchement brutal d'un ajustement aurait pour conséquence ultime de remettre en cause l'essence même de l'étalon dollar, à savoir la place privilégiée des États-Unis dans l'économie mondiale. Il impliquerait une redéfinition du rôle des États-Unis dans le monde et laisserait les acteurs économiques en prise avec une incertitude encore plus grande.

Ainsi, l'étalon dollar est en proie à un dilemme du même type que le dilemme de Triffin : laisser courir les déséquilibres et augmenter le coût d'un ajustement inévitable à moyen terme ou s'engager immédiatement dans cet ajustement, au risque de réduire la croissance mondiale et d'augmenter à la fois les tensions protectionnistes et monétaires. Et sur ce point, pour l'instant, les États semblent avoir choisi leur camp, celui du *statu quo*.

2 – La co-dépendance rationnelle des États et le renforcement temporaire du *statu quo*

L'un des phénomènes susceptibles de modifier profondément la dynamique de l'étalon dollar est lié aux motivations des acteurs en présence. Plus précisément, plus les déséquilibres seront profonds et durables et plus la divergence entre les acteurs privés et les acteurs publics sera forte. Les acteurs privés sont en effet très attentifs à la soutenabilité des déséquilibres et allouent rationnellement leur portefeuille en fonction des risques et des rendements. Cette logique explique en partie la dépréciation actuelle du dollar, dans la mesure où les opérateurs de marché européens investissent moins en dollar depuis 2002. Mais, d'un autre côté, les Banques Centrales sont confrontées à des impératifs qui expliquent leur appétit croissant en

⁷²⁸ Ronald I. McKinnon, «The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 2001, pp. 227-239.

⁷²⁹ Cette volonté de libéralisation du commerce des services marchands est toutefois très sélective. Les propositions américaines sont en effet ciblées sur les secteurs dont le solde est le plus excédentaire ou la croissance du commerce la plus rapide, comme les services financiers, les télécommunications, les livraisons express, les services énergétiques, informatiques, de distribution et environnementaux, soit environ 12 secteurs sur les 20 recensés à l'OMC. Voir: Grégory Vanel, « Les États-Unis dans les négociations sur la libéralisation des services : les soldes révèlent-ils la stratégie américaine ? », LEPII-EPIID, *OMC Chroniques*, n°3, mars 2003, pp. 14-16. Disponible à l'adresse : <<http://www.upmf-grenoble.fr/lepii/fichiers/chroniquesOMC3.pdf>>.

réserves libellées en dollar. Leurs motivations sont même telles qu'elles se télescopent avec celles des acteurs de marché et qu'elles empêchent alors toute dépréciation durable du taux de change réel du dollar.

Il ne faudrait pas, cependant, interpréter cette situation de manière erronée. Les Banques Centrales n'agissent pas de manière coordonnée en fonction d'un objectif commun qui serait la poursuite de la dynamique décrite plus haut. Elles agissent, bien au contraire, en fonction de leurs situations propres qui expliquent leurs motivations propres. Bien plus que dans une situation de coordination de leurs politiques, les Banques Centrales et les États sont inscrits dans un processus de co-dépendance rationnelle, processus extrêmement puissant qui explique le *statu quo* actuel⁷³⁰. Ce processus se déroule au cœur du régime d'étalon dollar, sur le marché des titres du Trésor américain. Il est guidé non pas par une confiance des opérateurs ou des Banques Centrales envers le dollar, mais bien plus par la peur de l'ajustement.

Ainsi, pour analyser cette co-dépendance des États, nous procéderons dans un premier temps à la description de la relation structurante de l'étalon dollar, à savoir celle entre les États-Unis et leur nouvelle périphérie d'Asie de l'Est, notamment la Chine. Ceci nous permettra de voir aussi que la réaction rationnelle des Banques Centrales du Japon et de la zone euro renforce cette logique. Mais, dans un second temps, nous verrons que cette co-dépendance implique l'apparition de nouveaux risques, qui augmentent alors la probabilité du déclenchement brutal d'un ajustement global. En somme, le *statu quo* est provisoire.

a- La renaissance d'une périphérie

L'hypothèse de la renaissance de la périphérie financière des États-Unis est récente et fait l'objet d'une controverse fondamentale, puisqu'elle porte sur la permanence ou non du *statu quo*. Des auteurs comme Dooley, Folkerts-Landau et Garber⁷³¹, mais aussi comme

⁷³⁰ Catherine L. Mann, « Managing Exchange Rates: Achievement of Global Re-Balancing or Evidence of Global Co-Dependency? », *Business Economics*, **39**, 3, July 2004, pp. 20-29.

⁷³¹ Voir impérativement sur ce point : Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber, « An Essay on the Revived Bretton Woods System », NBER, *Working Paper*, 9971, September 2003; Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber, « The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries », NBER, *Working Paper*, 10332, March 2004; Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau, Peter Garber, « Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery », NBER, *Working Paper*, 10626, July 2004.

McKinnon et Schnabl⁷³², considèrent que la soutenabilité des déséquilibres est assurée pour encore au moins 15 ans et ce, à faible coût. Ils défendent l'idée du renouveau de Bretton-Woods, plus particulièrement de la réapparition d'une périphérie financière asiatique, depuis la fin de la guerre froide, dont l'intérêt est l'acquisition massive de réserves libellées en dollar, par l'intermédiaire d'achats de titres du Trésor américain. Les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est ne feraient alors que reproduire un mécanisme qui a fait ses preuves durant la guerre froide⁷³³.

Nous avons vu en effet au chapitre 3 que ce marché s'était fortement internationalisé et que de nombreuses Banques Centrales asiatiques y menaient des opérations afin d'augmenter leurs réserves de change. Globalement, ces acquisitions massives s'expliquent alors par deux arguments, l'un offensif et l'autre défensif :

- Du côté offensif, la stratégie de développement tiré par les exportations implique l'impérieuse nécessité d'éviter à tout prix l'appréciation du taux de change réel vis-à-vis du dollar, étant donné l'absence de mécanisme de fixation institutionnel du taux de change depuis les années soixante-dix et surtout l'importance du marché américain. Cela provoque alors le développement d'un excédent courant bilatéral de plus en plus important avec les États-Unis, mais aussi une capacité d'attraction des investissements directs du fait de la sous-évaluation relative de la monnaie, ce qui permet une croissance économique supérieure à ce que permettrait une stratégie fondée uniquement sur la demande du marché intérieur.

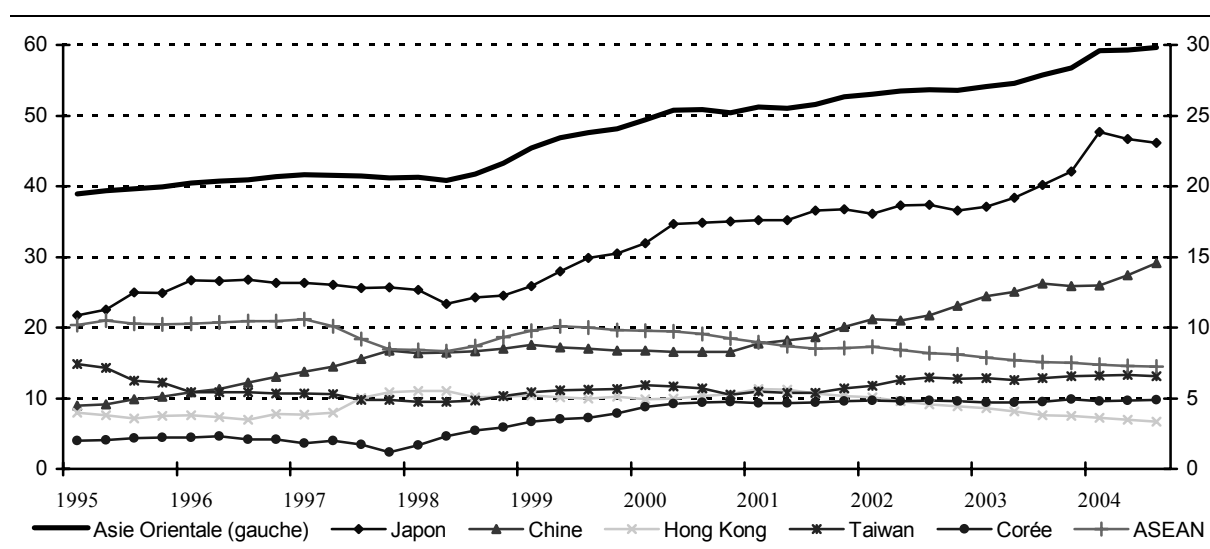
- Du côté défensif, deux éléments sont à prendre en compte. D'une part, les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est, échaudés par la récente crise qu'ils ont subie et sachant que les efforts des institutions financières internationales pour limiter l'instabilité financière sont limités, souhaiteraient se prémunir contre les crises financières en augmentant leurs réserves de

⁷³² Voir: Ronald I. McKinnon, « The World Dollar Standard and Globalization: New Rules for the Game? », Stanford University, August 2003. Disponible à l'adresse: <<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/Globalization.pdf>>. Voir aussi : Ronald I. McKinnon, Gunther Schnabl, « The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin », *Review of Development Economics*, 8, 3, August 2004, pp. 331-60. Voir enfin: Ronald I. McKinnon, Gunther Schnabl, « The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue », *International Finance*, 7, 2, 2004, pp. 169-201.

⁷³³ Cette hypothèse s'apparente en effet à une vieille idée développée par Cooper en 1964, qui consiste à dire que la croissance d'après guerre en Europe et au Japon s'explique par une forte demande additionnelle d'exportations liée à la surévaluation du dollar ; en somme, à l'existence d'un consommateur en premier ressort et d'une demande effective mondiale polarisée sur les États-Unis. Voir: Richard N. Cooper, « Dollar Deficits and Postwar Economic Growth », *Review of Economics and Statistics*, 46, 2, May 1964, pp. 155-159.

change de manière plus que nécessaire⁷³⁴. Le graphique 6.8 montre ainsi une forte hausse de la part des réserves de change mondiales détenues dans des Banques Centrales de pays d'Asie du Sud-Est depuis la crise, celle-ci passant globalement de 40 % à 60 %.

Graphique 6.8 : Répartition des réserves de change mondiales en Asie Orientale
(En pourcentage du volume mondial. Données trimestrielles)



Source : FMI, *International Financial Statistics Database*.

D'autre part, ayant développé de forts excédents courants à la suite de la crise financière, les pays d'Asie du Sud-Est sont confrontés à ce que d'aucuns appellent la « vertu conflictuelle »⁷³⁵. En effet, s'ils ne peuvent emprunter dans leur propre monnaie, ils ne peuvent non plus prêter au reste du monde dans leur propre monnaie. Cela implique alors une accumulation de titres liquides libellés en dollars dans le pays, ce qui pose deux problèmes. D'abord, les détenteurs d'actifs en dollar sont de moins en moins enclins à accepter une appréciation trop forte du taux de change national, puisqu'elle ferait baisser *de facto* leur richesse nette, et pourrait générer une spirale déflationniste. Ensuite, les pays étrangers, notamment les États-Unis, évoquent les pratiques commerciales déloyales, de pays qui refusent obstinément toute appréciation du taux de change de leur monnaie. Le cas de la

⁷³⁴ Les réserves de change ont augmenté de 60 % depuis la crise asiatique. Ronald U. Mendoza, « International Reserve-Holding in the Developing World: Self Insurance in a Crisis-Prone Era? », *Emerging Markets Review*, 5, 1, March 2004, pp. 61-82. Voir aussi: Jaewoo Lee, « Insurance Value of International Reserves: An Option Pricing Approach », *IMF Working Paper*, 04/175, September 2004.

⁷³⁵ Voir : Ronald I. McKinnon, Gunther Schnabl, « The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue », *International Finance*, 7, 2, 2004, pp. 169-201.

Chine, malgré l'annonce le 21 juillet 2005 d'une réévaluation du Yuan de 2,1 % par rapport au dollar, est à ce propos illustratif⁷³⁶.

L'intérêt de cette thèse est qu'elle donne une cause plus directe à cette peur du flottement pour les pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est. À un premier niveau, la Chine doit impérativement réussir la restructuration de son appareil productif, qui va se matérialiser d'ici à 2015 par un exode rural de 200 millions de travailleurs ayant un niveau d'éducation primaire. Sa stratégie est donc clairement de sous-évaluer sa monnaie par rapport au dollar⁷³⁷, ce que permettent les achats massifs de titres du Trésor⁷³⁸. De plus, le coût de sortie de cette stratégie augmente à mesure que les réserves accumulées en dollar augmentent, de sorte que les autorités chinoises préfèrent de très loin le *statu quo*⁷³⁹, en dépit de leur reconnaissance de la nécessité de flexibiliser le taux de change du yuan. En particulier, la flexibilisation poussée du Yuan supposerait une remise en cause des contrôles de change issus de la réforme de 1994 mais aussi une réforme du système bancaire, ce qui aurait un effet néfaste sur la croissance et sur la stabilité financière et poserait alors la question de la stabilité politique en Chine. Enfin, si la Chine réévaluait seule le taux de change du Yuan, l'effet sur le taux de change réel du dollar serait quasi nul. En effet, comme les surplus sont entièrement recyclés par la Banque Centrale de Chine, une réévaluation du yuan baisserait à la fois ce surplus mais aussi les flux d'investissement direct vers la Chine, deux mécanismes qui s'annulent sur le marché des changes⁷⁴⁰.

À un second niveau, les autres pays en développement d'Asie de l'Est et du Sud-Est doivent impérativement maintenir leur taux de change bilatéral avec le dollar pour une raison directe et une raison indirecte⁷⁴¹. Ils sont en effet en concurrence avec la Chine et cherchent

⁷³⁶ Voir : Kenneth Rogoff, « L'appréciation lilliputienne du yuan sera loin de suffire », *Les Echos*, n°19476, 12 Août 2005, p. 10.

⁷³⁷ En l'occurrence, le Yuan s'est maintenu depuis 1994 à environ 8,28 pour un dollar, jusqu'à juillet 2005.

⁷³⁸ Voir sur ce point : Patrick Artus, « Quels facteurs pourraient arrêter les interventions de change non stérilisées des Banques Centrales asiatiques ? », Caisse des Dépôts et Consignations, *Flash*, n°2003-240, 2 octobre 2003.

⁷³⁹ Voir à ce propos l'étude de Constantin et Deblock : Christian Constantin, Christian Deblock, « Le yuan et la nouvelle alliance économique entre les États-Unis et la Chine », *Études Internationales*, **35**, 3, septembre 2004, pp. 515-534.

⁷⁴⁰ Voir à ce propos : Patrick Artus, « Que se passerait-il si la Chine réévaluait le Yuan ? », Caisse des dépôts et Consignations, *Flash*, n°2003-234, 23 septembre 2003.

⁷⁴¹ Grégory Vanel, David Hoyrup, « Le choix du dollar dans les échanges internationaux des pays du Sud-Est asiatique est-il un obstacle à leur intégration régionale ? », *Communication présentée au Colloque EMMA-Rinos*, Université du Québec à Montréal, Montréal, 3 juin 2005, 27 p.

donc par tous les moyens à maintenir eux aussi le taux de change de leur monnaie par rapport au dollar. Mais ils sont aussi de plus en plus en concurrence entre eux, en tant que fournisseurs de la Chine, ce que traduit l'augmentation de la part du commerce intra asiatique dans le commerce de la zone ces dernières années⁷⁴². Ainsi, même si la part des importations en provenance de Chine augmente aux États-Unis par rapport à celle des autres pays émergents de la zone, celle de l'Asie en général n'a pas augmenté, mais baissé de 2 points entre 1998 et 2003, pour se situer à 37 %⁷⁴³. Un commerce triangulaire s'est donc progressivement mis en place entre les pays émergents d'Asie de l'Est et du Sud-Est, la Chine, et les États-Unis⁷⁴⁴.

À un troisième niveau, ni le Japon, ni la zone euro ne peuvent se permettre de ne pas intervenir aussi sur le marché des titres du Trésor américain par l'intermédiaire de leurs Banques Centrales respectives. Le Japon, en augmentant de manière massive ses achats de titres du Trésor américain, entretient lui aussi la compétitivité de ses exportations⁷⁴⁵. De même la Banque Centrale Européenne n'a plus aucune marge de manœuvre depuis que l'euro a atteint son plus haut par rapport au dollar : elle devra très probablement intervenir sur le marché des changes pour que la zone euro ne subissent pas seule l'ajustement qui se manifesterait par une chute de ses exportations vers les États-Unis et par une appréciation encore plus forte du taux de change réel de l'euro⁷⁴⁶.

Dès lors les autorités américaines ne cherchent pas à contrecarrer cette logique. Ce laisser-faire a même lieu au mépris de leurs propres lois et du Droit international, notamment

⁷⁴² Même si sa part dans le commerce mondial a baissé de 51 % à 50 % entre 1995 et 2003, le commerce intra-asiatique a progressé de 9 % en 2002 et 20 % en 2003. Source : OMC.

⁷⁴³ Voir : Douglas Holtz-Eakin, « The Chinese Exchange Rate and U.S. Manufacturing Employment », CBO, *Testimony before the Committee on Ways and Means U.S. House of Representatives*, October 30, 2003. Disponible à l'adresse: <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/46xx/doc4666/10-30-ChinaTestimony.pdf>>.

⁷⁴⁴ Christian Constantin, Christian Deblock, *loc. cit* ; Grégory Vanel, David Hoyrup, *loc. cit*.

⁷⁴⁵ Artus montre que si le Japon stoppait ses interventions sur le marché des changes, l'effet porterait à la fois sur le Japon et sur la zone euro, le dollar se dépréciant d'au moins 25 % par rapport au yen et à l'euro. Patrick Artus, « Le scénario catastrophe : Chine maintenant le peg du yuan, Japon ne soutenant plus le dollar ? », Caisse des dépôts et Consignations, *Flash*, n°2003-244, 6 octobre 2003.

⁷⁴⁶ Edwin M. Truman, « The U.S. Current Account Deficit and the Euro Area », *Speech prepared for "The ECB and its Watches VI Conference"*, Frankfurt, July 2, 2004. Disponible à l'adresse : <<http://www.iie.com/publications/papers/truman0704.htm>>. Voir aussi : Alan Greenspan, « The Evolving U.S. Payments Imbalances and Its Impact on Europe and the Rest of the World », *Cato Journal*, 24, 1-2, Spring/Summer 2004, pp. 1-11.

des accords du FMI, comme le rappellent très justement Preeg⁷⁴⁷ ou Bergsten⁷⁴⁸. L'*Omnibus Trade and Competitive Act* de 1988 stipule en effet que toute manipulation des taux de change par un partenaire commercial sera susceptible d'engendrer des représailles commerciales. De même, l'article IV, section 1, des accords du FMI, interdit toute manipulation du taux de change qui empêche durablement l'ajustement.

Au total, la situation actuelle est bloquée et le *statu quo* s'impose. Non seulement le déclenchement de l'ajustement porterait un coup à la croissance américaine, mais puisque aucun des partenaires commerciaux n'est prêt à sacrifier sa propre stratégie, le régime se maintient et se renforce. Il peut alors s'apparenter à un équilibre de Nash, dans lequel le pays centre détermine les règles de la politique monétaire mondiale sans qu'il y ait obligation de coordination monétaire, même si l'utilité qu'il tire de cette situation est inférieure à celle des autres pays⁷⁴⁹. Or, même s'il se renforce, ce mécanisme de co-dépendance rationnelle est trop fragile pour être viable à moyen terme.

b – Les limites de la co-dépendance rationnelle

L'argumentation présentée ci-dessus est très séduisante. Elle montre en effet que, pour l'instant, aucun État n'a, à la fois, l'intérêt et les moyens de contester le mécanisme en place. Toutefois, trois arguments laissent à penser que sa durée de vie sera courte :

- Premièrement, comme le soulignent Roubini et Setser⁷⁵⁰, la quantité de réserves de change à absorber va trop fortement augmenter pour que les Banques Centrales puissent le faire en totalité si les déséquilibres persistent. Il faudrait en effet, selon leur calcul, que les réserves de changes des Banques Centrales d'Asie de l'Est et du Sud-Est passent à 7500 milliards de dollars en 2010, contre actuellement 2000 milliards de dollars environ.

⁷⁴⁷ Ernest H. Preeg, « Exchange Rate Manipulation to Gain an Unfair Competitive Advantage: The Case Against Japan and China », in: C. Fred Bergsten, John Williamson (Eds), *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, 2003, pp. 267-284.

⁷⁴⁸ « Je pense que le Trésor américain et le Fonds Monétaire International violent leurs mandats respectifs concernant les politiques de taux de change ». C. Fred Bergsten, « The IMF and Exchange Rates », *Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, United States Senate, Washington D.C., May 19, 2004. Disponible à l'adresse: <<http://www.iie.com/publications/papers/bergsten0504-2.htm>>.

⁷⁴⁹ Voir: Michael B. Devereux, Kang Shi, Juanyi Xu, « Global Monetary Policy under a Dollar Standard », CEPR, *Discussion Paper*, 4317, March 2004. Disponible à l'adresse suivante: <<http://www.cepr.org/pubs/dps/DP4317.asp>>.

⁷⁵⁰ Nouriel Roubini, Brad Setser, *loc. cit.*, 2004.

Autrement dit, l'appréciation des taux de change de leurs monnaies respectives semble inéluctable, même si elle est retardée actuellement par leurs interventions sur le marché des changes. Ceci demeure d'autant plus vraisemblable que les acteurs privés vont renforcer cette tendance.

- Deuxièmement, la nouvelle périphérie n'est pas aussi homogène que celle qu'il y avait sous le régime de Bretton Woods⁷⁵¹. Elle est moins intégrée que ne l'était l'Europe des années soixante et son niveau de développement est beaucoup plus hétérogène. Sa coopération institutionnelle régionale est beaucoup moins dense que ne l'était celle de l'Europe des années soixante⁷⁵². L'Europe disposait en effet de deux organisations dans lesquelles les mécanismes de surveillance et de coordination des politiques macroéconomiques étaient puissants : la Communauté Économique Européenne et l'OCDE. Il y a certes quelques Institutions régionales en Asie, mais elles n'incluent ni la Chine ni le Japon, pour la plupart, et leur nature institutionnelle est nettement moins profonde (absence de parlement, de commission, de secrétariat permanent, de mécanisme de sanction). Qui plus est, les États-Unis investissent en proportion beaucoup moins dans cette nouvelle périphérie qu'ils ne le faisaient durant les années soixante en Europe, ce qui signifie que les revenus de facteurs issus de cette périphérie ne peuvent plus garantir en volume la soutenabilité des déficits courants. Par ailleurs, le risque de *free riding* est beaucoup plus crédible que durant les années soixante. La plupart des auteurs considèrent que ce risque provient du fait que l'euro est une alternative potentielle au dollar en tant que devise de réserve, d'une part, et que, même en l'absence de devise de réserve crédible face au dollar durant les années soixante, le pool de l'or n'a pas tenu, ce dont se souviennent forcément les dirigeants des pays d'Asie de l'Est et du Sud-Est. Mais, si ce risque technique existe, il semble que le risque « nationaliste » soit encore plus fort, en particulier vis-à-vis de la croissance chinoise. Eichengreen, Rhee et Tong montrent en effet que les pays les moins développés d'Asie du Sud-Est sont en concurrence directe sur le marché international des biens de consommation et que leurs exportations pâtissent de la pénétration des exportations chinoises aux États-Unis, alors que dans le même temps les pays les plus développés de la zone sont fournisseurs de biens de capital dans une Chine en forte

⁷⁵¹ Barry Eichengreen, « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », NBER, *Working Paper*, 10497, May 2004. Disponible à l'adresse: <<http://www.nber.org/papers/w10497>>.

⁷⁵² Grégory Vanel, David Hoyrup, *loc. cit.*

croissance. Ainsi, seuls les pays les plus développés de la zone ont intérêt à ce que la croissance chinoise et les exportations de la Chine sur le marché américain se maintiennent à leur niveau⁷⁵³.

- Troisièmement, ce mécanisme de co-dépendance pose le problème de l'adéquation entre objectif interne et objectif externe de la politique économique dans les pays de la périphérie. L'accumulation de réserves de change n'est efficace que si celles-ci sont stérilisées, c'est-à-dire que si elles ne font pas augmenter la masse monétaire du pays. Or, ce n'est pas toujours le cas en Asie⁷⁵⁴, comme le montre le tableau 6.2.

Tableau 6.2 : Les stérilisations partielles des réserves de change (2000-2003)
(Variation au sein des bilans des Banques centrales, en % du PIB)

	Actifs étrangers nets	Actifs domestiques nets	Base monétaire
ASEAN 4	3,6	-4	-0,4
Chine	9,2	-4,3	4,9
Corée du Sud	6,1	-5,3	0,8
Hong Kong	8,8	-1,5	7,3
Japon	6,4	0,7	7,1
Singapour	15,4	-14	1,4
Taiwan	34,8	-34,8	0

Source : Matthew Higgins, Thomas Klitgaard, « Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets », FRBNY, *Current Issues in Economics and Finance*, 10, 10, September/October 2004, p. 5.

La Chine, Hong Kong et le Japon, en particulier, ont plus particulièrement stérilisé une faible partie des réserves accumulées, de sorte que la base monétaire de ces pays a explosé, variant de 5 à 7 % du PIB entre 2000 et 2003. Autrement dit, à mesure que les réserves s'accumulent, la masse monétaire suit une trajectoire similaire. Cela pose alors un double problème aux autorités des pays concernés. D'une part, la hausse de la masse monétaire a tendance à faire augmenter les prix. Cette situation n'est pas encore gênante au Japon, en proie à une tendance déflationniste depuis la moitié des années quatre-vingt-dix, mais va poser un problème en Chine. Le crédit bancaire en Chine a en effet augmenté de 20 % à 30 %

⁷⁵³ Barry Eichengreen, Yeongseop Rhee, Hui Tong, « The Impact of China on the Exports of Other Asian Countries », *Presented at the KIEP/Claremont Conference on East Asian Regionalism*, Seoul, 26-27 August 2004. Disponible à l'adresse : <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/kiiep-claremont8sep7sep28-04.pdf>>.

⁷⁵⁴ Patrick Artus, « Quels facteurs pourraient arrêter les interventions de change non stérilisées des Banques Centrales asiatiques ? », Caisse des Dépôts et Consignations, *Flash*, n°2003-240, 2 octobre 2003, p. 10.

depuis trois ans, ce qui augmente très fortement les risques de surchauffe⁷⁵⁵ et fragilise fortement le secteur bancaire. D'autre part, cette stratégie a tendance à provoquer un surinvestissement dans le secteur des biens exportables, alors que le développement économique suppose aussi que le secteur des services bénéficie d'investissements⁷⁵⁶. La Chine a néanmoins intensifié ses efforts de stérilisation en 2004, en augmentant par trois fois les ratios de réserves obligatoires pour les banques de second rang en 2003 (+ 1 point, à 7 % en septembre) puis en 2004 (de 7 à 7,5 % en mars), de sorte que le taux effectivement stérilisé en 2004 est passé à plus de 90 %⁷⁵⁷.

⁷⁵⁵ Les autorités chinoises tentent d'ailleurs de ralentir cette envolée du crédit bancaire en augmentant régulièrement le ratio des réserves obligatoires des banques. Voir à ce propos : Sébastien Barbé, « Chine : la politique du yuan en question », *Crédit Agricole, Perspectives*, n°78, mai 2004, pp. 5-8.

⁷⁵⁶ Barry Eichengreen, Yung Chul Park, « The Dollar and the Policy Mix Redux », *Presentation at the Korean Development Institute*, 23 March 2004, p.8. Disponible à l'adresse: <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy/globalimbalances3jun9-04.pdf>>.

⁷⁵⁷ Michel Aglietta, Bronka Rzepkowski, « Le dollar et la formation d'un pôle monétaire en Asie », *Revue d'économie financière*, 77, 2004, p. 152.

Conclusion du chapitre 6 :

La question posée au début de ce chapitre concernait la durabilité du seigneurage des États-Unis. Certes, la soutenabilité des déséquilibres américains est encore assurée pour quelque temps, mais il ne fait aucun doute qu'un processus d'ajustement global devrait se déclencher d'ici trois à quatre années et peut être même avant⁷⁵⁸. La financiarisation de l'économie américaine, en provoquant la chute massive du taux d'épargne des ménages et en accentuant la tendance à la surconsommation des États-Unis, a aussi eu pour conséquence de dégrader fortement le déficit courant des États-Unis. Cette dégradation n'a commencé à poser problème qu'à partir de la moitié des années quatre-vingt-dix mais, actuellement, à mesure que le déficit perdure, l'ampleur de l'ajustement nécessaire à son maintien augmente. Un paradoxe apparaît alors : le seigneurage américain est en péril du fait même de la financiarisation de l'économie américaine.

D'un autre côté, la co-dépendance rationnelle des États, même si elle permet provisoirement le soutien du dollar par l'intermédiaire d'achats massifs de titres du Trésor américain par les Banques Centrales, ne sera pas suffisante à moyen terme, d'autant plus que les perspectives budgétaires aux États-Unis ne sont pas bonnes et que les acteurs privés ont aussi leurs intérêts et leurs stratégies propres. Elle est même à l'origine d'une contradiction, puisque s'engager dans l'ajustement coûterait beaucoup moins qu'attendre, alors que chaque acteur a des motivations telles que le *statu quo* se maintient. Autrement dit, l'effort renouvelé depuis les années soixante par les États-Unis pour éviter l'ajustement va *in fine* en augmenter la profondeur et les effets.

⁷⁵⁸ Voir sur ce point: Nouriel Roubini, Brad Setser, « Will the Bretton Woods II Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006 », *Symposium on the Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?*, San Francisco, February 4th, 2005. Disponible à l'adresse: <<http://www.sf.frb.org/economics/conferences/0502/Roubini.pdf>>.

CONCLUSION GENERALE

Notre thèse a d'abord eu pour ambition d'offrir, dans une perspective d'économie politique internationale structuraliste, une analyse à la fois théorique et appliquée des liens existants entre la dynamique d'ouverture financière des nations, le pouvoir structurel des États-Unis et l'instabilité financière internationale. Ces trois phénomènes forment en effet un tout que nous avons identifié sous la forme du régime d'étalon dollar.

Plus exactement, nous avons, dans un premier temps, analysé l'émergence du régime financier international actuel en soulignant :

- d'une part, la capacité de l'État fédéral américain à modifier les structures financières américaines, notamment grâce à sa capacité à faire de la finance de marché le quotidien de l'ensemble des américains,
- d'autre part, le rôle hégémonique des États-Unis dans la dynamique de libéralisation et d'ouverture financières des autres pays, précisément du fait de l'enchâssement interactif entre l'État fédéral et la communauté financière américaine,
- enfin, le caractère désormais repolarisé du système financier international et, notamment, le rôle pivot exercé par le marché des titres du Trésor américain, le renouveau du rôle de devise-clé du dollar et l'apparition d'une nouvelle périphérie financière et monétaire.

Nous avons alors, dans un second temps, analysé la dynamique de ce nouveau régime financier international, en soulignant :

- premièrement, l'impact important de la dynamique de l'économie américaine sur l'instabilité financière internationale, à un moment où les crises financières ont des implications systémiques importantes et où la tendance à la déflation financière se généralise en cas de problème,
- deuxièmement, les difficultés que rencontrent les institutions financières internationales à limiter cette instabilité financière, alors que celle-ci est

maîtrisable en théorie, et ce, du fait de l'impossibilité de sortir du principe de liberté de circulation du capital d'une part et de celui de régulation par les risques d'autre part,

- troisièmement, l'amplification de la tendance structurelle à l'existence de déséquilibres macroéconomiques aux États-Unis qui se matérialise par une augmentation du déficit courant, alors que sa soutenabilité devient de plus en plus compromise et que le coût d'un éventuel ajustement général augmente de manière continue.

Ces éléments nous incitent donc à penser que le nouveau régime financier international est dans une impasse, puisque les règles du jeu, admises par les acteurs de ce régime, renforcent la tendance générale à l'instabilité financière, alors que dans le même temps cette dernière incite les acteurs à une adhésion de plus en plus fortement contrainte à ces mêmes règles. En particulier, les Banques Centrales des pays émergents ont un rôle déterminant dans le maintien immuable de cette dynamique, et ce, de plus en plus ouvertement en contradiction avec l'intérêt des acteurs privés de la finance internationale et des autres pays développés qui voient dans la chute du dollar l'issue probable à moyen terme.

De même, l'étalon dollar est un régime financier international qui permet aux États-Unis d'avoir un dynamisme économique sans pareil, mais est aussi le fossoyeur à terme de leur capacité à maintenir leur statut dans le monde. En paraphrasant Cassis, on pourrait même conclure que « *le secteur financier est le grand paradoxe de l'histoire économique [américaine]* »⁷⁵⁹. Leur capacité, à terme, à maintenir la stabilité financière, à éviter des conflits trop importants entre industrie et finance et à maintenir un degré élevé de compétitivité de leur industrie financière sera en effet de plus en plus compromise⁷⁶⁰. Nul pays ne peut en effet vivre à crédit indéfiniment, à moins d'utiliser ce crédit à des dépenses permettant l'augmentation du revenu national.

⁷⁵⁹ Youssef Cassis, « British Finance : Success and Controversy », in : Jean Jacques Van Helten, Youssef Cassis (Eds), *Capitalism in a Mature Economy*, Aldershot, Edward Elgar, 1990, pp. 1-22.

⁷⁶⁰ Phillip A. O'Hara, « A New Financial Social Structure of Accumulation in the United States for Long Wave Upswing? », *Review of Radical Political Economics*, **34**, 3, summer 2002, pp. 295-301.

Toutefois, notre thèse a aussi eu une deuxième ambition, d'ordre théorique. Elle questionne en effet les théories de l'économie politique internationale mais aussi les théories de l'économie internationale en général.

Pour ce qui est du premier champ analytique, on ne peut plus considérer, à partir des enseignements de cette thèse, que l'hégémonie est la condition nécessaire à la stabilité économique internationale. L'approche orthodoxe de l'EPI est donc prise en défaut. Bien au contraire, il semblerait que le cas présenté pourrait permettre de penser à l'hypothèse inverse, à savoir celle d'une instabilité hégémonique. En déconnectant la question du caractère hégémonique d'un ordre économique international de celle de la stabilité conjoncturelle de l'économie mondiale, la thèse proposée permet de réduire la prétendue incohérence du système financier international actuel, que l'approche orthodoxe a tendance à qualifier d'anarchique. En effet, la cohérence des comportements des acteurs de ce régime n'est plus à chercher dans leur volonté de coopérer pour réduire l'instabilité financière internationale, mais dans celle de s'émanciper, à leur niveau, de ses effets immédiats. De la sorte, l'analyse proposée augmente l'intelligibilité du processus en changeant le point de vue initial et les motivations rationnelles des acteurs. Ainsi, il n'est désormais plus possible de regarder rétrospectivement l'histoire financière mondiale sous la seule hypothèse que les périodes de relative stabilité financière étaient forcément des périodes où il y avait une hégémonie financière et *vice versa*.

De même, la thèse proposée pose la question des coûts de l'hégémonie, à la fois pour le pays au centre et pour les pays périphériques. Plus particulièrement, elle montre que le coût de cette hégémonie est de plus en plus porté par les pays du reste du monde, en Europe⁷⁶¹, au Japon ou dans les pays émergents et, par les acteurs privés, ce que Seabrooke appelle la *capacité à générer des externalités positives* favorables aux intérêts des États-Unis⁷⁶². Et paradoxalement, les acteurs concernés semblent avoir du mal à choisir la sortie de ce régime, alors même que leur attente en augmentera le coût.

⁷⁶¹ Jacques Mistral, Bernard Salzmänn, « Un dollar fort ? C'est bon pour l'Amérique. Un dollar faible ? C'est mauvais pour l'Europe », in : Jean-Marie Chevalier, Jacques Mistral (Dir), *La raison du plus fort. Les paradoxes de l'économie américaine*, Paris, Robert Laffont, 2004, pp. 163-190.

⁷⁶² Leonard Seabrooke, *Op. cit.*, 2001.

En ce qui concerne le champ de l'économie internationale, la thèse proposée pose la question de la possibilité de la formation d'un mécanisme de création monétaire à partir de la balance des paiements de l'hégémon. En effet, en achetant des titres du Trésor américain fraîchement émis, les Banques Centrales des pays périphériques utilisent leur capacité de création monétaire pour un agent, de surcroît public, à l'extérieur des frontières sous leur autorité, ce qui s'apparente à un crédit accordé par la périphérie au centre sans possibilité de contrôle de l'augmentation de la masse monétaire et à un coût des plus faibles pour le bénéficiaire. Sachant l'importance de tout crédit accordé pour celui qui l'obtient et pour sa capacité à changer les structures économiques à son avantage, nul doute que les États-Unis vendront chèrement la disparition de ce mécanisme.

De la même manière, la thèse proposée pose la question de la capacité à penser la régulation de l'instabilité financière internationale dans une perspective purement économique. En effet, en théorie, il est possible de maîtriser cette instabilité, comme l'enseigne Minsky, alors que, dans les faits, des mécanismes d'ordre politique rendent cette possibilité plus difficile car l'ensemble des acteurs concernés n'y ont pas intérêt. Dès lors, l'analyse des relations entre les États-Unis et le reste du monde ne peut faire l'impasse sur le caractère éminemment politique d'un régime financier international comme l'étalon dollar⁷⁶³. Nier cette caractéristique serait alors se priver de la possibilité de changer les règles du jeu.

Poser la question de la pérennité des règles du jeu au sein de l'ordre financier mondial actuel était en effet la troisième ambition de cette thèse. Certains considèrent d'ailleurs que c'est un impératif auquel ne pourront pas échapper les États-Unis et les autres pays de la planète⁷⁶⁴. Les règles actuelles posent en effet de nombreuses questions d'ordre économique mais surtout d'ordre politique.

D'abord, la perpétuation du régime d'étalon dollar posera très vite la question de la compatibilité entre un ordre financier ouvert et un ordre commercial ouvert. On note déjà une certaine mutation de la politique commerciale des États-Unis depuis l'arrivée de Georges W.

⁷⁶³ Pierre Jacquet, « L'économie américaine et le monde : *It's Politics, Stupid!* », in : Jean-Marie Chevalier, Jacques Mistral (Dir), *La raison du plus fort. Les paradoxes de l'économie américaine*, Paris, Robert Laffont, 2004, pp. 191-206.

⁷⁶⁴ On pense notamment, mais pas seulement, aux propos de McKinnon et, dans un autre registre, à ceux de Shiller. Ronald I. McKinnon, « The World Dollar Standard and Globalization: New Rules for the Game? », Stanford University, August 2003. Disponible à l'adresse: <<http://www.stanford.edu/mckinnon/papers/Globalization.pdf>>; Robert J. Shiller, *The New Financial Order*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2003.

Bush à la Maison Blanche et des montées protectionnistes dans de nombreux pays. On perçoit, ensuite, les risques qui pèsent sur le multilatéralisme, alors que la seule possibilité pour les États-Unis est d'encourager la libéralisation des services dans le monde, afin de bénéficier du seul secteur compétitif qui leur reste, et donc de soulager leur déficit commercial⁷⁶⁵. On voit, enfin, que la dynamique d'intégration financière internationale s'accompagne d'une régionalisation toujours plus importante de l'activité économique⁷⁶⁶.

Ensuite, ce problème sera d'autant plus important que les politiques de développement qui ont été efficaces dans les deux dernières décennies sont précisément celles qui ont besoin de la perpétuation du régime d'étalon dollar. On peut en effet se demander comment feraient les pays émergents d'Asie de l'Est sans la capacité de consommation croissante des États-Unis, et ce, même si l'instabilité financière internationale augmente. Les pays concernés par les crises financières récentes ont en effet des caractéristiques communes, comme leur ouverture financière, leur stratégie de développement tiré par les exportations ou leur endettement international⁷⁶⁷.

Mais, à ces problèmes d'ordre économique, se superposent trois enjeux majeurs pour les prochaines décennies, et qui à eux seuls demanderaient bien plus que les pages qui précèdent.

D'abord, la question de la diffusion du néolibéralisme est doré et déjà posée. Le problème que soulève l'étalon dollar n'est pas seulement celui de l'équité de la règle néolibérale et de son caractère fortement inégalitaire, mais aussi celui de son efficacité. L'abandon du compromis keynésien et la montée de la logique libérale se sont en effet accompagnés de faibles taux de profit des entreprises, d'une croissance molle et d'un chômage élevé, de l'endettement des États et de crises financières, alors que, dans le même temps, les acteurs de la finance et les communautés financières ont connu une explosion de leurs revenus⁷⁶⁸.

⁷⁶⁵ Sur ce dernier point voir : Catherine L. Mann, « The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability », *Review of International Economics*, **12**, 2, 2004, pp. 262-276.

⁷⁶⁶ Jonathan Heathcote, Fabrizio Perri, « Financial Globalization and Real Regionalization », *Journal of Economic Theory*, **119**, 1, November 2004, pp. 207-243.

⁷⁶⁷ Anastasia Nesvetailova, « Asian Tigers, Russian Bear and International Vets ? An Excursion in the 1997-98 Financial Crises », *Competition & Change*, **6**, 3, 2002, pp. 251-267.

⁷⁶⁸ Gérard Duménil, Dominique Levy, « Costs and Benefits of Neoliberalism. A Class Analysis », *Review of International Political Economy*, **8**, 4, Winter 2001, pp. 578-607.

Qui plus est, la capacité de décision démocratique des peuples a été amoindrie par la consolidation de l'étalon dollar et l'intégration financière internationale⁷⁶⁹, au moment même où l'ouverture financière demande des choix politiques forts et où des phénomènes de contre-mouvement voient le jour, comme le mouvement altermondialiste. La perpétuation de ce régime financier international est alors plus qu'une question d'efficacité économique, mais aussi une question de légitimité politique.

Enfin et surtout, le régime d'étalon dollar pose la question de la capacité de l'hégémon à s'endetter d'un côté et à avoir des actions belliqueuses envers d'autres pays de l'autre. Autrement dit, non seulement la perpétuation de l'étalon dollar serait un problème pour la stabilité financière internationale, mais elle serait aussi un problème pour la paix mondiale, puisqu'elle permettrait aux États-Unis de maintenir leur capacité de frappe militaire par l'intermédiaire de leur possibilité d'endettement sans contrainte.

Immanuel Kant ne s'était d'ailleurs pas trompé, lui qui notait déjà, en pleine Révolution française, qu'il faudrait interdire tout mécanisme qui permettrait à un pays de financer par le crédit international son effort de guerre. En substance, son article IV stipule que⁷⁷⁰ :

On ne doit pas contracter de dettes nationales pour soutenir au dehors les intérêts de l'État. Les emprunts faits à l'intérieur ou à l'étranger offrent une ressource qui n'a rien de suspect [...]. Mais que penser de ce système de crédit, invention ingénieuse d'une nation commerçante de ce siècle, au moyen duquel les dettes s'accumulent à l'infini, sans qu'on ait à s'embarrasser du remboursement, parce que les créanciers ne l'exigent jamais tous à la fois ? Considéré comme ressort politique, c'est un moyen dangereux de puissance pécuniaire, c'est un trésor de guerre, supérieur à celui de tous les autres États pris ensemble et qui ne peut s'épuiser qu'à la longue [...]. Cette facilité de faire la guerre, jointe au penchant naturel qui semble y porter les hommes dès qu'ils en ont le pouvoir, est un très grand obstacle à la paix perpétuelle. Et ce qui autorise d'ailleurs à faire de l'abolition de cet usage un article

⁷⁶⁹ Dani Rodrik, « How Far Will International Economic Integration Go ? », *Journal of Economic Perspectives*, **14**, 1, winter 2000, pp. 177-186.

⁷⁷⁰ Immanuel Kant, *Essai philosophique sur la Paix perpétuelle*, Paris, Fischbacher, 1880 [1795], pp. 6-7.

préliminaire d'un traité de paix perpétuelle c'est que, tôt ou tard, il résulterait de son maintien une banqueroute nationale, par laquelle plusieurs États, qui en souffriraient malgré leur innocence, se trouveraient ouvertement lésés. Ces États sont donc, pour le moins, en droit de se liguier contre celui qui se permet de telles mesures, attentatoire à leur sûreté.

BIBLIOGRAPHIE

A

- ABBAS M. [2004], « Le régime commercial de l'Organisation Mondiale du Commerce. Du multilatéralisme coopératif au multilatéralisme compétitif », Laboratoire d'Économie de la Production et de l'Intégration Internationale, *Cahier de recherche*, série EPIID, n°1, Mai, <http://www.upmf-grenoble.fr/lepii/fichiers/MA_cahierEPIID1.pdf>.
- ABBOTT K.W., SNIDAL D. [2000], « Hard and Soft Law in International Governance », *International Organization*, **54**, 3, Summer, pp. 421–456.
- ABIAD A. [2003], « Early Warning Systems: A Survey and a Regime-Switching Approach », *IMF Working Paper*, 03/32, February.
- ADAMS F.G., PRAZMOWSKI P.A. [2003], « Why are Saving Rates in East Asia so High? Reviving the Life Cycle Hypothesis », *Empirical Economics*, **28**, pp. 275-289.
- AGÉNOR P.R. [2003], « Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts », *World Economy*, **26**, 8, August, pp. 1089-1118.
- AGHION P., BACCHETTA P., BANERJEE A. [2004], « Capital Markets and the Instability of Open Economies », *Journal of Monetary Economics*, **51**, 6, September, pp. 1077-1106.
- AGLIETTA M. [1976], *Régulation et crises du capitalisme : L'expérience des États-Unis*, Paris, Calmann-Lévy.
- AGLIETTA M. [1986], *La fin des devises-clés : essai sur la monnaie internationale*, Paris, La Découverte.
- AGLIETTA M. [1998], *Macroéconomie financière*, Paris, La Découverte, col. Repères, Nouvelle édition.
- AGLIETTA M. [1998], « La maîtrise du risque systémique international », *Économie Internationale*, 76, 4^{ème} trimestre, pp. 41-67.
- AGLIETTA M. [1998], « Le Capitalisme de demain », *Notes de la Fondation Saint Simon*, 101, novembre.
- AGLIETTA M. [2000], « La crise financière russe : un révélateur de la fragilité des marchés globaux de capitaux », *Revue Économique*, **51**, 3, mai, pp. 649-658.
- AGLIETTA M. [2000], « Nouvelle architecture financière : le débat devient politique », *Sociétal*, 29, 3^{ème} trimestre, pp. 4-8.
- AGLIETTA M. [2003], « Le risque systémique dans la finance libéralisée », *Revue d'économie financière*, 70, 1-2003, juin, pp. 33-50.
- AGLIETTA M., BRENDER A., COUDERT V. [1990], *Globalisation financière: l'aventure obligée*, Paris, Économica.
- AGLIETTA M., MOATTI S. [2000], *Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Économica.
- AGLIETTA M., MOUTOT P. [1993], « Le risque de système et sa prévention », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, 41, pp. 21-53.
- AGLIETTA M., ORLÉAN A. (Dir.) [1998], *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob.

- AGLIETTA M., ORLEAN A. [2002], *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob.
- AGLIETTA M., REBERIOUX A. [2004], *Dérives du capitalisme financier*, Paris, Albin Michel.
- AGLIETTA M., RZEPKOWSKI B. [2003], « Déflation financière et adaptations économiques », in : CEPII [2003], *L'économie mondiale 2004*, Paris, La Découverte, 2003, pp. 58-70.
- AGLIETTA M., RZEPKOWSKI B. [2004], « Le dollar et la formation d'un pôle monétaire en Asie », *Revue d'économie financière*, 77, pp. 147-161.
- AIZCORBE A.M., KENNICKELL A.B., MOORE K. B. [2003], « Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 1998 and 2001 Survey of Consumer Finances », *Federal Reserve Bulletin*, 89, 1, January, pp. 1-33.
- AIZENMAN J. [1998], « Capital Mobility in a Second Best World – Moral Hazard With Costly Financial Intermediation », NBER, *Working Paper*, 6703, August, <<http://www.nber.org/papers/w6703>>.
- AIZENMAN J. [2002], « Financial Opening: Evidence and Policy Options », NBER, *Working Paper*, 8900, April, <<http://www.nber.org/papers/w8900>>.
- AIZENMAN J., MARION N. [2003], « The High Demand for International Reserves in the Far East: What is Going On? », *Journal of the Japanese and International Economies*, 17, 3, September, pp. 370-400.
- AKHAVEIN J., FRAME W.S., WHITE L.J. [2001], « The Diffusion of Financial Innovation: An Examination of the Adoption of Small Business Credit Scoring by Large Banking Organizations », Wharton Financial Institution Center, *Working Paper*, 01-19, May, <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0119.pdf>>.
- ALESINA A. [1987], « Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game », *Quarterly Journal of Economics*, 102, 3, August, pp. 651-78.
- ALESINA A., ROUBINI N. [1992], « Political Cycles in OECD Economies », *Review of Economic Studies*, 59, 201, October, pp. 663-689.
- ALLEGRET J-P., DULBECCO P. [2002], « Global Governance Versus Domestic Governance: What Roles for International Institutions? », *European Journal of Development Research*, 14, 2, December, pp. 173-182.
- ALLEGRET J-P., SANDRETTO R. [1998], « Revenir à “ l'esprit des lois ” de Bretton Woods », *Le Monde*, 1^{er} décembre, p. 5.
- ALLEGRET J-P., SANDRETTO R. [1999], « “L'esprit des lois” de Bretton-Woods : la gouvernance internationale en question », *Documents de travail du GATE* (université Lumière- LYON 2), wp 99-3, mai.
- ALLEN F., GALE D. [1994], *Financial Innovation and Risk Sharing*, Cambridge (MA), MIT Press.
- ALLEN F., GALE D. [1999], *Comparing Financial Systems*, Cambridge (MA), MIT Press.
- ALLEN F., GALE D. [2002], « Asset Price Bubbles and Stock Market Interlinkages », Wharton Financial Institutions Center, *Working Paper*, 02-22, September, <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0222.pdf>>.

- ALLEN L., SAUNDERS A. [2002], « A Survey of Cyclical Effects in Credit Risk Measurement Models », Stern School of Business, New York University, *Working Paper*, FIN-02-018, <http://pages.stern.nyu.edu/~asaunder/procyclicality_allensaunders.pdf>.
- ALT J.E., CALVERT R.L., HUMES B.D. [1988], « Reputation and Hegemonic Stability: A Game-Theoretic Analysis », *American Political Science Review*, **82**, 2, pp. 445-466.
- ALTMAN E.I. (& Alii) [2002], « The Link Between Default and Recovery Rates: Implications for Credit Risk Models and Procyclicality », Stern School of Business, New York University, *Working Paper*, FIN-02-018, July, <<http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/WP/2002/pdf/wpa02049.pdf>>.
- ALTMAN E.I. (& Alii) [2003], « The Link Between Default and Recovery Rates: Theory, Empirical Evidence and Implications », Stern School of Business, New York University, *Working Paper*, FIN-03-006, March, <<http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/WP/2003/pdf/wpa03006.pdf>>.
- ALTMAN E.I., RESTI A., SIRONI A. [2001], « Analyzing and Explaining Default Recovery Rates », *Report Submitted to the International Swaps & Derivatives Association*, December, <http://www.isda.org/c_and_a/pdf/Analyzing_Recovery_rates_010702.pdf>.
- AMATO J.D., FURFINE C.H. [2003], « Are Credit Ratings Procyclical? », *BIS Working Papers*, 129, February.
- ANDERSON P. [1978], *Sur Gramsci*, Paris, Maspero, traduit de: ANDERSON P. [1976], « The Antinomies of Antonio Gramsci », *New Left Review*, 100, nov-déc, pp. 5-78.
- ANDO A., MODIGLIANI F. [1963], « The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregated Implications and Tests », *American Economic Review*, **53**, 1, March, pp. 55-84.
- ANDREWS D.M. [1994], « Capital Mobility and State Autonomy: Towards a Structural Theory of International Monetary Relations », *International Studies Quarterly*, **38**, 2, June, pp. 193-218.
- ANDREWS D.M. [1994], « Capital Mobility and Monetary Adjustments in Western Europe », *Policy Sciences*, **27**, 4, December, pp. 425-445.
- ANDREWS D.M., HENNING C.R., PAULY L.W. (Eds) [2002], *Governing the World's Money*, Ithaca and London, Cornell University Press.
- ARIZE A.C. (& Alii) (Eds) [1999], *Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Finance Revisited*, Westport, Greenwood Press.
- ARESTIS P. [2001], « Recent Banking and Financial Crises: Minsky versus the Financial Liberalizationists », in: BELLOFIORE R., FERRI P. (Eds) [2001], *Financial Keynesianism and Market Instability. The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. 1, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar, pp. 159-178.
- ARESTIS P., BASU S. [2003], « Is Financial Globalization Truly Global ? New Institutions for an Inclusive Capital Market », Levy Economics Institute of Bard College, *Public Policy Brief*, n°75.
- ARESTIS P., CAPORALE G.M., CIPOLLINI A. [2003], « Testing for Financial Contagion between Developed and Emerging Markets during the 1997 East Asian Crisis », Levy Economics Institute of Bard College, *Working Paper*, 370, January.

- ARESTIS P., DEMETRIADES P., FATTOUH B. [2003], « Financial Policies and the Aggregate Productivity of the Capital Stock: Evidence from Developed and Developing Economies », *Eastern Economic Journal*, **29**, 2, spring, pp. 217-242.
- ARESTIS P., GLICKMAN M. [2002], « Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way », *Cambridge Journal of Economics*, **26**, 2, March, pp. 237-260.
- ARMIJO L.E. [2002], « The Terms of the Debate: What's Democracy Got To Do With It? », in: ARMIJO L.E. (Ed) [2002], *Debating the Global Financial Architecture*, Albany, State University of New York Press, pp. 2-62.
- ARMIJO L.E. (Ed) [2002], *Debating the Global Financial Architecture*, Albany, State University of New York Press.
- ARNOLD B. [2000], « Causes and Consequences of the Trade Deficit: An Overview », CBO, *Memorandum*, March, <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/18xx/doc1897/tradedef.pdf>>.
- ARONSON J.D. [1977], *Money and Power: Banks and the World Monetary System*, Beverly Hills, Sage Publications.
- ARORA V., CERISOLA M. [2000], « How Does U.S. Monetary Policy Influence Economic Conditions in Emerging Markets ? », *IMF Working Paper*, 00/148, August.
- ARORA V., VAMVAKIDIS A. [2001], « The Impact of U.S. Economic Growth on the Rest of the World: How Does it Matter? », *IMF Working Paper*, 01/119, August.
- ARTETA C.O., EICHENGREEN B., WYPLOSZ Ch. [2001], « When Does Capital-Account Liberalization Help More Than It hurts? », NBER, *Working Paper*, 8414, August, <<http://www.nber.org/papers/w8414>>.
- ARTUS P. [2003], « Le déficit extérieur des États-Unis vu du point de vue de l'allocation d'actifs », Caisse des Dépôts et Consignations, *Flash*, n°2003-275, 29 octobre.
- ARTUS P. [2003], « Le scénario catastrophe : Chine maintenant le peg du yuan, Japon ne soutenant plus le dollar ? », Caisse des dépôts et Consignations, *Flash*, n°2003-244, 6 octobre.
- ARTUS P. [2003], « Quels facteurs pourraient arrêter les interventions de change non stérilisées des Banques Centrales asiatiques ? », Caisse des Dépôts et Consignations, *Flash*, n°2003-240, 2 octobre.
- ARTUS P. [2003], « Que se passerait-il si la Chine réévaluait le Yuan ? », Caisse des dépôts et Consignations, *Flash*, n°2003-234, 23 septembre.
- ASIMAKOPOULOS I., GODDARD J., SIRIOPOULOS C. [2000], « Interdependence Between the US and Major European Equity Markets: Evidence from Spectral Analysis », *Applied Financial Economics*, **10**, 1, February, pp. 41-47.
- ATTANASIO O.P. [1998], « Cohort Analysis of Saving Behavior by U.S. Households », *Journal of Human Resources*, **33**, 3, pp. 575-609.
- AUBIN C., LEONARD J. [1999], « Le système monétaire et financier international et sa réforme : une introduction », *Économies et Sociétés*, ME, 1-2, 9-10/1999, pp. 9-26.

AUERBACH A.J. [2003], « Fiscal Policy, Past and Present », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 75-138.

AZUELOS M. (Dir) [1999], *Pax americana : de l'hégémonie au leadership économique*, Paris, Cervepas et Presses de la Sorbonne Nouvelle.

B

BACCHETTA P. [1992], « Liberalization of Capital Movements and the Domestic Financial System », *Economica*, New Series, **59**, 236, November, pp. 465-474.

BACCHETTA P., VAN WINCOOP E. [2002], « A Theory of the Currency Denomination of International Trade », BGFRS, *International Finance Discussion Paper*, 747, July.

BAGEHOT W. [1978], *The Collected Works of Walter Bagehot*, vol. 9-11, London, The Economist.

BALL L., ELMENDORF D.W., MANKIW N.G. [1998], « The Deficit Gamble », *Journal of Money, Credit and Banking*, **30**, 4, November, pp. 699-720.

BANDIERA O. (& Alii) [2000], « Does Financial Reform Raise or Reduce Saving? », *Review of Economics and Statistics*, **82**, 2, May, pp. 239-263.

BANGIA A. (& Alii) [2002], « Ratings Migration and the Business Cycle, with Application to Credit Portfolio Stress Testing », *Journal of Banking & Finance*, **26**, 2-3, March, pp. 445-474.

BANKS J., BLUNDELL R., SMITH J.P. [2003], « Understanding Differences in Households Financial Wealth Between the United States and Great Britain », *Journal of Human Resources*, **38**, 2, Spring, pp. 241-279.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [1996], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, August.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [1997], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, February.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [1998], *68^{ème} rapport annuel*, Bâle, 8 juin.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [1998], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, February.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [1999], *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 1998*, Bâle, May.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [1999], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, March.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2000], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, February.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2001], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, March.

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2002], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, March.

- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2002], *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*, Bâle, March.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2003], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, March.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2004], *Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, March.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2004], *74ème Rapport Annuel*, Bâle, juin.
- BANURI T., SCHOR J.B. (Eds) [1992], *Financial Openness and National Autonomy: Opportunities and Constraints*, Oxford, Clarendon Press.
- BARBE S. [2004], « Chine : la politique du yuan en question », *Crédit Agricole, Perspectives*, n°78, mai, pp. 5-8.
- BARTOLINI L., DRAZEN A. [1997], « Capital-Account Liberalization as a Signal », *American Economic Review*, **87**, 1, March, pp. 138-154.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION [2003], *Third Quantitative Impact Study*, Bâle, BRI, May.
- BASSETT W.F., BRADY T.F. [2001], « The Economic Performance of Small Banks, 1985-2000 », *Federal Reserve Bulletin*, **87**, 11, November, pp. 719-728.
- BASSETT W.F., CARLSON M. [2002], « Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2001 », *Federal Reserve Bulletin*, **88**, 6, June, pp. 259-288.
- BASSETT W.F., ZAKRAJŠEK E. [2000], « Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1999 », *Federal Reserve Bulletin*, **86**, 6, June, pp. 367-395.
- BASSETT W.F., ZAKRAJŠEK E. [2001], « Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2000 », *Federal Reserve Bulletin*, **87**, 6, June, pp. 367-393.
- BAUCHON H. [2003], « Dollar, déficit, dette : billard à trois bandes », *Lettre de l'OFCE*, n°235, 21 mars.
- BAUDRU D., LAVIGNE S., MORIN F. [2001], « Les investisseurs institutionnels internationaux : une analyse du comportement des investisseurs américains », *Revue d'économie financière*, 61, 1-2001, pp. 121-134.
- BAYOUMI T., EDISON H. [2003], « Is Wealth Increasingly Driving Consumption? », De Nederlandsche Bank, *Staff Reports*, n°101, January, <http://www.dnb.nl/dnb/bin/doc/sr101_tcm8-13586.pdf>.
- BECK T., DEMIRGÜÇ-KUNT A., LEVINE R. [2003], « Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? », *Journal of Comparative Economics*, **31**, 4, December, pp. 653-676.
- BECKER G.S. [1983], « A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence », *Quarterly Journal of Economics*, **98**, 3, August, pp. 371-400.
- BEKAERT G., HARVEY C.R. [1995], « Time-Varying World Market Integration », *Journal of Finance*, **50**, 2, June, pp. 403-444.
- BEKAERT G., HARVEY C.R. [2001], « Economic Growth and Financial Liberalization », *NBER Reporter*, Spring, pp. 8-11.

- BEKAERT G., HARVEY C.R., LUMSDAINE R.L. [2002], « Dating the Integration of World Equity Markets », *Journal of Financial Economics*, **65**, 2, August, pp. 203-247.
- BEKAERT G., HARVEY C.R., LUNDBLAD C. [2001], « Does Financial Liberalization Spurs Growth? », NBER, *Working Paper*, 8245, April, <<http://www.nber.org/papers/w8245>>.
- BEKX P. [1998], « The Implications of the Introduction of the Euro for Non-EU Countries », European Commission, *Euro Papers*, 26, July.
- BELKE A., SETSER R. [2004], « Contagion, Herding and Exchange-Rate Instability - A Survey », *Intereconomics*, **39**, 4, July/August, pp. 222-228.
- BELL J., PAIN D. [2000], « Leading Indicators Models for Banking Crises: A Critical Review », Bank of England, *Financial Stability Review*, 9, December, pp. 113-129.
- BELLOFIORE R., FERRI P. (Eds) [2001], *Financial Keynesianism and Market Instability. The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. 1, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar.
- BÉRANGER F., TEÏLETCHÉ J. [2003], « Bâle II et la procyclicité », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, pp. 227-250.
- BERDOT J.P., KEBABDJIAN G., LEONARD J. [2003], « Corrélations investissement – épargne et mobilité internationale des capitaux », *Recherches économiques de Louvain*, **69**, 1, pp. 5-38.
- BERDOT J.P., KEBABDJIAN G., LEONARD J. [2003], « La dynamique du système monétaire et financier international », *Revue française d'économie*, **XIV**, 4, automne 1999, pp. 87-120.
- BERG A., PATTILLO C. [1999], « Are Currency Crises Predictable? A Test », *IMF Staff Papers*, **46**, 2, June, pp. 107-138.
- BERG A., BORENSZTEIN E., PATTILLO C. [2004], « Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice? », *IMF Working Paper*, 04/52, March.
- BERGER A.N., KASHYAP A.K., SCALISE J.M. [1995], « The Transformation of the U.S. Banking Industry: What a Long, Strange Trip It's Been », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 55-218.
- BERGER S., DORE R. (Eds) [1996], *National Diversity and Global Capitalism*, Ithaca and London, Cornell University Press.
- BERGLÖF E., ROSENTHAL H. [1997], « The Political Economy of American Bankruptcy: The Evidence from Roll Call Voting, 1800-1978 », Princeton University, *Working Paper*, <<http://www.cbrss.harvard.edu/events/ppe/papers/rosenthal.pdf>>.
- BERGSTEN C.F. [2002], « Can the United States Afford the Tax Cuts of 2001? », *Testimony Presented to a Round at the Annual Meeting of the American Economic Association*, January 5, <www.iie.com/papers/bergsten010202.pdf>.
- BERGSTEN C.F. [2002], « Reforming the International Financial Institutions : Dueling Experts in the United States », in: ARMIJO L.E. (Ed) [2002], *Debating the Global Financial Architecture*, Albany, State University of New York Press, pp. 118-124.

- BERGSTEN C.F. [2004], « The IMF and Exchange Rates », *Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, United States Senate, Washington D.C., May 19, <<http://www.iie.com/publications/papers/bergsten0504-2.htm>>.
- BERGSTEN C.F. (Ed) [2005], *The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- BERGSTEN C.F. (& Alii) [1999], *Architecture financière internationale*, Rapport CAE, n°18, Paris, La Documentation française.
- BERGSTEN C.F., WILLIAMSON J. (Eds) [2003], *Dollar Overvaluation And the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- BERNHARD W., LEBLANG D. [2002], « Political Parties And Monetary Commitments », *International Organization*, **56**, 4, autumn, pp. 803–830.
- BERTAUT C.C., GRIEVER W.L. [2004], « Recent Development in Cross-Border Investment in Securities », *Federal Reserve Bulletin*, **90**, 1, winter, pp. 19-31.
- BEST J. [2003], « From the Top-Down : The New Financial Architecture and the Re-Embedding of Global Finance », *New Political Economy*, **8**, 3, November, pp. 363-384.
- BHAGWATI J. [1995], « Trade and Wages: A Malign Relationship? », COLLINS S. (Ed) [1995], *Imports, Exports, and the American Worker*, Washington D.C., Brookings Institution Press, pp. 49-99.
- BHAGWATI J. [1998], « The Capital Myth: the Difference between Trade in Widgets and Dollars », *Foreign Affairs*, **77**, 3, May/June, pp. 7-12.
- BHAGWATI J. [1998], *A Stream of Windows: Unsettling Reflections on Trade, Immigration and Democracy*, Cambridge (MA), MIT Press.
- BHAGWATI J. [2002], *The Wind of the Hundred Days: How Washington Mismanaged Globalization*, Cambridge (MA), MIT Press.
- BILLAUDOT B. [2001], *Régulation et croissance : Une macroéconomie historique et institutionnelle*, Paris, L'Harmattan.
- BILSON J.F., MARSTON R.C. (Eds) [1984], *Exchange Rate Theory And Practice*, Chicago, University of Chicago Press.
- BIRNBAUM J.H. [1997], « Washington's Power 25 », *Fortune*, **136**, 11, December 8, pp. 144-150.
- BIRNBAUM J.H. [2001], « Fat & Happy in D.C. », *Fortune*, **143**, 11, May 28, pp. 94-100.
- BISIGNANO J. [2003], « Qui ont été les privilégiés de Cooke ? Perdants et gagnants de la réglementation des fonds propres », *Revue d'économie financière*, **73**, 4-2003, pp. 77-96.
- BLEANEY M. [2005], « The Aftermath of a Currency Collapse: How Different are Emerging Markets? », *World Economy*, **28**, 1, January, pp. 79-89.
- BLEJER M., SKREB M. (Eds) [2002], *Financial Policies in Emerging Markets*, Cambridge and London, MIT Press.
- BLINDER A.S. [1996], « The Role of the Dollar as an International Currency », *Eastern Economic Journal*, **22**, 2, spring, pp. 127-136.

- BLUSTEIN P. [2002], « IMF Crisis Plan Torpedoed: Treasury Official Rejects Proposal A Day After It Is Advanced », *Washington Post*, April 3.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM [2003], « Flow of Funds Accounts of the United States », *Federal Reserve Statistical Release*, Z.1, First Quarter 2003, June 5.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM [2003], *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1995-2002*, June 5.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM [2003], *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1985-1994*, June 5.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM [2003], *Flow of Funds Accounts of the United States – Annual Flows and Outstandings, 1975-1984*, June 5.
- BOIX C. [1997], « Political Parties and the Supply Side of the Economy: The Provision of Physical and Human Capital in Advanced Economies, 1960-90 », *American Journal of Political Science*, **41**, 3, July, pp. 814-845.
- BOIX C. [1997], « Privatizing the Public Business Sector in the Eighties: Economic Performance, Partisan Responses and Divided Governments », *British Journal of Political Science*, **27**, 4, pp. 473-496.
- BONI L., WOMACK K.L. [2002], « Wall Street's Credibility Problem: Misaligned Incentives and Dubious Fixes? », Wharton Financial Institution Center, *Working Paper*, 02-04, February, <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0204.pdf>>.
- BONNER W., WIGGIN A. [2004], *L'inéluctable faillite de l'économie américaine*, Paris, Les Belles Lettres, traduit de l'anglais par F. Garteiser et R. Hollander.
- BONTE R. (& Alii) [1999], « Supervisory Lessons to Be Drawn from the Asian Crisis », Basel Committee on Banking Supervision, *Working Paper*, 2, June, <http://www.bri.org/publ/bcbs_wp2.pdf>.
- BOOMFIM A.M., NELSON W.R. [1999], « Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1998 », *Federal Reserve Bulletin*, **85**, 6, June, pp. 369-395.
- BOOT A.W.A., THAKOR A.V. [1997], « Banking Scope and Financial Innovation », *The Review of Financial Studies*, **10**, 4, winter, pp. 1099-1131.
- BORDO M.D., EICHENGREEN B. [2001], « The Rise and the Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System », in: CALVO G.A., DORNBUSH R., OBSTFELD M. (Eds) [2001], *Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert Mundell*, Cambridge (MA) and London, The MIT Press, pp. 53-121.
- BORDO M.D. (& Alii) [2001], « Is The Crisis Problem Growing More Severe », *Economic Policy*, **16**, 32, April, pp. 53-82.

- BORDO M.D., FLANDREAU M. [2003], « Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization », in: BORDO M.D., TAYLOR A.M., WILLIAMSON J.G. (Dir) [2003], *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, The University of Chicago Press, pp. 417-468.
- BORDO M.D., MURSHID A.P. [2002], « Globalization and Changing Patterns in the International Transmission of Shocks in Financial Markets », NBER, *Working Paper*, 9019, June.
- BORDO M.D., TAYLOR A.M., WILLIAMSON J.G. (Dir) [2003], *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, The University of Chicago Press.
- BORIO C., FURFINE C., LOWE P. [2001], « Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options », *BIS Working Papers*, n°1, March, <<http://www.bis.org/publ/bispap01a.pdf>>.
- BOSSONE B., MAHAJAN S., ZAHIR F., « Financial Infrastructure, Group Interests, and Capital Accumulation: Theory, Evidence, and Policy », *IMF Working Paper*, 03/24, January.
- BOUBEL A., PANSARD F. [2004], *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La Découverte, coll. Repères.
- BOUCHER C. [2004], « Identification et comparaison des crises boursières », in : BOYER R., DEHOVE M., PLIHON D. [2004], *Les crises financières*, Rapport du CAE, n°50, Paris, La Documentation Française, complément F, pp. 375-396.
- BOUGHTON J.M. [2003], « On the Origins of the Fleming-Mundell Model », *IMF Staff Papers*, **50**, 1, pp. 1-9.
- BOURGUINAT H. [1992], *Finance internationale*, Paris, Presses Universitaires de France.
- BOURGUINAT H. [1999], *Finance internationale*, Paris, Presses Universitaires de France, 4^{ème} édition revue et corrigée.
- BOYER R. [2000], « Deux Défis pour le XXI^{ème} siècle : discipliner la finance et organiser l'internationalisation », CEPREMAP, *Working Papers (Couverture orange)*, 2000-08, janvier, <<http://www.cepremap.cnrs.fr/cgi-bin/paper.pl?series=cepremap&filename=cepremap.00&paperid=0008>>.
- BOYER R. [2001], « La diversité des institutions d'une croissance tirée par l'information ou la connaissance : halte au déterminisme technologique ! » in : CENTRE SAINT GOBAIN POUR LA RECHERCHE EN ECONOMIE (Ed) [2001], *Institutions et croissance*, Paris, Albin Michel, pp. 279-326.
- BOYER R. [2002], *La croissance, début de siècle : de l'octet au gène*, Paris, Albin Michel.
- BOYER R., DEHOVE M., PLIHON D. [2004], *Les crises financières*, Rapport du CAE, n°50, Paris, La Documentation Française.
- BOYER Y. [2003], « La puissance militaire américaine », *Questions internationales*, n°3, septembre/octobre, pp. 19-29.
- BRANSON W.H. [1970], « Monetary Policy and the New View of International Capital Movements », *Brookings papers on Economic Activity*, 2, pp. 235-262.

- BRAUDEL F. [1979], *Civilisation matérielle, économie et capitalisme*, Paris, le livre de poche, tome II.
- BRENNAN G., BUCHANAN J.M. [1977], « Towards a Tax Constitution for Leviathan », *Journal of Public Economics*, **8**, 3, December, pp. 255-273.
- BRENNAN M.J. [2004], « How Did It Happen? », *Economic Notes*, Banca Monte dei Pasche di Siena SpA, **33**, 1, pp. 3-22.
- BRIMMER A.F. [1989], « Distinguished Lecture on Economics in Government: Central Banking and Systemic Risks in Capital Markets », *Journal of Economic Perspectives*, **3**, 2, spring, pp. 3-16.
- BROOK A-M., SÉDILLOT F., OLLIVAUD P. [2004], « Channels for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies », OCDE, *Economic Department Working Paper*, n°390, 18 May.
- BROSSARD O. [2001], *D'un krach à l'autre. Instabilité et régulation des économies monétaires*, Paris, Grasset et Fasquelle.
- BROSSARD O., CHETIOUI H. [2003], « Histoire longue : la naissance de la réglementation prudentielle, 1800-1945 », *Revue d'économie financière*, **73**, 4-2003, pp. 13-37.
- BRUNE N. (& Alii) [2001], « The Political Economy of Capital Account Liberalization », *Paper Presented at the 2001 Annual Meetings of the American Political Science Association*, San Francisco, August 31, <<http://www.international.ucla.edu/cms/files/capacct.pdf>>
- BRYANT R.C. [1987], *International Financial Intermediation*, Washington D.C., Brookings Institution.
- BRYANT R.C., HOOPER P., MANN C.L. (Eds) [1993], *Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics*, Washington D.C., Brookings Institution.
- BRZEZINSKI Z. [2004], *The Choice: Global Domination or Global Leadership*, New York, Basic Books.
- BUDZEIKA G. [1991], « Determinants of the Growth of Foreign Banking Assets in the United States », *Research Paper*, FRBNY, 9112, May.
- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS [2004], *U.S. International Transactions Accounts Data*, March 12.
- BURMAN L.E. (& Alii) [2002], « The Individual AMT: Problems and Potential Solutions », *National Tax Journal*, **55**, 3, September, pp. 555-596.
- BURMAN L.E. (& Alii) [2004], « The Individual Alternative Minimum Tax: A Data Update », Tax Policy Center, August 30, <http://www.taxpolicycenter.org/UploadedPDF/411051_AMTdataupdate.pdf>.
- BURMAN L.E., GALE W.G., ROHALY J. [2003], « The Expanding Reach of the Individual Alternative Minimum Tax », *Journal of Economic Perspectives*, **17**, 2, Spring, pp 173-186.
- BURN G. [1999], « The State, the City, and the Euromarkets », *Review of International Political Economy*, **6**, 2, summer, pp. 225-261.

C

- CALOMIRIS C.W. [1998], « Blueprints For a New Global Financial Architecture », University of Colombia, October, <www.aei.org/sp/spcalomiris.htm>.
- CALVO G.A., DORNBUSH R., OBSTFELD M. (Eds) [2001], *Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert Mundell*, Cambridge (MA) and London, The MIT Press.
- CALVO G.A., REINHART C.M. [2002], « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, **117**, 2, May, pp. 379-408.
- CAMERON D.R. [1978], « The Expansion of the Public Economy: A Comparative Analysis », *American Political Science Review*, **72**, 4, December, pp. 1243-1261.
- CAMPBELL J.Y., SHILLER R.J. [1988], « Stocks Prices, Earnings, and Expected Dividends », *Journal of Finance*, **43**, 3, July, pp. 661-676.
- CAMPBELL J.Y., HAMAO Y. [1992], « Predictable Stocks Returns in the United States and Japan: A Study of Long-Term Capital Markets Integration », *Journal of Finance*, **47**, 1, March, pp. 43-69.
- CANALES-KRILJENKO J.I. [2004], « Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies: Evidence from a Survey », *IMF Working Paper*, 04/4, January.
- CAPRIO G., KLINGEBIEL D. [1996], « Bank Insolvencies: Cross-Country Experience », World Bank, *Policy Research Working Paper*, 1620, July, <http://eco.worldbank.org/files/13381_wps1620>.
- CARGILL T.F. [1998], « U.S. Financial Policy in the Post-Bretton Woods Period », in: DOWD K., TIMBERLAKE R. H. (Eds) [1998], *Money and the Nation State: the Financial Revolution, Government and the World Monetary System*, New Brunswick and London, Transaction Publishers, pp. 193-211.
- CARLSON M., PERLI R. [2003], « Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2002 », *Federal Reserve Bulletin*, **89**, 6, June, pp. 243-270.
- CARNS F.S. [1995], « A Two-Window System for Banking Reform », FDIC, *Banking Review*, **8**, 2, June.
- CARPENTER S.B., WHITESELL W., ZAKRAJSEK E. [2001], « Capital Requirements, Business Loans, and Business Cycles: An Empirical Analysis of the Standardized Approach in the New Basel Capital Accord », BGFRS, *Finance and Economics Discussion Series*, 2001-48, November 13, <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200148/200148pap.pdf>>
- CARTAPANIS A. [2001], « La Nouvelle Architecture Financière Internationale. Économie politique internationale et règles procédurales », *Annuaire français de relations internationales*, Bruxelles, Bruylant, pp. 834-848.
- CARTAPANIS A. [2004], « Le déclenchement des crises de change : qu'avons-nous appris depuis dix ans ? », *Économie Internationale*, **97**, pp. 5-48.

- CARTAPANIS A. [2004], « Trois générations de modèles de crises de change », in : BOYER R., DEHOVE M., PLIHON D. [2004], *Les crises financières*, Rapport du CAE, n°50, Paris, La Documentation Française, Complément B, pp. 271-291.
- CARTAPANIS A., DROPSY V., MAMETZ S. [2002], « The Asian Currency Crises : Vulnerability, Contagion, or Unsustainability », *Review of International Economics*, **10**, 1, pp. 79-91.
- CARTAPANIS A., HERLAND M. [2002], « The Reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge? », *Review of International Political Economy*, **9**, 2, pp. 271-297.
- CARTAPANIS A., RAINELLI M. [2002], « De l'OMC au projet d'architecture financière internationale : l'emprise du Politique et des règles de droit dans les nouvelles régulations internationales », *Sciences de la société*, 55, février, pp. 139-156.
- CASSIS Y. [1990], « British Finance : Success and Controversy », in : VAN HELTEN J.J., CASSIS Y. (Eds) [1990], *Capitalism in a Mature Economy : Financial Institutions, Capital Exports and British Industry, 1870-1939*, Aldershot, Edward Elgar, pp. 1-22.
- CATARINEU-RABELL E., JACKSON P., TSOMOCOS D.P. [2003], « Procyclicality and the New Basel Accord – Bank's Choice of Loan Rating System », Bank Of England, *Working Paper*, n°181.
- CATTANI C.F., NAWAS F. [2003], « Has the Euro Brought Some Changes in Developing Countries' Trade? », *Arab Bank Review*, **5**, 1, April, pp. 23-30.
- CEPII [2003], *L'économie mondiale 2004*, Paris, La Découverte.
- CENTRE SAINT GOBAIN POUR LA RECHERCHE EN ECONOMIE (Ed) [2001], *Institutions et croissance*, Paris, Albin Michel.
- CERNY P.G. [1989], « The "Little Big Bang" in Paris: Financial Market Deregulation in a Dirigiste System », *European Journal of Political Research*, **17**, 2, March, pp. 169-192.
- CERNY P.G. [1991], « The Limits of Deregulation: Transnational Interpenetration and Policy Change », *European Journal of Political Research*, **19**, 2/3, March/April, pp. 173-196.
- CERNY P.G. (Ed) [1993], *Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-Hegemonic Era*, Cambridge (UK), Edward Elgar.
- CERNY P.G. [1993], « The Deregulation and Re-Regulation of Financial Markets in a More Open World », in: CERNY P.G. (Ed) [1993], *Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-Hegemonic Era*, Cambridge (UK), Edward Elgar, pp. 51-85.
- CERNY P.G. [1994], « Gridlock and Decline : Financial Internationalization, Banking Politics, and the American Political Process », in: STUBBS R., UNDERHILL G.R.D. (Eds) [1994], *Political Economy and the Changing Global Order*, New York, St Martin's Press, pp. 425-438.
- CERNY P.G. [1994], « The Dynamics of Financial Globalization: Technology, Market Structure, and Policy Response », *Policy Sciences*, **27**, pp. 319-342.

- CERNY P.G. [1994], « The Infrastructure of the Infrastructure? Toward “Embedded Financial Orthodoxy” in the International Political Economy », in: PALAN R. P., GILLS B. (Eds) [1994], *Transcending the State-Global Divide: A Neostructuralist Agenda in International Relations*, Boulder and London, Lynne Rienner Publisher, pp. 223-249.
- CERNY P.G. [1995], « Globalization and the Changing Logic of Collective Action », *International Organization*, **49**, 4, autumn, pp. 595-625.
- CHAN-LAU J.A., MATHIESON D.J., YAO J.Y. [2004], « Extreme Contagion in Equity Markets », *IMF Staff Papers*, **51**, 2, pp. 386-408.
- CHAVAGNEUX C. [1998], « Peut-on maîtriser la mondialisation ? Une introduction aux approches d'économie politique internationale », *Économies et Sociétés*, Série P, n°4/1998, pp. 25-68.
- CHAVAGNEUX C. [2004], *Économie politique internationale*, Paris, La Découverte.
- CHELLEY-STEELEY P.L., STEELEY J.M. [1999], « Changes in the Comovement of European Equity Markets », *Economic Inquiry*, **37**, 3, July, pp. 473-488.
- CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La découverte et Syros.
- CHESNAIS F. [2000], « Crises de la finance, ou prémisses de crises économiques propres au régime d'accumulation actuel », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La découverte et Syros, pp 38-59.
- CHESNAIS F. [2001], « La théorie du régime d'accumulation financiarisé : contenu, portée et interrogation », *Forum de la Régulation*, Paris, 11-12 octobre.
- CHESNAIS F. [2001], « La “Nouvelle Économie” : une conjoncture propre à la puissance hégémonique américaine », In : CHESNAIS F. (& Alii) [2001], *Une nouvelle phase du capitalisme*, Paris, Syllepse, pp. 41-70.
- CHESNAIS F. (& Alii) [2001], *Une nouvelle phase du capitalisme*, Paris, Syllepse.
- CHESNAIS F. (Dir) [2004], *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Paris, La Découverte.
- CHESNAIS F. [2004], « Le capital de placement : accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques », in : CHESNAIS F. (Dir) [2004], *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Paris, La Découverte, pp. 15-50.
- CHESNAIS F. (Dir) [2004], *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Paris, La Découverte.
- CHEVALIER J.M., MISTRAL J. (Dir) [2004], *La raison du plus fort. Les paradoxes de l'économie américaine*, Paris, Robert Laffont.
- CHINN M., PRASAD E.S. [2003], « Medium-Term Determinants of the Current Accounts in Industrial and Developing Countries: an Empirical Exploration », *Journal of International Economics*, **59**, 1, January, pp. 47-76.

- CHOI S.R., PARK D., TSCHOEGL A.E. [1996], « Banks and the World's Major Banking Centers, 1990 », *Weltwirtschaftliches Archiv*, **132**, 4, pp. 774-793.
- CHOI S.R., PARK D., TSCHOEGL A.E. [2003], « Banks and the World's Major Banking Centers, 2000 », *Weltwirtschaftliches Archiv*, **139**, 3, pp. 550-568.
- CHOI S.R., TSCHOEGL A.E., YU C.M. [1986], « Banks and the World's Major Banking Centers, 1970-1980 », *Weltwirtschaftliches Archiv*, **122**, 1, pp. 48-64.
- CHRISTIE DAVID R., CHAUDHRI M., KAHN W. [2002], « New Releases, Market Integration, and Market Leadership », *Journal of Financial Research*, **25**, 2, summer, pp. 223-245.
- CLARK W.R. (& Alii) [1998], « International and Domestic Constraints on Political Business Cycles in OECD Economies », *International Organization*, **52**, 1, winter, pp. 87-120.
- CLARK W.R., HALLERBERG M. [2000], « Mobil Capital, Domestic Institutions, and Electorally Induced Monetary and Fiscal Policy », *American Political Science Review*, **94**, 2, June, pp. 323-346.
- CLINE W.R. [2002], « "Private Sector Involvement" in Financial Crisis Resolution: Definition, Measurement, and Implementation », Center for Global Development, *Working Paper*, n°18, November, <http://www.cgdev.org/docs/cgd_wp018.pdf>.
- CLINE W.R. [2003], « The Impact of US External Adjustment on Japan », in: BERGSTEN C.F., WILLIAMSON J. (Eds) [2003], *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, pp. 175-203.
- COHEN B.J. [1963], « The Euro-Dollar, the Common Market, and Currency Unification », *Journal of Finance*, **18**, 4, December, pp. 605-621.
- COHEN B.J. [1971], *The Future of Sterling as an International Currency*, New York, Macmillan.
- COHEN B.J. [1982], « Balance of Payment Financing: Evolution of a Regime », *International Organization*, **36**, 2, spring, pp. 457-478.
- COHEN B.J. [1986], *In Whose Interest? International Banking and American Foreign Policy*, New Haven and London, Yale University Press.
- COHEN B.J. [1996], « Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance », *World Politics*, **48**, 2, pp. 268-296.
- COHEN B.J. [2000], « The Triad and the Unholy Trinity: Problems of International Monetary Cooperation », in: FRIEDEN J. A., LAKE D. A. [2000], *International Political Economy: Perspectives on Global Power and Wealth*, London and New York, Routledge, Fourth Edition, pp. 245-256.
- COHEN B.J. [2002], « Capital Controls: Why Do Governments Hesitate? », in: ARMIJO L.E. (Ed) [2002], *Debating the Global Financial Architecture*, Albany, State University of New York Press, pp. 93-117.
- COHEN D., DEBONNEUIL M. [2000], *Nouvelle Économie*, Rapport du CAE, n°28, Paris, La documentation française.

- COHEN D., PORTE R. [2003], *Crise de la dette : prévention et résolution*, Rapport du CAE, n°43, Paris, La Documentation Française.
- COLEMAN W.D. [1996], *Financial Services, Globalization and Domestic Policy Change*, Houndmills and London, Macmillan Press Ltd.
- COLEMAN W.D., PORTER T. [1994], « Regulating International Banking and Securities : Emerging Co-operation Among National Authorities », in: STUBBS R., UNDERHILL G.R.D. (Eds) [1994], *Political Economy and the Changing Global Order*, New York, St Martin's Press, pp. 190-203.
- COMITE DE BÂLE POUR LE CONTRÔLE BANCAIRE [2004], *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, Banque des Règlements Internationaux, Juin.
- CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE [2004], *The Budget and Economic Outlook: An Update*, Washington D.C., Congress of the United States, September.
- CONSTANTIN Ch., DEBLOCK Ch. [2004], « Le yuan et la nouvelle alliance économique entre les États-Unis et la Chine », *Études Internationales*, **35**, 3, septembre, pp. 515-534.
- CONSTANTINIDES G.M., HARRIS M., SCHULTZ R. (Eds) [2003], *The Handbook of the Economics of Finance*, vol.1-A, Corporate Finance, Amsterdam, Elsevier.
- CONSTANTINIDES G.M., HARRIS M., SCHULTZ R. (Eds) [2003], *The Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1-B, Amsterdam, Elsevier.
- CONYBEARE J.A.C. [1988], *United States Foreign Economic Policy and the International Capital Markets: the Case of Capital Export Countries, 1963-1974*, New York and London, Garland Publishing.
- COOPER R.N. [1964], « Dollar Deficits and Postwar Economic Growth », *Review of Economics and Statistics*, **46**, 2, May, pp. 155-159.
- COOPER R.N. [2001], « Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? Will It Be Sustained? », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 217-226.
- CORBIN A. [2003], « Statut de monnaie de réserve du dollar et seignuriage américain : bilan et perspectives », *Revue D'économie Financière*, **72**, 3-2003, pp. 265-276.
- CORBRIDGE S., MARTIN R., THRIFT N. (Eds) [1994], *Money, Power and Space*, Oxford, Blackwell.
- COTTA A. [1999], *Wall Street ou le miracle américain*, Paris, Fayard.
- COUHARDE C., MAZIER J. [2000], « A la recherche d'une plus grande stabilité monétaire. L'intérêt d'une notion de taux de change d'équilibre », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La Découverte et Syros, pp 157-182.
- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS [2000], *Economic Report of the President together with the Annual Report*, Washington D.C., U.S. Government Printing Office, February.

- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS [2002], *Economic Report of the President together with the Annual Report*, Washington D.C., U.S. Government Printing Office, February.
- COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS [2004], *Economic Report of the President together with the Annual Report*, Washington D.C., U.S. Government Printing Office, February.
- COUNCIL ON FOREIGN RELATIONS [1999], *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System : The Future International Financial Architecture*, Report of an Independent Task Force sponsored by Council on Foreign Relations, Washington D.C., Institute for International Economics.
- COX R.W. [1983], « Gramsci, Hegemony, and International Relations: An Essay in Method », *Millennium*, **12**, 2, pp. 162-175.
- COX R.W. [1986], « Social Forces, States and World Orders: Beyond International Relations Theory », in: KEOHANE R. O. (Ed) [1986], *Neorealism and Its Critics*, New York, Columbia University Press, pp. 204-254.
- COX R.W. [1987], *Production, Power and World Order: Social Forces in the Making of History*, New York, Columbia University Press.
- COX R.W. [1995], « Critical political economy », in HETTNE B.(Ed) [1995], *International Political Economy- Understanding Global Disorder*, Firmwood Publishing, Sapes, University Press, Zed Books.
- COX R.W., SINCLAIR T.J. [1996], *Approaches to World Order*, Cambridge (UK), Cambridge University Press.
- CROCKETT A. [2000], « Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability », Bâle, 21 September, <<http://www.bis.org/review/rr000921b.pdf>>.

D

- DAILAMI M. [2000], « Financial Openness, Democracy, and Redistributive Policy », The World Bank Institute, *Working Paper*, 2372, June, <<http://econ.worldbank.org/docs/1124.pdf>>.
- DAM K. W. [2002], « The Role of the United States in the Global Economy », *Delivered to The Center for Strategic & International Studies*, Washington D.C., September 11, <<http://www.ustreas.gov/press/releases/po3411.htm>>.
- DANIELSSON J. [2002], « The Emperor Has No Clothes: Limits to Risk Modelling », *Journal of Banking & Finance*, **26**, 7, July, pp. 1273-1296.
- DANIELSSON J. [2003], « On the Feasibility of Risk Based Regulation », *CESifo Economic Studies*, **49**, 2, pp. 157-179.
- DANIELSSON J. (& Alii) [2001], « An Academic Response to Basel II, London School of Economics », Financial Market Group, *Special Paper*, n°130, May.
- DANIELSSON J., SHIN H.S., ZIGRAND J.P. [2004], « The Impact of Risk Regulation on Price Dynamics », *Journal of Banking & Finance*, **28**, 5, May, pp. 1069-1087.
- D'ARISTA J. [2000], « Reforming International Financial Architecture », *Challenge*, **43**, 3, May/June, pp. 44-82.

- DAVANNE O. [1998], *Instabilité du système financier international*, Rapport du CAE, n°14, Paris, La Documentation française.
- DAVANNE O. [1999], « Quelles réformes pour le système financier international ? », *Revue française d'économie*, **14**, 4, automne, pp. 3-34.
- DAVEY M. [2001], « Saving, Wealth and Consumption », Bank of England, *Quarterly Bulletin*, Spring, pp. 91-99.
- DAVIS E.P. [1995], « Financial Fragility in the Early 1990s - What can be Learnt from International Experience? », London School of Economics, Financial Markets Group, *Special Paper*, 76, November.
- DAVIS E.P. [2003], « Towards a Typology for Systemic Financial Instability », Brunel University and National Institute of Economic and Social Research, London, 12th November, <www.ephilipdavis.com>.
- DE BOISSIEU C. [1999], « Les pays de l'OCDE face à la crise financière : quels mécanismes de transmission ? », *Cahiers Français*, 289, pp. 26-31.
- DE BRUNHOFF S., JETIN B. [2000], « Taxe TOBIN : une mesure indispensable contre l'instabilité financière », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La Découverte et Syros, pp 183-206.
- DE CECCO M. [1976], « International Financial Markets and US Domestic Policy since 1945 », *International Affairs*, **52**, 3, July, p. 381-399.
- DE GREGORIO J. (& Alii) [1999], *An Independent and Accountable IMF: Geneva Reports on the World Economy I*, London, Centre for Economic Policy Research.
- DELL'ARICCIA G., DETRAGIACHE E., RAJAN R. [2005], « The Real Effect of Banking Crises », *IMF Working Paper*, 05/63, March.
- DELLAS H., HESS M.K. [2002], « Financial Development and the Sensitivity of Stock Markets to External Influences », *Review of International Economics*, **10**, 3, pp. 525-538.
- DELONG J.B., EICHENGREEN B. [2001], « Between Meltdown and Moral Hazard: the International Monetary and Financial Policies of the Clinton Administration », NBER, *Working Paper*, 8443, August, <<http://www.nber.org/papers/w8443>>.
- DE MELLO L., KONGSRUD P.M., PRICE R. [2004], « Saving Behaviour and the Effectiveness of Fiscal Policy », OCDE, *Economics Department Working Paper*, n°397, July 13.
- DEMIRGÜÇ-KUNT A., DETRAGIACHE E. [1998], « Financial Liberalization and Financial Fragility », *IMF Working Paper*, 98/83, June.
- DENIZER C.A., IYIGUN M.F, OWEN A. [2002], « Finance and Macroeconomic Volatility », *Contributions to Macroeconomics*, **2**, 1.
- DEPARTMENT OF THE TREASURY [1991], *Modernizing the Financial System: Recommendation for Safe, more Competitive Banks*, Washington D.C.
- DE SENARCLENS P. [1998], *La politique internationale*, Paris, Armand Colin, 3^{ème} édition.

- DE SERRES A., PELGRIN F. [2003], « The Decline of the Private Saving Rates in the 1990s in OECD Countries: How Much Can Be Explained by Non-Wealth Determinants? », *OECD Economic Studies*, n°36, 2003/1, pp. 117-153.
- DE TOCQUEVILLE A. [1840], *De la démocratie en Amérique*, Paris, Librairie de Charles Gosselin.
- DEVEREUX M.B., SHI K., XU J. [2004], « Global Monetary Policy under a Dollar Standard », CEPR, *Discussion Paper*, 4317, March, <www.cepr.org/pubs/dps/DP4317.asp>.
- DEWATRIPONT M., TIROLE J. [1999], « Advocates », *Journal of Political Economy*, **107**, 1, February, pp. 1-39.
- DIAMOND D., DYBVIG P. [1983], « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, **91**, 3, June, pp. 401-419.
- DIETSCH M. [2003], « De Bâle II vers Bâle III : les enjeux et les problèmes du nouvel accord », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, pp. 325-342.
- DIETSCH M., GARABIOL D. [2004], « How Sensitive Are Banks to Ratings Changes? The Cyclical Sensitivity of Bank Lending in the French Businesses Loans Market », *Présenté à la conférence « Credit Risk Evaluation Designed for Institutional Targeting in Finance »*, Venise, 1^{er} Octobre, <http://www.greta.it/credit/credit2004/Poster/05_2_Dietsch_Garabiol.pdf>.
- DOCKÈS P. (Dir) [2002], *Ordre et désordre dans l'économie-monde*, Paris, Presses Universitaires de France.
- DOBSON W., HUFBAUER G. [2001], *World Capital Markets: Challenge to the G-10*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- DODD R. [2000], « The Role of Derivatives in the East Asian Financial Crisis », Center for Economic Policy Analysis, *Working Paper*, 20, November 2000, <<http://www.newschool.edu/cepa/publications/workingpapers/archive/cepa0320.pdf>>.
- DONNENFELD S., HAUG A. [2003], « Currency Invoicing in International Trade: an Empirical Investigation », *Review of International Economics*, **11**, 2, pp. 332-345.
- DOOLEY M.P., FOLKERTS-LANDAU D., GARBER P. [2003], « An Essay on the Revived Bretton Woods System », NBER, *Working Paper*, 9971, September, <<http://www.nber.org/papers/w9971>>.
- DOOLEY M.P., FOLKERTS-LANDAU D., GARBER P. [2004], « The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries », NBER, *Working Paper*, 10332, March, <<http://www.nber.org/papers/w10332>>.
- DOOLEY M.P., FOLKERTS-LANDAU D., GARBER P. [2004], « Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery », NBER, *Working Paper*, 10626, July, <<http://www.nber.org/papers/w10626>>.
- DOWD K., TIMBERLAKE R.H. (Eds) [1998], *Money and the Nation State: the Financial Revolution, Government and the World Monetary System*, New Brunswick and London, Transaction Publishers, pp. 193-211

- DROUIN M. [2001], *Le système financier international*, Paris, Armand Colin, coll. Cursus.
- DUFFIE D., RAHI R. [1995], « Financial Market Innovation and Security Design: An Introduction », *Journal of Economic Theory*, **65**, 1, February, pp. 1-42.
- DUFLOUX C., KARLIN M. [1994], *La balance des paiements : concepts et pratiques*, Paris, Économica.
- DUMÉNIL G., LEVY D. [2001], « Costs and Benefits of Neoliberalism. A Class Analysis », *Review of International Political Economy*, **8**, 4, winter, pp. 578-607.
- DUPONT D., SACK B. [1999], « The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments », *Federal Reserve Bulletin*, **85**, 12, December, pp. 785-806.
- DWYER G.P., LOTHIAN J.R. [2003], « The Economics of International Monies », Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper*, 2003-37, December.
- DWYER G.P., LOTHIAN J.R. [2002], « International Money and Common Currencies in Historical Perspective », Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper*, 2002-7, June.
- DYMSKI G.A. [1999], « Asset Bubbles and Minsky Crises in East Asia: a Spatialized Minsky Approach », University of California, Riverside, April, <http://www.economics.ucr.edu/people/dymski/levy_paper.pdf>.
- DYNAN K.E., MAKI D.M. [2001], « Does Stock Market Wealth Matter for Consumption? », BGFERS, *Finance and Economics Discussion Series*, 2001-23, May, <www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200123/200123pap.pdf>.

E

- EASTON D. [1974], *Analyse du système politique*, Paris, A. Colin.
- EATWELL J. [1996], « International Capital Liberalization : The Impact on World Development », Center for Economic Policy Analysis, *Working Paper*, 1, august.
- EDISON H.J. [2003], « Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System », *International Journal of Finance & Economics*, **8**, 1, pp. 11-53.
- EDISON H.J., SLØK T. [2001], « Wealth Effect and the New Economy », *IMF Working Paper*, 01/77, June.
- EDISON H.J. (& Alii) [2002], « Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis », NBER, *Working Paper*, 9100, August, <<http://www.nber.org/papers/w9100>>.
- EDWARDS F.R., MISHKIN F.S. [1995], « The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy », *Economic Policy Review*, FRBNY, **1**, 2, July, pp.27-45.
- EDWARDS S. [2001], « Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? », NBER, *Working Paper*, 8076, January, <<http://www.nber.org/papers/w8076>>.

- EDWARDS S. [2004], « Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals, and Sudden Stops », *IMF Staff Papers*, **51**, Special Issue, pp. 1-49.
- EDWARDS S., VAN WIJNBERGEN S. [1986], « The Welfare Effects of Trade and Capital Markets Liberalization », *International Economic Review*, **27**, 1, February, pp. 141-148.
- EICHENGREEN B. [1990], *Elusive Stability – Essays in the History of International Finance, 1919-1939*, Cambridge, Cambridge University Press.
- EICHENGREEN B. [1999], *Toward a New International Financial Architecture: A practical post-Asia Agenda*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- EICHENGREEN B. [2000], « Taming Capital Flows », *World Development*, **28**, 6, pp. 1105-1116.
- EICHENGREEN B. [2001], « Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us », *World Bank Economic Review*, **15**, 3, pp. 341-365.
- EICHENGREEN B. [2001], « International Financial Crisis: Is the Problem Growing? », University of California, Berkeley, August, <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/holtfrerichfestschrift3.pdf>>.
- EICHENGREEN B. [2004], « Chinese Currency Controversies », *Prepared for the Asian Economic Panel*, Hong Kong, 12-13 April, <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/asiancurrencies7jun9-04.pdf>>.
- EICHENGREEN B. [2004], « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », NBER, *Working Paper*, 10497, May, <<http://www.nber.org/papers/w10497>>.
- EICHENGREEN B. [2004], « Financial Instability », University of California, Berkeley, April, <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/copenhagendec14-04.pdf>>.
- EICHENGREEN B. (& Alii) [1998], « Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects », *IMF Occasional Paper*, 172, September.
- EICHENGREEN B., ARTETA C. [2002], « Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence », in: BLEJER M., SKREB M. (Eds) [2002], *Financial Policies in Emerging Markets*, Cambridge and London, MIT Press, pp.47-94.
- EICHENGREEN B., BORDO M.D. [2002], « Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization? », NBER, *Working Paper*, 8716, January, <<http://www.nber.org/papers/w8716>>.
- EICHENGREEN B., HAUSSMAN R. [1999], « Exchange Rates and Financial Fragility », NBER, *Working Paper*, 7418, November.
- EICHENGREEN B., KENEN P.B. [1994], « Managing the World Economy under the Bretton Woods System: an Overview », in: KENEN P. B. (Dir) [1994], *Managing the World Economy: Fifty Years after Bretton Woods*, Washington D.C., Institute for International Economics, pp. 3-57.

- EICHENGREEN B., LEBLANG D. [2003], « Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right? », *International Journal of Finance & Economics*, **8**, 3, July, pp. 205-224.
- EICHENGREEN B., MATHIESON D.J. [2000], « The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect », *IMF Working Paper*, 00/131.
- EICHENGREEN B., PARK Y.C. [2004], « The Dollar and the Policy Mix Redux », *Presentation at the Korean Development Institute*, 23 March, <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy/globalimbalances3jun9-04.pdf>>.
- EICHENGREEN B., PORTES R. [1996], « Managing the Next Mexico », in: KENEN P. B. (Ed) [1996], *From Halifax to Lyons: What Has Been Done About Crisis Management?*, Princeton, Princeton University Printing Service, pp. 26-45.
- EICHENGREEN B., RHEE Y., TONG H. [2004], « The Impact of China on the Exports of Other Asian Countries », *Presented at the KIEP/Claremont Conference on East Asian Regionalism*, Seoul, 26-27 August, <<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/kiép-claremont8sep7sep28-04.pdf>>.
- EICHENGREEN B., TOBIN J., WYPLOSZ C. [1995], « Two Cases for Sands in the Wheels of International Finance », *Economic Journal*, **105**, 428, January 1995, pp. 162-172.
- ENGEL E.M., LEHNERT A., KEHOE R. [2000], « Mutual Funds and the U.S Equity Market », *Federal Reserve Bulletin*, **86**, 12, December, pp. 797-812.
- ENGLISH W.B., NELSON W.R. [1998], « Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1997 », *Federal Reserve Bulletin*, **84**, 6, June, pp. 391-419.
- ESAKA T. [2003], « Was it Really a Dollar Peg? The Exchange Rate Policies of East Asian Countries, 1980-1997 », *Journal of Asian Economics*, **13**, 6, January, pp. 787-809.
- ESPOSITO M.C. [1999], « Mondialisation de la finance : les autorités de surveillance anglo-saxonnes, acteurs indispensables », in : AZUELOS M. (Dir.) [1999], *Pax americana : de l'hégémonie au leadership économique*, Paris, Cervepas et Presses de la Sorbonne Nouvelle ? PP. 67-95.
- ESTIOT A. [2003], « Le déficit courant des États-Unis est-il un trou noir ? », *Conjoncture*, Novembre, pp. 2-21.
- ESTIOT A. [2004], « Entreprises : le côté clair de la force », *Conjoncture*, Mai, pp. 14-23.
- ESTIOT A. [2004], « Ménages : un Jedi ne s'économise pas », *Conjoncture*, Mai, pp. 2-13.
- ESTIOT A. [2004], « Secteur public : le côté obscur de la force », *Conjoncture*, Mai, pp. 24-45.
- EUN C.S., SHIM S. [1989], « International Transmission of Stock Market Movements », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **24**, 2, June, pp. 241-256.

- EVANS P.B. [1995], *Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation*, Princeton, Princeton University Press.
- EVANS P.B. [1997], « The Eclipse of the State? Reflections on Stateness in an Era of Globalization », *World Politics*, **50**, 1, October, pp. 62-87.
- EVANS P.B., JACOBSON H.K., PUTMAN R.D. (Eds) [1993], *Double-Edged Diplomacy: International Bargaining and Domestic Politics*, University of California Press.
- EVANS P.B., RUESCHMEYER D., SKOCPOL T. [1985], *Bringing the State Back In*, Cambridge (MA), Cambridge University Press.
- EXECUTIVE OFFICE OF THE PRESIDENT [1987], *Standard Industrial Classification Manual*, Office of Management and Budget.

F

- FAMA E.F. [1970], « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, **25**, 2, May, pp. 383-417.
- FAYOLLE J. [2002], « Variations sur la globalisation », *Revue de l'IRES*, 40, 2002/3, <<http://www.ires-fr.org/files/publicat/revue/r40/r40fayolle.pdf>>.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION [2002], *Historical Statistics on Banking: A Statistical Profile of the United States Banking Industry, Vol. 1, June*.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION [2003], *Statistics on Banking*, <<http://www.fdic.gov/bank/statistical/statistics/index.html>>.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION [2003], *Quarterly Banking Profile*, <<http://www.fdic.gov/bank/statistical/stats/index.html>>.
- FELDSTEIN M. [1983], « Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run », *European Economic Review*, **21**, 1-2, March-April, pp. 129-151.
- FELDSTEIN M., HORIOKA C. [1980], « Domestic Saving and International Capital Flows », *Economic Journal*, **90**, 358, June, pp. 314-329.
- FERGUSON N. [2001], *The Cash Nexus: Money and Power in the Modern World – 1700-2000*, New York, Basic Books.
- FERNÁNDEZ-IZQUIERDO Á., LAFUENTE J.A. [2004], « International Transmission of Stock Exchange Volatility: Empirical Evidence from the Asian Crisis », *Global Finance Journal*, **15**, 2, August, pp. 125-137.
- FIGUET J.M. [2000], « Le Prêteur en Dernier Ressort international », *Revue d'économie financière*, 56, 1-2000, pp. 57-75.
- FISHER I. [1933], « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, **1**, 4, October, pp. 337-357.
- FISCHER S. [1999], « On the Need for an International Lender of Last Resort », *Journal of Economic Perspectives*, **13**, 4, Autumn, pp. 85-104.

- FISCHER S. (& Alii) [1998], *Should the IMF pursue Capital Account Convertibility?*, Princeton, Princeton University Press.
- FLANDREAU M., RIVIERE C. [1999], « La grande “Retransformation” ? Intégration financière internationale et contrôles des capitaux, 1880-1996 », *Économie Internationale*, 78, 2^{ème} trimestre, pp. 11-58.
- FLANDREAU M., HOLTFRERICH C-L., JAMES H. (Eds) [2003], *International Financial History in the Twentieth Century: System and Anarchy*, Cambridge (UK), Cambridge University Press.
- FLANDREAU M., ZUMER F. [2004], *Les origines de la mondialisation financière, 1880-1913*, Paris, OCDE.
- FLEMING M.J. [1997], « The Round-The-Clock Market for U.S. Treasury Securities », *Economic Policy Review*, FRBNY, 3, 2, July, pp. 9-32.
- FLEMING M.J. [2003], « Measuring Treasury Market Liquidity », *Economic Policy Review*, FRBNY, 9, 3, September, pp. 83-108.
- FLORINI A.M. [2000], « Does the Invisible Hand Need a Transparent Glove? The Politics of Transparency », *Annual World Bank Conference on Development Economics - 1999*, World Bank, pp. 163-184.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL [1997], *Balance of Payments Manual*, Washington D.C., Fifth Edition, Second Printing.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL [1998], *World Economic Outlook*, Washington D.C., May.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL [2002], *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, Washington D.C., December.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL [2003], *Fifth Review of the Fund's Data Standards Initiatives*, July, <<http://www.imf.org/external/np/sta/dsbb/2003/eng/061803.pdf>>.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL [2004], *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, Washington D.C., April.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL [2004], *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, Washington D.C., September.
- FONTAINE P., HAMET J. [2003], *Les marchés financiers internationaux*, Paris, PUF, coll. “Que sais-je ?”.
- FORBES K.J., CHINN M.D. [2003], « A Decomposition of Global Linkages in Financial Market over Time », NBER, *Working Paper*, 9555, February, <<http://www.nber.org/papers/w9555>>.
- FOUCAULT M. [1997], « Il faut défendre la société », *Cours au Collège de France*, 1976, Paris, Gallimard – Éditions du Seuil.
- FRAME W.S., WHITE L.J. [2002], « Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action? », Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper*, 2002-12, July, <<http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/wp0212.pdf>>.

- FRANKEL J.A. [1992], « Measuring International Capital Mobility: A Review », *American Economic Review*, **82**, 2, May, pp. 197-202.
- FRENKEL J.A., MUSSA M.L. [1985], « Asset Markets, Exchange Rates and the Balance of Payments », in: JONES R.W., KENEN P.B. (Eds) [1985], *Handbook of International Economics*, vol. 2, Amsterdam, Elsevier, pp. 679-747.
- FRENKEL J.A., RAZIN A. [1987], « The Mundell-Fleming Model a Quarter Century Later: A Unified Exposition », *IMF Staff Papers*, **34**, December, pp. 567-620.
- FRENKEL M., PIERDZIOCH C., STADTMANN G. [2004], « On the Determinants of “Small” and “Large” Foreign Exchange Market Interventions: The Case of the Japanese Interventions in the 1990s », *Review of Financial Economics*, **13**, 3, pp. 231-243.
- FREUND C.L. [2000], « Current Account Adjustment in Industrialised Countries », BGFRS, *International Finance Discussion Paper*, n°692, December.
- FRIEDEN J.A. [1988], « Capital Politics: Creditors and the International Political Economy », *Journal of Public Policy*, **8**, 3/4, July/December, pp. 256-286.
- FRIEDEN J.A. [1988], « Sectoral Conflict and Foreign Economic Policy », *International Organization*, **42**, 1, winter, pp. 59-90.
- FRIEDEN J.A. [1991], « Invested Interests: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance », *International Organization*, **45**, 4, autumn, pp. 425-451.
- FRIEDEN J.A., LAKE D.A. [2000], *International Political Economy: Perspectives on Global Power and Wealth*, London and New York, Routledge, Fourth Edition.
- FRYDL E.J. [1999], « The Length and Cost of Banking Crises », *IMF Working Paper*, 99/30, March.
- FUKUYAMA F. [1992], *The End of History and The Last Man*, New York, Free Press.

G

- G 7 [1999], *Le renforcement de l'architecture financière internationale*, Rapport des ministres des Finances du G7 au Sommet économique de Cologne, Cologne, 17-18 Juin, <<http://www.g8.utoronto.ca/francais/1999cologne/strengthening.html>>.
- G 22 [1998], *Report of the Working Group on International Financial Crises*, October, <<http://www.imf.org/external/np/g22/#trans>>.
- G 22 [1998], *Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems*, October, <<http://www.imf.org/external/np/g22/#trans>>.
- G 22 [1998], *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, October, <<http://www.imf.org/external/np/g22/#trans>>.
- GALBRAITH J.K. [1968], *Le Nouvel État industriel : Essai sur le système économique américain*, traduit de l'anglais par J. L. Crélieux-Brilhac et M. Le Nan, Paris, Gallimard, Bibliothèque des sciences sociales.

- GALE W.G., ORSZAG P.R. [2003], « Economic Effects of Sustained Budget Deficits », *National Tax Journal*, **56**, 3, September, pp. 463-485.
- GALE W.G., ORSZAG P.R. [2004], « Economic Effects of Making the 2001 and 2003 Tax Cuts Permanent », Urban-Brookings Tax Policy Center, *Discussion Paper*, n°17, October.
- GALE W.G., ORSZAG P.R. [2004], « The Budget Outlook: Updates and Implications », *Tax Notes*, February 16, pp. 915-929.
- GALE W.G., SABELHAUS J. [1999], « Perspectives on the Household Saving Rate », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.181-224.
- GARABIOL D. [2003], « Bâle II : les risques de distorsion de concurrence », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, pp. 151-162.
- GARRETT G. [1998], *Partisan Politics in the Global Economy*, New York, Cambridge University Press.
- GARRETT G. [1998], « Global Markets and National Politics: Collision Course or Virtuous Circle? », *International Organization*, **52**, 4, autumn, pp. 787-824.
- GARRETT G., LANGE P. [1991], « Political Responses to Interdependence: what's "Left" for the Left? », *International Organization*, **45**, 4, autumn, pp. 539-564.
- GARRETT G., MITCHELL D. [2001], « Globalization, Government Spending and Taxation in the OECD », *European Journal of Political Research*, **39**, 2, March, pp. 145-177.
- GEOFFRON P. [2000], « Les leçons de la grande crise japonaise des années 1990 », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La Découverte et Syros, pp 125-139.
- GERBIER B. [2002], « La notion de puissance internationalement dominante et la tâche des États-Unis aujourd'hui », *Communication à la journée d'étude "gouvernance globale"*, Grenoble, 24 janvier.
- GERMAIN R. D. [1997], *The International Organization of Credit: States and Global Finance in the World-Economy*, Cambridge (UK), Cambridge University Press.
- GHOSH S.R., GHOSH A.R. [2003], « Structural Vulnerabilities and Currency Crises », *IMF Staff Papers*, **50**, 3, pp. 481-506.
- GIANNINI C. [2002], « Promoting Financial Stability in Emerging-Market Countries: The Soft Law Approach and Beyond », *Comparative Economic Studies*, **44**, 2, Summer, pp. 125-167.
- GIJSBERTS M. [2002], « The Legitimation of Income Inequality in State-Socialist and Market Societies », *Acta Sociologica*, **45**, 4, December, pp. 269-285.
- GILL S., LAW D. [1988], *The Global Political Economy: Perspectives, Problems, and Politics*, New York, Harvester.
- GILL S. (Dir) [1993], *Gramsci, Historical Materialism and International Relations*, Cambridge, Cambridge University Press.

- GILPIN R. [1975], *U.S. Power and the Multinational Corporation: the Political Economy of Foreign Direct Investment*, New York, Basic Books.
- GILPIN R. [1981], *War and Change in World Politics*, Cambridge, Cambridge University Press.
- GILPIN R. [1987], *The Political Economy of International Relations*, Princeton, Princeton University Press.
- GILPIN R. [2001], *Global Political Economy : Understanding the International Order*, Princeton, Princeton University Press.
- GIRAUD P.N. [2001], *Le commerce des promesses : petit traité sur la finance moderne*, Paris, Seuil, Coll. Économie humaine.
- GLICK R., ROSE A.K. [1999], « Contagion and Trade : Why Are Currency Crises Regional? », *Journal of International Money and Finance*, **18**, 4, August, pp. 603-617.
- GODLEY W. [1995], « A Critical Imbalance in U.S. Trade », Levy Economics Institute of Bard College, *Public Policy Brief*, 23, October.
- GODLEY W. [2000], « Drowning in Debt », Levy Economics Institute of Bard College, *Policy Note*, 2000/6, June.
- GODLEY W., IZURIETA A. [2001], « As the Implosion Begins...? Prospects and Policies for the U.S. Economy: A Strategic View », Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*, July 2001 rev. August 2.
- GODLEY W., IZURIETA A. [2004], « Balances, Imbalances and Fiscal Targets : A New Cambridge View », Cambridge Endowment for Research in Finance, February 17, < http://www.cerf.cam.ac.uk/publications/files/WA_BalancesImbalancesYFiscalTargets.pdf>.
- GOKHALE J. (& Alii) [1996], « Understanding the Post War Decline in U.S. Saving: A Cohort Analysis », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 315-407.
- GOLDBERG L.G., LOTHIAN J.R., OKUNEV J. [2003], « Has International Financial Integration Increased? », *Open Economies Review*, **14**, 3, July, pp. 299-317.
- GOLDSTEIN M. [2005], « The International Financial Architecture », in: BERGSTEN C.F. (Ed) [2005], *The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade*, Washington D.C., Institute for International Economics, pp. 373-407.
- GOODHART C., SEGOVIANO M. [2004], « Basel and Procyclicality: A Comparison of the Standardised and IRB Approaches to an Improved Credit Risk Method », Financial Market Group, November, <http://fmg.lse.ac.uk/upload_file/426_DP524.pdf>.
- GOODMAN J.B. [1992], *Monetary Sovereignty: The Politics of Central Banking in Western Europe*, Ithaca, Cornell University Press.
- GOODMAN J.B., PAULY L.W. [1993], « The Obsolescence of Capital Controls? Economic Management in the Age of Global Markets », *World Politics*, **46**, 1, October, pp.50-66.

- GORTON G., SOULELES N.S. [2005], « Special Purpose Vehicles and Securitization », Wharton Financial Institution Center, *Working Paper*, 05-03, April, <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/03/0305.pdf>>.
- GOURINCHAS P.O., JEANNE O. [2004], « The Elusive Gains from International Financial Integration », *IMF Working Paper*, 04/74, may.
- GOURINCHAS P.O., REY H. [2004], « International Financial Adjustment », University of California, Berkeley, March, <<http://ist-socrates.berkeley.edu/~pog/academic/IFA/ifamarch16.pdf>>.
- GOWAN P. [1999], *The Global Gamble. Washington's Faustian Bid for World Dominance*, London and New York, Verso.
- GOWAN P. [2000], « Le régime Dollar – Wall Street d'hégémonie mondiale », *Actuel Marx*, 27, pp. 71-88.
- GOWAN P. [2001], « Explaining the American Boom: the Roles of "Globalization" and United States Global Power », *New Political Economy*, 6, 3, pp. 359-374.
- GRASCO R. [1997], « The Best is Yet to Come: Globalization, American and the New York Stock Exchange », *Vital Speeches of the Day*, 63, 7, January 15, pp. 215-219.
- GRAZ J.C. [2000], « Les nouvelles approches de l'économie politique internationale », *Annuaire Français de Relations Internationales*, vol. 1, pp. 557-569.
- GREENSPAN A. [2004], « The Evolving U.S. Payments Imbalances and Its Impact on Europe and the Rest of the World », *Cato Journal*, 24, 1-2, Spring/Summer, pp. 1-11.
- GRIEVER W.L., LEE G.A., WARNOCK F.E. [2001], « The US System of Measuring Cross-Border Investment in Securities: A Primer with a Discussion of Recent Developments », *Federal Reserve Bulletin*, 87, 10, October, pp. 633-650.
- GRILLI V., MILESI-FERRETTI G.M. [1995], « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls », *IMF Staff Papers*, 42, 3, September, pp. 517-551.
- GRISWOLD D.T. [2001], « America's Record Trade Deficit: A Symbol of Economic Strength », Cato Institute, *Trade Policy Analysis*, n°12, February 9, <<http://www.freetrade.org/pubs/pas/tpa-012es.html>>.
- GROSSE R., GOLDBERG L.G. [1991], « Foreign Bank Activity in the United States: An Analysis by Country of Origin », *Journal of Banking and Finance*, 15, 6, December, pp. 1093-1112.
- GROSSMAN G.M., ROGOFF K. [1995], *Handbook of International Economics*, vol. III, Amsterdam, Elsevier Science Publishers B.V.
- GROSSMAN S.J., STIGLITZ J.E. [1980], « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, 70, 3, June, pp. 393-408.
- GRUBEN W.C., MCLEOD D. [2001], « Capital Account Liberalization and Disinflation in the 1990s », Federal Reserve Bank of Dallas, *Working Paper*, 0101, February, <<http://www.dallasfed.org/latin/papers/2001/lawp0101.pdf>>.

- GRUBEN W.C., MCLEOD D. [2002], « Capital Account Liberalization and Inflation », *Economic Letters*, **77**, 2, pp. 221-225.
- GRUBEN W.C., MCLEOD D. [2003], « The Openness-Inflation Puzzle Revisited: an Update on Terra vs. Romer », Fordham University, June 1, <www.fordham.edu/economics/mcleod/ROMERvTERRA_June-1-2003D.pdf>.
- GRUNBERG I. [1990], « Exploring the “Myth” of Hegemonic Stability », *International Organization*, **44**, 4, pp. 431-477.
- GUPTA P., MISHRA D., SAHAY R. [2003], « Output Response to Currency Crises », *IMF Working Paper*, 03/230, November.
- GUTTMANN R. [2004], « Les autorités monétaires internationales face à l’instabilité », in : PLIHON D. (Dir) [2004], *Les désordres de la finance. Crises boursières, corruption, mondialisation*, Paris, Encyclopaedia Universalis, pp. 57-68.

H

- HAAS P.M. [1992], « Introduction: Epistemic Communities and International Policy Coordination », *International Organization*, **46**, 1, winter, pp. 1-35.
- HALARY I. [2000], « Les promesses non tenues de la globalisation financière », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La Découverte et Syros, pp 78-101.
- HARROD R. [1970], *La monnaie*, Paris, Dunod.
- HARKER P.T., ZENIOS S.A. (Eds) [2000], *Performance of Financial Institutions*, Cambridge (UK), Cambridge University Press, pp. 388-415.
- HARTMANN P. [1998], « The Currency Denomination of World Trade after European Monetary Union », *Journal of the Japanese and International Economies*, **12**, 4, December, pp. 424-454.
- HASENCLEVER A., MAYER P., RITTBERGER V. [1997], *Theories of International Regimes*, Cambridge (UK), Cambridge University Press.
- HAUSMANN R., PANIZZA U. [2003], « On the Determinants of Original Sin: an Empirical Investigation », *Journal of International Money and Finance*, **22**, 7, December, pp. 957-990.
- HAWLEY J.P. [1984], « Protecting Capital from Itself: U.S. Attempts to Regulate the Eurocurrency System », *International Organization*, **38**, 1, winter, pp. 131-165.
- HEATHCOTE J., PERRI F. [2004], « Financial Globalization and Real Regionalization », *Journal of Economic Theory*, **119**, 1, November, pp. 207-243.
- HELLEINER E. [1993], « The Challenge from the East: Japan’s Financial Rise and the Changing Global Order », in: CERNY P.G. (Ed) [1993], *Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-Hegemonic Era*, Cambridge (UK), Edward Elgar, pp. 207-227.

- HELLEINER E. [1993], « When Finance Was the Servant: International Capital Movements in the Bretton Woods Order », in: CERNY P.G. (Ed) [1993], *Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-Hegemonic Era*, Cambridge (UK), Edward Elgar, pp. 20-48.
- HELLEINER E. [1994], *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca and London, Cornell University Press.
- HELLEINER E. [1995], « Explaining the Globalization of Financial Markets: Bringing the States Back In », *Review of International Political Economy*, **2**, 2, spring, pp. 315-341.
- HELLEINER E. [2002], « Why Are Territorial Currency Becoming Unpopular ? », in: ANDREWS D.M., HENNING C.R., PAULY L.W. (Eds) [2002], *Governing the World's Money*, Ithaca and London, Cornell University Press, pp. 148-167.
- HENRY P.B. [2003], « Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth », *American Economic review*, **93**, 2, May, pp. 91-96.
- HIBBS D.A. [1987], *The Political Economy of Industrial Democracies*, Cambridge, Harvard University Press.
- HIGGINS M., KLITGAARD T. [1998], « Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow », *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY, **4**, 13, December.
- HIGGINS M., KLITGAARD T. [2004], « Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets », *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY, **10**, 10, September/October, pp. 1-8.
- HIRSCHMAN A.O. [1970], *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Harvard University Press.
- HOBSBAWM E.J. [1999], *L'âge des extrêmes : le court vingtième siècle 1914-1991*, Bruxelles et Paris, Complexe et le Monde Diplomatique.
- HOBSON J.M. [1997], *The Wealth of States: A Comparative Sociology of International Economic and Political Change*, Cambridge, Cambridge University Press.
- HOBSON J.M. [1998], « The Historical Sociology of the State and the State of Historical Sociology in International Relations », *Review of International Political Economy*, **5**, 2, summer, pp. 284-320.
- HOGGARTH G., REIS R., SAPORTA V. [2002], « Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence », *Journal of Banking & Finance*, **26**, 5, May, pp. 825-855.
- HOLMAN J.A. [2001], « Is the Large U.S. Current Account Deficit Sustainable? », FRBKC, *Economic Review*, First Quarter, pp. 5-23.
- HOLTZ-EAKIN D. [2003], « The Chinese Exchange Rate and U.S. Manufacturing Employment », CBO, *Testimony before the Committee on Ways and Means U.S. House of Representatives*, October 30, <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/46xx/doc4666/10-30-ChinaTestimony.pdf>>.

- HONOHAN P., KLINGEBIEL D. [2000], « Controlling Fiscal Costs of Banking Crises », World Bank, *Policy Research Working Paper*, 2441, September 1, <<http://econ.worldbank.org/docs/1196.pdf>>.
- HOUTHAKKER H.S., MAGEE S.P. [1969], « Income and Price Elasticities in World Trade », *Review of Economics and Statistics*, **51**, 2, May, pp. 111-125.
- HUNG J.H., BRONOWSKI C. [2002], « Modeling the U.S. Current Account as the Savings-Investment Balance », CBO, *Technical Paper*, 2002-05, December, <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/40xx/doc4002/2002-5.pdf>>.
- HUNG J.H., KOWALESKI K.J. [2004], « The Decline in the U.S. Current Account Balance Since 1991 », CBO, *Economic and Budget Issue Brief*, August 6, <<http://www.cbo.gov/ftpdocs/57xx/doc5722/08-06-CurrentAccounts.pdf>>.

I

- ICARD A. [1999], « Rééquilibrer le système financier international », *Sociétal*, 25, Juin, pp. 53-58.
- INTERNATIONAL FINANCIAL ADVISORY COMMISSION [2000], *Report of the International Financial Advisory Commission*, Submitted to the U.S. Congress and U.S. Department of Treasury, Washington, March 8.
- INGHAM G. [1999], « Capitalism, Money and Banking: a Critique of Recent Historical Sociology », *British Journal of Sociology*, **50**, 1, March, pp. 76-96.

J

- JACQUET P. [2004], « L'économie américaine et le monde : *It's Politics, Stupid !* », in : CHEVALIER J.M., MISTRAL J. (Dir) [2004], *La raison du plus fort. Les paradoxes de l'économie américaine*, Paris, Robert Laffont, pp. 191-206.
- JACQUET P., PISANY-FERRY J., TUBIANA L. [2002], *Gouvernance Mondiale*, Rapport du CAE, n°37, Paris, La Découverte.
- JAFRY Y., SCHUERMANN T. [2004], « Measurement, Estimation and Comparison of Credit Migration Matrices », *Journal of Banking & Finance*, **28**, 11, November, pp. 2603-2639.
- JEANNE O. [2003], « Comprendre les crises financières internationales », *Revue d'économie financière*, 70, 1-2003, juin, pp. 23-31.
- JEFFERS E. [2000], « De quel poids les investisseurs institutionnels américains pèsent-ils sur l'économie française ? », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La Découverte et Syros, pp 102-124.
- JENSEN M.C., MECKLING W.H. [1976], « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, **3**, 4, October, pp. 305-360.
- JEONG J.G. [2000], « What Drives Exchange Rates?: The Case of the Yen/Dollar Rate », *Multinational Business Review*, **8**, 2, Fall, pp. 31-36.

- JOHNSON M., KASIBHATLA K.M., MALINDRETOS J. [1999], « Keynesian and Monetary Approaches of the Balance of Payments », in: ARIZE A.C. (& Alii) (Eds) [1999], *Balance of Payments Adjustment: Macro Facets of International Finance Revisited*, Westport, Greenwood Press, pp. 113-122.
- JOLY H. [1998], « Crise asiatique et architecture du système monétaire et financier international : le point sur la réflexion aux États-Unis », *Revue d'économie financière*, 48, juillet, pp. 179-193.
- JONDEAU E., LAHIDJI R., THEVENOT N. [1995], « Déséquilibres extérieurs et mouvements de capitaux », *Problèmes Économiques*, 2401, 26 avril, pp. 14-19.
- JONES R.W., KENEN P.B. (Eds) [1985], *Handbook of International Economics*, vol. 2, Amsterdam, Elsevier.
- JUDSON R.A., PORTER R.D. [2001], « Overseas Dollar Holdings: What Do We Know? », *Wirtschaftspolitische Blätter*, 48, 4, pp. 431-40.

K

- KABIR M.H., HASSAN M.K. [2005], « The Near-Collapse of LTCM, US Financial Stock Returns, and the Fed », *Journal of Banking & Finance*, 29, 2, February, pp. 441-460.
- KAHLER M., LAKE D.A. (Eds) [2003], *Governance in a Global Economy: Political Authority in Transition*, Princeton, Princeton University Press.
- KAMINSKY G.L. [2004], « International Capital Flows: A Blessing or a Curse? », World Bank, June, <<http://www.un.org/docs/ecosoc/meetings/docs/2005/kaminsky.pdf>>.
- KAMINSKY G.L., LYONS R.K., SCHMUKLER S.L. [2004], « Managers, Investors, and Crises: Mutual Fund Strategies in Emerging Markets », *Journal of International Economics*, 64, 1, October, pp. 113-134.
- KAMINSKY G.L., REINHART C.M. [1999], « The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance of Payment Problems », *American Economic Review*, 89, 3, June, pp. 473-500.
- KAMINSKY G.L., REINHART C.M. [2000], « On Crises, Contagion, and Confusion », *Journal of International Economics*, 51, 1, June, pp. 145-168.
- KAMINSKY G.L., REINHART C.M. [2003], « The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil », NBER, *Working Paper*, 9479, January.
- KAMINSKY G.L., REINHART C.M., VÉGH C.A. [2003], « The Unholy Trinity of Financial Contagion », *Journal of Economic Perspectives*, 17, 4, Fall, pp. 51-74.
- KAMINSKY G.L., SCHMUKLER S.L. [2003], « Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization », *IMF Working Paper*, 03/34, February.
- KANDIL M., GREEN J. [2002], « The Impact of Cyclical Factors on the U.S. Balance of Payments », *IMF Working Paper*, 02/45, March.

- KANE E.J. [1986], « Technology and Financial Regulation », in: SAUNDERS A., WHITE L. J. (Eds) [1986], *Technology and the Regulation of Financial Markets: Securities, Futures and Banking*, Lexington, Lexington Books, pp. 187-193.
- KANT E. [1880(1795)], *Essai philosophique sur la Paix perpétuelle*, Paris, Fischbacher.
- KAPSTEIN E.B. [1989], « Resolving the Regulator's Dilemma: International Coordination of Banking Regulations », *International Organization*, **43**, 2, spring, pp. 323-347.
- KAPSTEIN E.B. [1990], *The Insecure Alliance: Energy Crises and Western Politics since 1944*, New York, Oxford University Press.
- KAPSTEIN E.B. [1994], *Governing Global Economy: International Finance and the State*, Cambridge (MA) and London, Harvard University Press.
- KAROLYI G.A., STULZ R.M. [2003], « Are Financial Assets Priced Locally or Globally? », in : CONSTANTINIDES G. M., HARRIS M., SCHULTZ R. (Eds) [2003], *The Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1-B, Amsterdam, Elsevier, pp. 975-1020.
- KARRAS G., LEE J.M., STOKES H. [2005], « Sources of Exchange-Rate Volatility: Impulses or Propagation? », *International Review of Economics and Finance*, **14**, 2, pp. 213-226.
- KASSIMATIS K. [2002], « Financial Liberalization and Stock Market Volatility in Selected Developing Countries », *Applied Financial Economics*, **12**, 6, June, pp. 389-394.
- KASTNER S.L., RECTOR C. [2003], « International Regimes, Domestic Veto-Player, and Capital Controls Policy Stability », *International Studies Quarterly*, **47**, 1, March, pp. 1-22.
- KASTNER S.L., RECTOR C. [2003], « Partisan Cycles to Capital Controls Policies », University of California at San Diego, Department of Political Science, < <http://weber.ucsd.edu/~crector/papers/partycycfeb2003.pdf> >.
- KATZENSTEIN P.J. [1976], « International Relations and Domestic Structures: Foreign Economic Policies of Advanced Industrial States », *International Organization*, **30**, 1, winter, pp. 1-45.
- KÉBABDJIAN G. [1995], « La nouvelle hégémonie américaine », *Sciences Humaines*, décembre, numéro spécial Sciences Humaines - CNRS, *Les métamorphoses du pouvoir*, repris dans *Problèmes Économiques*, n°2459, 14 février 1996.
- KÉBABDJIAN G. [1996], « Théorie de la stabilité hégémonique ou théorie des régimes ? Une formalisation », *Économies et Sociétés*, série Régulation, 5, pp. 31-58.
- KÉBABDJIAN G. [1999], *Les théories de l'économie politique internationale*, Paris, Seuil.
- KÉBABDJIAN G. [2002], « La nouvelle architecture financière : gouvernance globale ou nouveau régime international », *Études Internationales*, **33**, 2, juin, pp.217-246.

- KÉBABDJIAN G. [2003], « L'hétérogénéité des ajustements investissement – épargne en économie ouverte », *Économie Appliquée*, **56**, 2, Juin, pp. 41-83.
- KECHDI M. [2001], « Croissance externe et investisseurs institutionnels internationaux », *Sciences de la société*, 54, octobre.
- KECK M.E., SIKKINK K. [1998], *Activists Beyond Borders: Advocacy Networks in International Politics*, Ithaca, Cornell University Press.
- KELLY M. [2002], « The Incredibly Unproductive Shareholder », *Harvard Business Review*, **80**, 1, January, pp. 18-20.
- KENEN P.B. (Dir) [1994], *Managing the World Economy: Fifty Years after Bretton Woods*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- KENEN P.B. (Ed) [1995], *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton, Princeton University Press.
- KENEN P.B. (Ed) [1996], *From Halifax to Lyons: What Has Been Done About Crisis Management?*, Princeton, Princeton University Printing Service.
- KENEN P.B. [2000], « The New International Financial Architecture: Reconstruction, Renovation, or Minor Repair? », *International Journal of Finance and Economics*, **5**, 1, February, pp. 1-14.
- KENNEDY P. [1991], *Naissance et Déclin des grandes puissances : transformations économiques et conflits militaires entre 1500 et 2000*, traduit de l'anglais par M. A. Cochez et J. L. Lebrave, Paris, Payot.
- KENNEDY P. [1999], « The Next American Century? », *World Policy Journal*, **16**, 1, spring, pp. 52-59.
- KENNICKELL A.B. [2003], « A Rolling Tide: Changes in the Distribution of Wealth in the U.S., 1989-2001 », BGFRS, *Working Paper*, 2003-24, March 3, <<http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/papers/concentration.2001.10.pdf>>.
- KENNICKELL A.B., STARR-MCCLUER M., SUNDÉN A. E. [1997], « Family Finances in the U.S.: Recent Evidence from the Survey of Consumer Finances », *Federal Reserve Bulletin*, **83**, 1, January, pp. 1-25.
- KENNICKELL A.B., STARR-MCCLUER M., SURETTE B. J. [2000], « Recent Changes in U.S. Family Finances: Results from the 1998 Survey of Consumer Finances », *Federal Reserve Bulletin*, **86**, 1, January, pp.1-30.
- KEOHANE R.O. [1980], « The Theory of Hegemonic Stability and Changes in International Economic Regimes, 1967-1977 », in HOLSTI O.R., SIVERSON R., GEORGE A. (Eds) [1980], *Changes in International System*, Boulder, Boulder Westviewpress.
- KEOHANE R.O. [1984], *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy*, Princeton, Princeton University Press.
- KEOHANE R.O. (Ed) [1986], *Neorealism and its Critics*, New York, Columbia University Press.

- KEYNES J.M. [1920], *The Economic Consequences of the Peace*, New York, Harcourt, Brace and Howe.
- KEYNES J.M. [1969], *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Payot, traduit de l'anglais par Jean de Largentaye.
- KEYNES J.M. [1980], *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, **25**, *Activities 1940-1944, Shaping the Post-war World: the Clearing Union*, edited by Donald MOGGRIDGE, London, Macmillan.
- KEYNES J.M. [1980], *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, **26**, *Activities 1941-1946, Shaping the Post-war Order: Bretton Woods and Reparations*, edited by Donald MOGGRIDGE, London, Macmillan.
- KHAN A. [2000], « Croissance économique : le rôle du facteur financier », *Problèmes Économiques*, 2666, 24 mai, pp. 19-24.
- KINDLEBERGER C.P. [1973], *The World in Depression, 1929-1939*, London, Allen Lane.
- KINDLEBERGER C.P. [1988], *The International Economic Order – Essays on Financial Crisis and International Public Goods*, Brighton, Harewester Wheatsheaf.
- KINDLEBERGER C.P. [1989], *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crisis*, London, MacMillan, 2nd Edition.
- KING R.G., LEVINE R. [1993], « Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right », *Quarterly Journal of Economics*, **108**, 3, August, pp. 717-737.
- KIM S., ROUBINI N. [2003], « Twin Deficit or Twin Divergence? Fiscal Policy, Current Account, and Real Exchange Rate in the US », Stern School of Business, February, <www.stern.nyu.edu/globalmacro/fiscalus5.doc>.
- KIM W. [2003], « Does Capital Account Liberalization Discipline Budget Deficit? », *Review of International Economics*, **11**, 5, November, pp. 830-845.
- KIREYEV A. [2002], « Liberalization of Trade in Financial Services and Financial Sector Stability – Analytical Approach », *IMF Working Paper*, 02/128, August.
- KIRSANOVA T., SEFTON J. [2001], « A Comparison of Personal Sector Saving Rates in the UK, US and Italy », NIESR, *Discussion Papers*, n°192, May 24, <www.niesr.ac-uk/pubs/dps/dp192.pdf>.
- KITSCHOLT H. (& Alii) (Eds) [1999], *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*, Cambridge (UK) and New York, Cambridge University Press.
- KJÆR A.M., HANSEN O.H., THOMSEN J.P.F. [2002], « Conceptualizing State Capacity », University of Aarhus, *DEMSTAR Research Report*, n°6, April, <http://www.ps.au.dk/mkj/OngoingProjects_Materiale/FORMATConceptualizing.pdf>.
- KLEIN M. W. [2003], « Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience », NBER, *Working Paper*, 9500, February, <<http://www.nber.org/papers/w9500>>.
- KLEIN M. W., OLIVEI G. [1999], « Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth », FRBB, *Working Paper*, 99-6, August, <http://www.bos.frb.org/economic/wp/wp1999/wp99_6.pdf>.

- KLEVMAKEN N.A., LUPTON J.P., STAFFORD F.P. [2003], « Wealth Dynamics in the 1980s and 1990s. Sweden and the United States », *Journal of Human Resources*, **38**, 2, Spring, pp. 323-353.
- KOCHERLAKOTA N.R. [1998], « The Technological Role of Fiat Money », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, **22**, 3, Summer 1998, pp. 2-10, <<http://research.mpls.frb.us/research/qr/qr2231.pdf>>.
- KRASNER S.D. (Ed) [1983], *International Regimes*, Ithaca and London, Cornell University Press.
- KRAUSE L. [1971], « Private International Finance », *International Organization*, **25**, 3, Summer, pp. 523-540.
- KRAAY A. [1998], « In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization », World Bank, *Working Paper*, October, <http://econ.worldbank.org/files/22237_CALMacroEffects_Manuscript.pdf>.
- KREGEL J.A. [1997], « Margins of Safety and Weight in Generating Financial Fragility », *Journal of Economic Issues*, **31**, 2, June, pp. 543-548.
- KREGEL J.A. [2001], « Yes, "It" Did Happen Again. The Minsky Crisis in Asia », in: BELLOFIORE R., FERRI P. (Eds) [2001], *Financial Keynesianism and Market Instability. The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. 1, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar, pp. 194-212.
- KROSZNER R.S. [1998], « Rethinking Bank Regulation: A Review of the Historical Evidence », *Journal of Applied Corporate Finance*, **11**, 2, summer, pp. 48-58.
- KROSZNER R.S. [2000], « The Supply of and Demand for Financial Regulation : Public and Private Competition Around the Globe », *Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Jackson Hole, Wyoming, August 25, <<http://gsbwww.uchicago.edu/fac/randall.kroszner/research>>.
- KROSZNER R.S. [2000], « The Economics and Politics of Financial Modernization », *Economic Policy Review*, FRBNY, **6**, 4, October, pp. 25-37.
- KROSZNER R.S. [2001], « The Motivation Behind Banking Reform », *Regulation*, **24**, 2, summer, pp. 36-41.
- KROSZNER R.S., STRAHAN P. E. [1999], « What Drives Deregulation? Economics and Politics of the Relaxation of Bank Branching Restrictions », *Quarterly Journal of Economics*, **114**, 4, November, pp. 1437-1467.
- KRUGMAN P. [1979], « A Model of Balance-of-Payments Crises », *Journal of Money, Credit, and Banking*, **11**, 3, August, pp. 311-325.
- KRUGMAN P. [1980], « Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange », *Journal of Money, Credit and Banking*, **12**, 3, August, pp. 513-526.
- KRUGMAN P. [1984], « The International Role of the Dollar: Theory and Prospect », in: BILSON J.F., MARSTON R.C. (Eds) [1984], *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 261-278.

- KRUGMAN P. [1991], « Target Zones and Exchange Rates Dynamics », *Quarterly Journal of Economics*, **106**, 3, August, pp. 669-682.
- KRUGMAN P. [1994], « The Myth of Asian Miracle », *Foreign Affairs*, **73**, 6, November/December, pp. 62-78.
- KRUGMAN P. [2000], *La mondialisation n'est pas coupable. Vertus et limites du libre-échange*, traduit de l'anglais par Anne Saint-Girons avec le concours de Francisco Vergara, Paris, La Découverte.
- KRUGMAN P. [2003], « Main basse sur l'Amérique. Comment les très très riches ont floué les classes moyennes », *Courrier international*, n°636, 9-16 janvier.
- KRUGMAN P., OBSTFELD M. [2001], *Économie Internationale*, traduit de la 5^{ème} édition américaine par A. Hannequart et F. Leloup, Bruxelles, De Boek Université, 3^{ème} édition.
- KUBURSI A.A., MANSUR S. [1994], « The Political Economy of Middle Eastern Oil », in: STUBBS R., UNDERHILL G.R.D. (Eds) [1994], *Political Economy and the Changing Global Order*, New York, St Martin's Press, pp. 313-330.
- KURIHARA K.K. (Ed) [1954]: *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, Rutgers University Press.
- KURZER P. [1993], *Business and Banking: Political Change and Economic Integration in Western Europe*, Ithaca, Cornell University Press.

L

- LABÁN R.M., LARRAÍN F. B. [1997], « Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows? », *Journal of International Money and Finance*, **16**, 3, June, pp. 415-431.
- LABATON S. [1999], « Congress and the White House Strike banking Reform Deal », *The New York Times*, October 22.
- LACOUÉ-LABARTHE D. [2003], « L'évolution de la supervision bancaire et de la réglementation prudentielle (1945-1996) », *Revue d'économie financière*, **73**, 4-2003, pp. 39-63.
- LAÏDI Z. [1991], « De l'hégémonie à la "prédation" ? Hypothèses sur la transformation de la puissance américaine », *Cahiers du CERI*, 1, <<http://www.ceri-sciencespo.com/publica/cahiers/cahier01.pdf>>.
- LAKE D.A. [1993], « Leadership, Hegemony, and the International Economy: Naked Emperor or Tattered Monarch with Potential? », *International Studies Quarterly*, **37**, 2, pp. 459-489.
- LAMBERT M.J., STANTON K.D. [2001], « Opportunities and Challenges of the U.S. Dollar as an Increasingly Global Currency: A Federal Reserve Perspective », *Federal Reserve Bulletin*, **87**, 9, September, pp. 567-575.
- LANE P. R., MILESI-FERRETTI G. M. [2003], « International Financial Integration », *IMF Working Paper*, 03/86, April.

- LANE P. R., MILESI-FERRETTI G. M. [2005], « Financial Globalization and Exchange Rates », *IMF Working Paper*, 05/3, January.
- LANGLEY P. [2004], « (Re)politicizing Global Financial Governance: What's 'New' About the 'New International Financial Architecture'? », *Global Networks: A Journal of Transnational Affairs*, **4**, 1, January, pp. 69-87.
- LAURENCE H. [2002], « Japan and the New Financial Order in East Asia », in: ARMIJO L.E. (Ed) [2002], *Debating the Global Financial Architecture*, Albany, State University of New York Press, pp. 214-235.
- LAVIGNE S. [2002], *Investisseurs financiers et convention d'évaluation des firmes. Une modélisation de la diffusion institutionnelle de la convention*, Thèse de doctorat, Toulouse, Université des sciences sociales.
- LAWTON T.C., ROSENAU J.N., VERDUN A.C. (Eds) [2000], *Strange Power: Shaping the Parameters of International Relations and International Political Economy*, Aldershot (UK) and Burlington (US), Ashgate.
- LEACHMAN L.L., FRANCIS B. [2002], « Twin Deficits: Apparition or Reality? », *Applied Economics*, **34**, 9, June, pp. 1121-1132.
- LEBLANG D. A. [1997], « Domestic and Systemic Determinants of Capital Controls in the Developed and the Developing World », *International Studies Quarterly*, **41**, 3, September, pp. 435-454.
- LECONTE P. [2003], *Comment sortir du piège américain ? Essai sur l'exception monétaire et politique américaine et sur le libre-échange intégral mondialisé qui mènent le monde au désastre*, Paris, Ed. François-Xavier de Guibert.
- LEE J. [2004], « Insurance Value of International Reserves: An Option Pricing Approach », *IMF Working Paper*, 04/175, September.
- LEECH D. [2002], « Voting Power in the Governance of the International Monetary Fund », *Annals of Operations Research*, **109**, pp. 375-397.
- LELART M. [1975], *Le dollar, monnaie internationale : le rôle des États-Unis dans la création monétaire internationale*, Paris, Albatros.
- LENZ A.J. [2000], *The U.S. Current Account. A Sectorial Assessment of Performance and Prospects*, Washington D.C., U.S. Trade Deficit Review Commission, October.
- LEONARD J., NAMUR D. [2001], « Intégration vs segmentation : une réinterprétation des tests à la Feldstein Horioka », Centre de Recherche sur l'Intégration Économique et Financière, *Document de travail*, M2001-03, 26 mars, <<http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2001-03.pdf>>.
- LEROUX F. [1994], *Marchés internationaux de capitaux*, Sainte-Foy et Paris, Presses de l'Université du Québec et Editions ESKA, 2^{ème} édition.
- LEVINE R., ZERVOS S. [1998], « Capital Control Liberalization and Stock Market Development », *World Development*, **26**, 7, pp. 1169-1183.

- LEVY-YEYATI E., STURZENEGGER F. [2004], « Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words », *European Economic Review*, **49**, 6, August 2005, pp. 1603-1635.
- LEYSHON A., THRIFT N. [1995], « Geographies of Financial Exclusion: Financial Abandonment in Great Britain and the United States », *Transaction of the Institute of British Geographers*, New Series, **20**, 3, pp. 312-341.
- LI Q. [2000], « US Foreign Exchange Interventions: Domestic Politics and International Factors », in: NAGEL S.S. (Ed) [2000], *Handbook of Global International Policy*, New York, Dekker, pp. 393-416.
- LI Q., SMITH D. S. [2002], « The Dilemma of Financial Liberalization: State Autonomy and Societal Demands », *The Journal of Politics*, **64**, 3, August, pp. 764-790.
- LORDON F. [2000], « La “création de valeur” comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la “valeur actionnariale” », *L'année de la régulation*, Paris, La Découverte, n°4, pp. 117-165.
- LORIAUX M. (& Alii) [1997], *Capital Ungoverned: Liberalizing Finance in Interventionist States*, Ithaca and London, Cornell University Press.
- LOTHIAN J. R. [2002], « The Internationalization of Money and Finance and the Globalization of Financial Markets », *Journal of International Money and Finance*, **21**, 6, November, pp. 699-724.
- LOVETT W.A. [1984], « The Revolution in U.S. Banking », *Challenge*, **27**, 5, November/December, pp. 41-46.
- LOWN C.S., OSLER C.L., STRAHAN P.E., SUFI A. [2000], « The Changing Landscape of the Financial Services Industry: What Lies Ahead? », *Economic Policy Review*, FRBNY, **6**, 4, October, pp. 39-55.
- LUCAS R.E. [1990], « Why Doesn't Capital Flow From Rich To Poor Countries? », *American Economic Review*, **80**, 2, May, pp. 92-97.
- LUDWIG A., SLØK T. [2002], « The Impacts of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries », *IMF Working Paper*, 02/1, January.
- LUSARDI A. [2003], « The Impact of Financial Education on Savings and Asset Allocation », Michigan Retirement Research Center, *Working Paper*, 2003-061, October, <http://www.mrrc.isr.umich.edu/research/publications/Working_Paper/wp.0306.pdf>.
- LUSARDI A. [2003], « Planning and Saving for Retirement », Dartmouth College, December, <http://www.dartmouth.edu/~alusardi/Lusardi_pdf.pdf>.
- LUSARDI A. [2004], « Saving and the Effectiveness of Financial Education », Dartmouth College, January, <http://www.dartmouth.edu/~alusardi/Financial_Education_2004.pdf>.
- LUSARDI A., SKINNER J., VENTI S. [2001], « Saving Puzzle and Saving Policies in the United States », NBER, *Working Paper*, 8237, April, <www.nber.org/papers/w8237.pdf>.

LUSARDI A., SKINNER J., VENTI S. [2003], « Pension Accounting and Personal Saving », *The CPA Journal*, September, pp. 12-14.

M

MACCIOCCHI M.A. [1974], *Pour Gramsci*, Paris, Éditions du Seuil.

MADARASSY R., CHINN M. [2002], « Free to Flow? New Results on Capital Mobility amongst the Developed Countries », Santa Cruz Center for International Economics, *Working Paper*, 02-20, August, <http://econ.ucsc.edu/grads/madarassy/Free_to_Flow.pdf>.

MADRICK J. [2000], « The Influence of the Financial Media over International Economic Policy », Center for Economic Policy Analysis, *Working Paper*, 2000-14, June, <<http://www.newschool.edu/cepa/papers/archive/cepa0316.pdf>>.

MAKI D.M. [2000], « The Growth of Consumer Credit and the Household Debt Service Burden », BGFRS, *Finance and Economics Discussion Series*, 2000-12, February, <www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200012/200012pap.pdf>.

MAKI D.M., PALUMBO M.G. [2001], « Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Households Saving in the 1990s », BGFRS, *Finance and Economics Discussion Series*, 2001-21, April, <www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200121/200121pap.pdf>.

MAKIN A.J. [2004], « The Current Account, Fiscal Policy, and Medium-Run Income Determination », *Contemporary Economic Policy*, **22**, 3, July, pp. 309-317.

MALKIEL B.G. [2003], « The Efficient Market Hypothesis and Its Critics », *Journal of Economic Perspectives*, **17**, 1, winter, pp. 59-82.

MANN C.L. [1999], *Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?*, Washington D.C., Institute For International Economics.

MANN C.L. [2002], « Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability », *Journal of Economic Perspectives*, **16**, 3, pp. 131-152.

MANN C.L. [2003], « How Long the Strong Dollar? », in: BERGSTEN C.F., WILLIAMSON J. (Eds) [2003], *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, pp. 57-76.

MANN C.L. [2004], « Managing Exchange Rates: Achievement of Global Re-Balancing or Evidence of Global Co-Dependency? », *Business Economics*, **39**, 3, July, pp. 20-29.

MANN C.L. [2004], « The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability », *Review of International Economics*, **12**, 2, pp. 262-276.

MANKIW N.G. [2001], « U.S. Monetary Policy During the 1990s », NBER, *Working Paper*, 8471, September, <<http://www.nber.org/papers/w8471>>.

- MARCUS V. [2003], « Crises des paiements : une perspective historique », in : COHEN D., PORTE R. [2003], *Crise de la dette : prévention et résolution*, Rapport du CAE, n°43, Paris, La Documentation Française, complément D, pp. 103-120.
- MARQUEZ J., ERICSSON N.R. [1993], « Evaluating Forecasts of the U.S. Trade Balance », In: BRYANT R.C., HOOPER P., MANN C.L. (Eds) [1993], *Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics*, Washington D.C., Brookings Institution, pp. 671-732.
- MASSON P.R. [1998], « Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria », *IMF Working Paper*, 98/142, September.
- MATSUYAMA K., KIYOTAKI N., MATSUI A. [1993], « Towards a Theory of International Currency », *Review of Economic Studies*, **60**, 2, April, pp. 283-307.
- MATZNER E. [2000], *Monopolar World Order: On the Socioeconomics of U.S. Dominance*, Szombathely, Savaria University Press.
- MCCALL ROSENBLUTH F. [1989], *Financial Politics in Contemporary Japan*, Ithaca and London, Cornell University Press.
- MCCOMBIE J.S., THIRLWALL A.P. [1994], *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*, New York, St Martin's Press.
- MCLAUGHLIN S. [1995], « The Impact of Interstate Banking and Branching Reform: Evidence from the States », *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY, **1**, 2, May, pp. 1-6.
- MCKENZIE R.B., LEE D. R. [1991], *Quicksilver Capital: How the Rapid Movement of Wealth Has Changed the World*, New York, Free Press.
- MCKINNON R.I. [1993], « The Rules of the Game: International Money on Historical Perspective », *Journal of Economic Literature*, **31**, 1, March, pp. 1-44.
- MCKINNON R.I. [2000], « On the periphery of the international dollar standard: Canada, Latin America, and East Asia », *North American Journal of Economics and Finance*, **11**, 2, December, pp. 105-121.
- MCKINNON R.I. [2000], «The East Asian Dollar Standard, Life after Death? », *Economic Notes*, **29**, 1, February, pp. 31-82.
- MCKINNON R.I. [2001], «After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging », in: STIGLITZ J.E., YUSUF S. (Eds) [2001], *Rethinking the East Asian Miracle*, Washington D.C., World Bank and Oxford University Press, pp. 197-246.
- MCKINNON R.I. [2001], «Euroland and East Asia in a Dollar-Base International Monetary System: Mundell Revisited », in: CALVO G.A., DORNBUSH R., OBSTFELD M. (Eds) [2001], *Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert Mundell*, Cambridge (MA) and London, The MIT Press, pp. 413-429.

- MCKINNON R.I. [2001], «The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 227-239.
- MCKINNON R.I. [2001], «The Problem of the Dollar Encroachment in Emerging Markets », *Journal of Policy Modeling*, **23**, 3, April, pp. 301-319.
- MCKINNON R.I. [2002], « Money and Finance on the Periphery of the International Dollar Standard », *International Journal of Finance and Economics*, **7**, 2, pp. 87-96.
- MCKINNON R.I. [2002], « The Euro versus the Dollar: Resolving a Historical Puzzle », *Journal of Policy Modeling*, **24**, 4, July, pp. 355-359.
- MCKINNON R.I. [2003], « The World Dollar Standard and Globalization: New Rules for the Game? », Stanford University, August, <<http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/Globalization.pdf>>.
- MCKINNON R.I., MONTHIESEN D. [1981], « How to Manage a Repressed Economy », Princeton University, *Essays in International Finance*, 145, December.
- MCKINNON R.I., SCHNABL G. [2004], « The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue », *International Finance*, **7**, 2, July, pp. 169-201.
- MCKINNON R.I., SCHNABL G. [2004], « The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin », *Review of Development Economics*, **8**, 3, August, pp. 331-60.
- MEIGS A.J. [1988], « Dollars and Deficits: Substituting False for Real Problems », *Cato Journal*, **8**, 2, fall, pp. 533-553.
- MEHRLING P. [2001], « Minsky, Modern Finance, and the Case of Long Term Capital Management », in: BELLOFIORE R., FERRI P. (Eds) [2001], *Financial Keynesianism and Market Instability. The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. 1, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar, pp. 147-158.
- MÉLANDRI P., VAÏSSE J. [2001], *L'Empire du Milieu. Les États-Unis et le Monde depuis la fin de la guerre froide*, Paris, Odile Jacob.
- MENDOZA R.U. [2004], « International Reserve-Holding in the Developing World: Self Insurance in a Crisis-Prone Era? », *Emerging Markets Review*, **5**, 1, March, pp. 61-82.
- MERCEREAU B. [2003], « The Role of Stock Markets in Current Accounts Dynamics : Evidence from the United States », *IMF Working Paper*, 03/108, May.
- MERLE Ch. [1990], « L'organisation des bourses américaines », *Revue d'économie financière*, 12-13, pp. 70-91.
- MERTON R.C. [1974], « On the Pricing of Corporate Debt: the Risk Structure of Interest Rates », *Journal of Finance*, **29**, 2, May, pp. 449-470.
- MILESI-FERRETTI G.M., RAZIN A. [1996], « Current Account Sustainability », *Princeton Studies in International Finance*, n°81, October.

- MILLER M. H. [1986], « Financial Innovation: The last Twenty Years and the Next », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **21**, 4, pp. 459-471.
- MILLER M., ZHANG L. [2001], « Sequencing of Capital Account Liberalization: A Challenge to the Washington Consensus », in: DASGUPTA D., UZAN M., WILSON D. (Eds), *Capital Flows without Crisis? Reconciling Capital Mobility and Economic Stability*, London, Routledge.
- MILLERON J.C. [2000], « Quel risque le comportement des ménages fait-il peser sur l'économie nationale ? », Ambassade de France, *Rapport de l'Agence financière*, Washington D.C., AF/00.175/IA, 20 décembre.
- MILNER H. [1989], *Resisting Protectionism: Global Industries and the Politics of International Trade*, Princeton, Princeton University Press.
- MILNER H., KEOHANE R. (Eds) [1996], *Internationalization and Domestic Politics*, Cambridge (UK), Cambridge University Press.
- MINSKY H.P. [1964], « Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions », *American Economic Review*, **54**, 3, May, pp. 324-335.
- MINSKY H.P. [1975], *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press.
- MINSKY H.P. [1982], « Can "It" Happen Again? A Reprise », *Challenge*, **25**, 3, July-August, pp. 5-13.
- MINSKY H.P. [1986], *Stabilizing An Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- MINSKY H.P. [1995], « Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions II », *Journal of Economic Issues*, **29**, 1, March, pp. 83-96.
- MISHKIN F.S. [1999], « Lessons from the Asian Crisis », *Journal of International Money and Finance*, **18**, 4, August, pp. 709-723.
- MISTRAL J. [2003], « Globalisation et architecture financière, une perspective américaine après le 11 septembre », *Revue d'économie financière*, 70, 1-2003, juin, pp. 175-192.
- MISTRAL J., DE BOISSIEU C., LORENZI J.-H. [2003], *Les normes comptables et le monde post-Enron*, Rapport du CAE, n°42, Paris, La Documentation française.
- MISTRAL J., SALZMANN B. [2004], « Un dollar fort ? C'est bon pour l'Amérique. Un dollar faible ? C'est mauvais pour l'Europe », in : CHEVALIER J.M., MISTRAL J. (Dir) [2004], *La raison du plus fort. Les paradoxes de l'économie américaine*, Paris, Robert Laffont, pp. 163-190.
- MODIGLIANI F., BRUMBERG R. [1954], « Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data », in: KURIHARA K. K. (Ed) [1954]: *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, Rutgers University Press, pp. 388-436.
- MOFFITT M. [1983], *The World's Money: International Banking, from Bretton Woods to the Brink of Insolvency*, New York, Simon and Schuster.
- MOHATAREM G.M. [2003], « Impact of the Strong Dollar on the US Auto Industry », in: BERGSTEN C.F., WILLIAMSON J. (Eds) [2003], *Dollar Overvaluation*

- and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, pp. 135-143.
- MORAN M. [1991], *The Politics of the Financial Services Revolution: The USA, UK and Japan*, New York, St. Martin's Press.
- MORAN M. [1994], « The State and the Financial Services Revolution: A Comparative Analysis », *West European Politics*, **17**, 3, July, pp. 158-177.
- MOSLEY L. [2000], « Room to Move: International Financial Markets and National Welfare States », *International Organization*, **54**, 4, autumn, pp. 737-773.
- MOSLEY L. [2003], *Global Capital and National Governments*, Cambridge (UK), Cambridge University Press.
- MUNDELL R. A. [1960], « The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Quarterly Journal of Economics*, **74**, 2, May, pp. 227-257.
- MUNDELL R. A. [1961], « The International Disequilibrium System », *Kyklos*, **14**, 2, pp. 154-172.
- MUNDELL R. A. [1961], « Flexible Exchange Rate and Employment Policy », *Canadian Journal of Economics and Political Science*, **27**, 4, November, pp. 509-517.
- MUNDELL R. A. [1963], « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Canadian Journal of Economics and Political Science*, **29**, 4, November, pp. 475-485.
- MUNDELL R. A. [1968], *International Economics*, New York, Macmillan.
- MUNDELL R. A. [2000], « A Reconsideration of the Twentieth Century », *American Economic Review*, **90**, 3, June, pp. 327-340.
- MURPHY R. G. [1984], « Capital Mobility and the Relationship between Saving and Investment Rates in OECD Countries », *Journal of International Money and Finance*, **3**, 3, December, pp. 327-342.

N

- NAGEL S. S. (Ed) [2000], *Handbook of Global International Policy*, New York, Dekker.
- NASICA É. [2000], *Finance, Investment and Economic Fluctuations. An Analysis in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Cheltenham (UK), Northampton (US), Edward Elgar.
- NELSON W.R., OWEN A.L. [1997], « Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1996 », *Federal Reserve Bulletin*, **84**, 6, June, pp. 465-489.
- NESVETAILOVA A. [2002], « Asian Tigers, Russian Bear and International Vets ? An Excursion in the 1997-98 Financial Crises », *Competition and Change*, **6**, 3, pp. 251-267.
- NEVILE A. [1997], « Financial Deregulation in Japan », *Australian Journal of Political Science*, **32**, 3, November, pp. 369-382.

- NGO N-N [2004], « Le cycle chinois: entre surchauffe et surcapacités », *Conjoncture*, avril-mai, pp. 23-40.
- NGUYEN THE V. [2003], « Bâle II : quelles conséquences économiques ? », *Conjoncture*, Décembre, pp. 2-15.
- NICKELL P., PERRAUDIN W., VAROTTO S. [2000], « Stability of Rating Transitions », *Journal of Banking & Finance*, **24**, 1-2, January, pp. 203-228.
- NIKKINEN J., SAHLSTRÖM P. [2004], « Scheduled Domestic and US Macroeconomic News and Stock Valuation in Europe », *Journal of Multinational Financial Management*, **14**, 3, July, pp. 201-215.
- NISSANKE M., STEIN H. [2003], « Financial Globalization and Economic Development: Toward an Institutional Foundation », *Eastern Economic Journal*, **29**, 2, spring, pp. 287-308.
- NORDHAUS W.D. [1975], « The Political Business Cycle », *Review of Economic Studies*, **42**, 130, April, pp. 169-90.
- NORDHAUS W.D. [1995], « How Should We Measure Sustainable Income? », Yale University, *Cowles Foundation Discussion Paper*, n°1101, April, pp. 1-32, < <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11a/d1101.pdf> >.
- NORDLINGER E.A. [1981], *On the Autonomy of the Democratic State*, Cambridge, Harvard University Press.
- NORTH D. [1990], « A Transactions Cost Theory of Politics », *Journal of Theoretical Politics*, **2**, November, pp. 355-367.
- NOUY D. [2003], « L'économie du nouveau dispositif et les conséquences de la nouvelle réglementation », *Revue d'économie financière*, **73**, 4-2003, pp. 97-120.
- NYAHOHO E. [2002], *Finances internationales : théorie, politique et pratique*, 2^{ème} édition, Sainte-Foy, Presses de l'Université du Québec.
- NYE J. [1990], *Bound to Lead: the changing Nature of American Power*, New York, Basic Books.
- NYE J. [1990], « The Changing Nature of World Power », *Political Science Quarterly*, **105**, 2, summer, pp. 177-192.

O

- OATLEY T. [1999], « How Constraining is Capital Mobility? The Partisan Hypothesis in an Open Economy », *American Journal of Political Science*, **43**, 4, October, pp. 1003-1027.
- O'BRIEN R. [1992], *Global Financial Integration: The End of Geography*, London, Pinter.
- OBSTFELD M. [1986], « Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, **24**, pp. 55-103.
- OBSTFELD M. [1994], « Risk-Taking, Global Diversification, and Growth », *American Economic Review*, **84**, 5, December, pp. 1310-1329.

- OBSTFELD M. [1994], « The Logic of Currency Crises », *Cahiers Économiques et monétaires*, Banque de France, 43, pp. 189-213.
- OBSTFELD M. [1995], « International Capital Mobility in the 1990s », in: KENEN P. B. (Ed) [1995], *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton, Princeton University Press, pp. 201-261.
- OBSTFELD M. [1996], « Are Currency Crises Self-Fulfilling? Comment », in : BERNANKE B.S., ROTEMBERG J.J. (Eds) [1996], *NBER/Macroeconomics Annual*, 11, Cambridge and London, MIT Press, pp. 393-403.
- OBSTFELD M. [1998], « The Global Capital Market: Benefactor or Menace? », *Journal of Economic Perspectives*, 12, 4, autumn, pp. 9-30.
- OBSTFELD M., ROGOFF K. [1995], « The Intertemporal Approach to the Current Account », in: GROSSMAN G.M., ROGOFF K. (Eds) [1995], *Handbook of International Economics*, vol. III, chap. 34, Amsterdam, Elsevier Science Publishers B.V., pp. 1731-1799.
- OBSTFELD M., ROGOFF K. [2004], « The Unsustainable US Current Account Position Revisited », *Prepared for the July 12-13, 2004 NBER Conference on "G-7 Current Account Imbalances : Sustainability and Adjustment"*, July 11, <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/ca_v2.pdf>.
- OBSTFELD M., TAYLOR A. M. [2003], « Globalization and Capital Markets », in: BORDO M. D., TAYLOR A. M., WILLIAMSON J. G. (Dir) [2003], *Globalization in Historical Perspective*, Chicago, The University of Chicago Press, pp. 121-183.
- OBSTFELD M., TAYLOR A. M. [2003], « Sovereign Risk, Credibility and the Gold Standard: 1870-1913 versus 1925-31 », *Economic Journal*, 113, 487, April, pp. 241-275.
- ODELL J. S. [1989], « From London to Bretton Woods: Sources of Change in Bargaining Strategies and Outcomes », *Journal of Public Policy*, 8, 3-4, pp. 287-315.
- ODELL J. S. [2002], « Bounded Rationality and the World Political Economy », in: ANDREWS D. M., HENNING C. R., PAULY L. W. (Eds) [2002], *Governing the World's Money*, Ithaca and London, Cornell University Press, pp. 168-193.
- ODEN M. [1999], « The Costs of U.S. Hegemony : Military Power, Military Spending, and U.S. Trade Performance », *Review of Radical Political Economics*, 31, 4, pp. 32-60.
- OFFICE OF MANAGEMENT AND BUDGET [2004], *Historical Tables – Fiscal Year 2005*, Washington D.C., <<http://www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2005/pdf/hist.pdf>>.
- O'HARA P.A. [2002], « A New Financial Social Structure of Accumulation in the United States for Long Wave Upswing? », *Review of Radical Political Economics*, 34, 3, summer, pp. 295-301.
- OLIVEI G.P. [2000], « The Role of Savings and Investment in Balancing the Current Account: Some Empirical Evidence from the United States », *New England*

- Economic Review*, July/August, pp. 1-14, < <http://www.bos.frb.org/economic/neer/neer2000/neer400a.pdf>>.
- OLSON M. [1965], *The Logic of Collective Action*, Cambridge (MA), Harvard University Press.
- OLSON M. [1982], *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities*, New Haven, Yale University Press.
- OLSON M., ZECKHAUSER R. [1966], « An Economic Theory of Alliances », *Review of Economics and Statistics*, **48**, 3, pp. 266-279.
- ORANGE M. [2005], « Quand la bourse ne finance plus les entreprises », *Le Monde*, 1^{er} février.
- ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE [1991], *Etudes économiques de l'OCDE- États-Unis, 1990-1991*, Paris, OCDE, novembre.
- ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE [1992], *Etudes économiques de l'OCDE- États-Unis, 1991-1992*, Paris, OCDE, novembre.
- ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE [1997], *Etudes économiques de l'OCDE- États-Unis*, Paris, OCDE, novembre.
- ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE [2000], *Etudes économiques de l'OCDE- États-Unis*, Paris, OCDE, avril.
- ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE [2000], *Perspectives économiques de l'OCDE*, Paris, OCDE, 67, juin.
- ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE [2001], *Dette de l'administration centrale, 1980-2000*, Annuaire statistique, Paris, OCDE.
- ORLÉAN A. [1999], *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

P

- PALAN R.P. (Ed) [2000], *Global Political Economy. Contemporary Theories*, London and New York, Routledge.
- PALAN R.P., GILLS B. (Eds) [1994], *Transcending the State-Global Divide: A Neostructuralist Agenda in International Relations*, Boulder and London, Lynne Rienner Publisher.
- PAPADIMITRIOU D.B. (& Alii) [2004], « Is Deficit-Financed Growth Limited? Policies and Prospects in an Election Year », Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*, April 07.
- PAPADIMITRIOU D.B., WRAY L.R. [1998], « The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform », *Review of Political Economy*, **10**, 2, pp. 199-225.

- PAPAIIOANNOU S., KEI-MY Y. [2001], « The Effects of a Booming Economy on the US Trade Deficit », *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY, **7**, 2, February.
- PARKER J.A. [1999], « Spendthrift America? On Two Decades of Decline in the U.S. Saving Rate », *NBER/Macroeconomics Annual*, **14**, 2, pp. 317-370.
- PATTILLO C., POIRSON H., RICCI L. [2002], « External Debt and Growth », *IMF Working Paper*, 02/69, January.
- PATTILLO C., POIRSON H., RICCI L. [2004], « What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth? », *IMF Working Paper*, 04/15, January.
- PAULY L.W. [1990], « Institutionalizing a Stalemate: National Financial Policies and the International Debt Crisis », *Journal of Public Policy*, **10**, 1, January-march, pp.23-43.
- PAULY L.W. [1995], « Capital Mobility, State Autonomy and Political Legitimacy. (Transcending National Boundaries) », *Journal of International Affairs*, **48**, 2, winter, pp. 369-388.
- PAULY L.W. [1997], *Who Elected the Bankers: Surveillance and Control in the World Economy*, Ithaca and London, Cornell University Press.
- PERROUX F. [1961], *L'économie du XX^e siècle*, Paris, Presses Universitaires de France.
- PERROUX F. [1987], « L'Amérique et les responsabilités d'une Économie Internationalement Dominante », conférence prononcée le 26 mai 1947 à la demande de l'association des anciens élèves du C.P.A., *Bulletin du C.P.A.*, 5, décembre. Repris dans: *Économie Appliquée*, **15**, 2, 1987, pp. 335-350.
- PERSSE T. [2001], « Nobel Prize Background Survey », in: CALVO G.A., DORNBUSH R., OBSTFELD M. (Eds) [2001], *Money, Capital Mobility, and Trade: Essays in Honor of Robert Mundell*, Cambridge (MA) and London, The MIT Press, pp. xi-xxii.
- PESENTI P., TILLE C. [2000], « The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction », *Economic Policy Review*, FRBNY, **6**, 3, September, pp. 3-16.
- PETERSON P.G. [2004], *Running on Empty: How the Democratic and Republican Parties Are Bankrupting Our Future and What Americans Can Do About It*, New York, Farrar, Straus and Giroux.
- PHYLAKTIS K., RAVAZZOLO F. [2002], « Measuring Financial and Economic Integration with Equity Prices in Emerging Markets », *Journal of International Money and Finance*, **21**, 6, November, pp. 879-903.
- PIKETTY T., SAEZ E. [2003], « Income Inequality in the United States, 1913-1998 », *Quarterly Journal of Economics*, **68**, 1, February.
- PLENDER J. [1986], « London's Big Bang in International Context », *International Affairs*, **63**, 1, winter, pp. 39-49.

- PLIHON D. [1999], « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale », *Cahiers français*, 289, mai-juin, pp. 33-41.
- PLIHON D. [2000], « L'économie de fonds propres : un nouveau régime d'accumulation financière », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La Découverte et Syros, pp 17-37.
- PLIHON D. [2003], *Le nouveau capitalisme*, Paris, La Découverte, coll. Repères.
- PLIHON D. [2004], « Les grandes entreprises fragilisées par la finance », in : CHESNAIS F. (Dir) [2004], *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Paris, La Découverte, pp. 125-145.
- PLIHON D. (Dir.) [2002], *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Rapport du Commissariat Général au Plan, Paris, La Documentation française.
- PLIHON D. (Dir.) [2004], *Les désordres de la finance. Crises boursières, corruption, mondialisation*, Paris, Encyclopaedia Universalis.
- POLANYI K. [1983], *La grande transformation : aux origines politiques et économiques de notre temps*, traduit de l'anglais par C. Malamoud et M. Angeno, Paris, Gallimard.
- POLLARD P.S. [2001], « The Creation of the Euro and the Role of the Dollar in International Markets », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, **83**, 5, pp. 17-36.
- POLLIN R. [2000], « Globalization, Inequality and Financial Instability: Confronting the Marx, Keynes and Polanyi Problems in Advanced Capitalist Economies », Political Economy Research Institute, *Working Paper*, 8, <<http://www.umass.edu/peri>>.
- PORTER R. D., JUDSON R. A. [1996], « The Location of U.S. Currency: How Much Is Abroad? », *Federal Reserve Bulletin*, **82**, 10, October, pp. 883-903.
- PORTER T. [1993], *States, Regimes, and Global Finance*, New York, St Martin's Press.
- POSEN A.S. [2004], « Avoiding a Currency War. How a New "Dual-Key" Exchange Rate System Could Help the United States, Japan, the Eurozone -and China- Find a Way Out », *International Economy*, **18**, 3, summer pp.10-13 et p. 86.
- POTERBA J.M. [2000], « Stock Market Wealth and Consumption », *Journal of Economic Perspectives*, **14**, 2, Spring, pp. 99-118.
- PRASAD E. (& Alii) [2003], « Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence », *IMF Occasional Paper*, n°220, September.
- PREEG E.H. [2003], « Exchange Rate Manipulation to Gain an Unfair Competitive Advantage: The Case Against Japan and China », in: BERGSTEN C.F., WILLIAMSON J. (Eds) [2003], *Dollar Overvaluation and the World Economy*, Washington D.C., Institute for International Economics, pp. 267-284.

- PRINGLE R. [1992], « Financial Markets versus Governments », in: BANURI T., SCHOR J. B. (Eds) [1992], *Financial Openness and National Autonomy: Opportunities and Constraints*, Oxford, Clarendon Press, pp. 89-109.
- PRYOR F.L. [2003], « Demographic Effects on Personal Saving in the Future », *Southern Economic Journal*, **69**, 3, pp. 541-559.
- PUJAL A. [2003], « De Cooke à Bâle II », *Revue d'économie financière*, 73, 4-2003, pp. 65-76.
- PUTMAN R.D. [1988], « Diplomacy and Domestic Politics: the Logic of Two-Level Games », *International Organization*, **42**, 3, summer, pp. 427-460

Q

- QUINLAND J., CHANDLER M. [2001], « The U.S. Trade Deficit: A Dangerous Obsession », *Foreign Affairs*, **80**, 3, May/June, pp. 87-97.
- QUINN D.P. [1997], « The Correlates of Change in International Financial Regulation », *American Political Science Review*, **91**, 3, September, pp. 531-551.
- QUINN D.P. [2003], « Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890-1999: A Synoptic View », *International Journal of Finance and Economics*, **8**, 3, July, pp. 189-204.
- QUINN D.P., INCLAN C. [1997], « The Origins of Financial Openness: A Study of Current and Capital Account Liberalization », *American Journal of Political Science*, **41**, 3, July, pp. 771-813.
- QUINN D.P., INCLAN C., TOYODA A. M. [2001], « How and Where Capital Account Liberalization Leads to Economic Growth », Georgetown University, August, <<http://www.msb.edu/faculty/quinnd/papers/apsa2001qit.pdf>>.
- QUINN D.P., SHAPIRO R. Y. [1991], « Economic Growth Strategies: the Effects of Ideological Partisanship on Interest Rates and Business Taxation », *American Journal of Political Science*, **35**, 3, august, pp. 656-685.
- QUINN D.P., TOYODA A. M. [2003], « Anti-Capitalist Sentiment as a Determinant of International Financial Liberalization », *Prepared for Presentation at the International Diffusion of Democracy and Markets Conference*, UCLA International Institute, March 7-8, <<http://www.wcfia.harvard.edu/conferences/internationaldiffusion/Papers/ToyodaQuinn.pdf>>.

R

- RAJAN R.G., ZINGALES L. [2003], *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*, New York, Crown Business.
- RAJAN R.G., ZINGALES L. [2003], « Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century », *Journal of Financial Economics*, **69**, 1, July, pp. 5-51.

- RAMCHAND L., SUSMEL R. [1998], « Volatility and Cross Correlation Across Major Stock Markets », *Journal of Empirical Finance*, **5**, 4, October, pp. 397-416.
- RÉGNIER J. [1988], *Les Nouveaux Produits Financiers*, Paris, La Découverte, coll. Repères.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S. [2003], « Parts I and II. Background Material to a Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation », mimeo, International Monetary Fund, Washington (DC), <<http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/reinhart.htm>>.
- REINHART C.M., ROGOFF K.S. [2004], « The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation », *Quarterly Journal of Economics*, **119**, 1, February, pp. 1-48.
- REINHART C.M., TOKATLIDIS I. [2003], « Financial Liberalization: The African Experience », *Journal of African Economies*, Supplement 2, **12**, 0, October, pp. 53-88.
- RESTI A. [2002], « The New Basel Capital Accord: Structure, Possible Changes and Micro- and Macroeconomic Effects », *CEPS Research Report*, n°30, September.
- REUTER P., TRUMAN E.M. [2004], *Chasing Dirty Money: The Fight Against Money Laundering*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- RHOADES S.A. [2000], « Bank Mergers and Banking Structure in the United States, 1980-1998 », BGFRS, *Staff Study*, 174, August.
- RIEFF D. [1999], « A Second American Century? The Paradoxes of Power », *World Policy Journal*, **16**, 4, winter, pp. 7-15.
- RIGOBON R., SACK B. [2003], « Measuring the Reaction of the Monetary Policy to the Stock Market », *Quarterly Journal of Economics*, **118**, 2, May, pp. 639-670.
- RIOUX J.F., KEENES E., LÉGARÉ G. [1988], “ “Le néo-réalisme ou la reformulation du paradigme hégémonique en Relations internationales ” », *Études Internationales*, **19**, 1, mars, pp. 57-80.
- RIOUX M. [2003], « A la rescousse du capitalisme américain : la loi Sarbanes-Oxley », Observatoire des Amériques, *Chronique des Amériques*, janvier, <http://www.ceim.uqam.ca/Obs_Amer/pdf/Chro_ALENA1.pdf>.
- RODRIK D. [1997], *Has Globalization Gone too Far?*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- RODRIK D. [1998], « La Mondialisation : leçon du passé », *Politique Étrangère*, 3/98, automne, pp. 570-585.
- RODRIK D. [1998], « Who Needs Capital-Account Convertibility ? », in : FISHER S. (& Alii) [1998], *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Princeton, Princeton University Press, pp. 55-65.
- RODRIK D. [1998], « Why Do More Open Economies Have Bigger Governments? », *Journal of Political Economy*, **106**, 5, October, pp. 997-1032.

- RODRIK D.[2000], « How Far Will International Economic Integration Go ? », *Journal of Economic Perspectives*, **14**, 1, winter, pp. 177-186.
- ROGOFF K. [1999], « International Institutions for Reducing Global Financial Instability », *Journal of Economic Perspectives*, **13**, 4, Fall, pp. 21-42.
- ROGOFF K. [2004], « U.S. Imbalances and the Euro's Outlook », *Cato Journal*, **24**, 1-2, Spring/Summer, pp. 41-43.
- ROGOFF K. [2005], « L'appréciation lilliputienne du yuan sera loin de suffire », *Les Echos*, n°19476, 12 Août, p. 10.
- ROGOWSKI R. [1989], *Commerce and Coalitions: How Trade Affects Domestic Political Alignments*, Princeton, Princeton University Press.
- ROGOWSKI R. [1998], « "Globalization" and Convergence: Getting the Theory and the Evidence Right », *Duke University Workshop on Globalization*, Durham, 18-20 September, <<http://www.sscnet.ucla.edu/soc/groups/scr/global.htm>>.
- ROGOWSKI R. [2000], « Globalization and Convergence: Implications of Tiebout Models for a World of Mobil Factors », *2000 Annual Meeting of the American Political Science Association*, Washington D.C., August 31 – September 3, <www.wcfia.harvard.edu/seminars/pegroup/rogowski.pdf>.
- ROMER D. [1993], « Openness and Inflation : Theory and Evidence », *Quarterly Journal of Economics*, **108**, 4, November, pp. 869-903.
- ROSANVALLON P. [1981], *La crise de l'Etat providence*, Paris, Seuil.
- ROSANVALLON P. [1995], *La nouvelle question sociale. Repenser l'Etat Providence*, Paris, Seuil.
- ROSE A. K. [2000], « A Review of Some of the Economic Contributions of Robert A. Mundell, Winner of the 1999 Nobel Memorial Prize in Economics », *Scandinavian Journal of Economics*, **102**, 2, pp. 211-222.
- ROSECRANCE R., TAW J. [1990], « Japan and the Theory of International Leadership », *World Politics*, **42**, 2, pp. 184-209.
- ROTURIER P., SERFATI C. [2002], « ENRON, la "communauté" et le capital financier », *Revue de l'IRES*, 40, 2002/3, <<http://www.ires-fr.org/files/publicat/revue/r40/r40serfati.pdf>>.
- ROUBINI N., SETSER B. [2004], *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- ROUBINI N., SETSER B. [2004], « The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances », New York University, Stern School of Business, September, <<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>>.
- ROUBINI N., SETSER B. [2005], « Will the Bretton Woods II Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006 », *Symposium on the Revived Bretton Woods System*:

- A New Paradigm for Asian Development?*, San Francisco, February 4th, <<http://www.sf.frb.org/economics/conferences/0502/Roubini.pdf>>.
- ROUSSEAU P. R. [2002], « Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth », NBER, *Working Paper*, 9333, November, <<http://www.nber.org/papers/w9333>>.
- RUBIN R.E. [1998], *Address on the Asian Financial Situation*, Georgetown University, January 21.
- RUBIN R.E. [1998], *Strengthening the Architecture of the International Financial System*, April 14.
- RUBIN R.E., ORSZAG P.R., SINAI A. [2004], « Sustained Budget Deficits: Longer-Run U.S. Economic Performance and the Risk of Financial and Fiscal Disarray », *Paper Presented at the AEA-NAEFA Joint Session, Allied Social Science Associations Annual Meetings*, San Diego, January 4, <www.brook.edu/dybdocroot/views/papers/orszag/20040105.pdf>
- RUGGIE J. G. [1983], « International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Post-war Economic Order », in: KRASNER S. D. (Ed) [1983], *International Regimes*, Ithaca and London, Cornell University Press, pp. 195-231.
- RUGGIE J. G. [1997], « Globalization and the Embedded Liberalism Compromise: the End of an Era? », Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung, *MPIfG Working Paper*, 97/1, January, <<http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/pu/workpap/wp97-1/wp97-1.html>>.

S

- SAIDENBERG M., SCHUERMANN T. [2003], « The New Basel Capital Accord and Questions for Research », Wharton Financial Institution Center, *Working Paper*, 03-14, May, <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/03/0314.pdf>>.
- SALAMA P. [2000], « Amérique Latine et Asie : une même logique de crise, mais des responsabilités nationales spécifiques », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La Découverte et Syros, pp 140-156.
- SALZMANN B. [2002], « L'ampleur du déficit des paiements courants américains et la dégradation des modalités de son financement pèsent sur le dollar », Ambassade de France, 10 juin.
- SANTOR E. [2003], « Banking Crisis and Contagion : Empirical Evidence », Bank of Canada, *Working Paper*, 2003-1, February, <<http://www.bank-banque-canada.ca/publications/working.papers/2003/wp03-1.pdf>>.
- SATO K. [2003], « Currency Invoicing in Japanese Exports to Easy Asia: Implications for Yen Internationalization », *Asian Economic Journal*, **17**, 2, pp. 129-154.
- SAU L. [2003], « Banking, Information, and Financial Instability in Asia », *Journal of Post Keynesian Economics*, **25**, 3, Spring, pp. 493-513.
- SAUNDERS A., WHITE L. J. (Eds) [1986], *Technology and the Regulation of Financial Markets: Securities, Futures and Banking*, Lexington, Lexington Books.

- SAUVIAT C., PERNOT J.M. [2000], « Fonds de pensions et épargne salariale aux États-Unis: les limites du pouvoir syndical », *L'Année de la régulation*, **4**, pp. 90-113.
- SAUVIAT C. [2004], « Les fonds de pensions et les fonds mutuels :acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial », in : CHESNAIS F. (Dir) [2004], *La finance mondialisée. Racines sociales et politiques, configuration, conséquences*, Paris, La Découverte, pp. 99-124.
- SBRACIA M., ZAGHINI A. [2003], « The Role of the Banking System in the International Transmission of Shocks », *World Economy*, **26**, 5, May, pp. 727-754.
- SCHABERG M. [1999], *Globalization and the Erosion of National Financial Systems: Is Declining Autonomy Inevitable?*, Cheltenham (UK) et Northampton (US), Edward Elgar.
- SCHEVE K. F., SLAUGTHER M. J. [2001], *Globalization and the Perceptions of American Workers*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- SCHINASI G.J. [2004], « Defining Financial Stability », *IMF Working Paper*, 04/187, October.
- SCHONHARDT-BAILEY C. [1991], « Specific Factors, Capital Markets, Portfolio Diversification, and Free Trade: Domestic Determinants of the Repeal of the Corn Laws », *World Politics*, **43**, 4, July, pp. 545-567.
- SCHROEDER S.K. [2002], « A Minskian Analysis of Financial Crisis in Developing Countries », Center for Economic Policy Analysis, *Working Paper*, 2002-09, August, <<http://www.newschool.edu/cepa/publications/workingpapers/archive/cepa200209.pdf>>.
- SCHUBERT E. S. [1988], « Innovations, Debts, and Bubbles: International Integration of Financial Markets in Western Europe, 1688-1720 », *Journal of Economic History*, **48**, 2, June, pp. 299-306.
- SCHULMEISTER S. [2000], « Globalization Without Global Money: the Double Role of the Dollar as National Currency and International Currency », *Journal of Post Keynesian Economics*, **22**, 3, spring, pp. 365-395.
- SCHUMPETER J.A. [1999], *Théorie de l'évolution économique: recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, Paris, Dalloz, Nouvelle édition, traduit de l'allemand par Jean-Jacques Anstett.
- SCHWARTZ A. J. [1996], « US Foreign Exchange Market Intervention Since 1962 », *Scottish Journal of Political Economy*, **43**, 4, September, pp. 379-398.
- SCHWARTZ H. [2003], « Hobson's Voice: American Internationalism, Asian Development, and Global Macroeconomic Imbalances », *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 2002-03, **25**, 2, pp. 331-351.
- SEABROOKE L. [2001], *U.S. Power in International Finance: The Victory of Dividends*, Houndmills et New York, Palgrave.
- SEABROOKE L. [2002], « Bringing Legitimacy Back in to Neo-Weberian State Theory and International Relations », Australian National University, Department of International Relations, *Working Paper*, 2002/6, September, <<http://rspas.anu.edu.au/ir/working%20papers/02-6.pdf>>

- SEABROOKE L. [2004], « *Rentier Shifts, Legitimacy, and the Social Sources of International Financial Hegemonies* », Australian National University, Department of International Relations, *Working Paper*, 2004/2, September, <<http://rspas.anu.edu.au/ir/working%20papers/04-2.pdf>>.
- SEATER J.J. [1993], « Ricardian Equivalence », *Journal of Economic Literature*, **31**, 1, March, pp. 142-190.
- SERFATI C. [2000], « La domination du capital financier : quelles conséquences ? », in : CHESNAIS F. (Dir) [2000], *Les pièges de la finance mondiale : Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, Paris, La Découverte et Syros, pp 60-77.
- SGARD J. [2003], « Faillite souveraine, négociation privée et Nouvelle Architecture Financière Internationale », in : CEPII [2003], *L'économie mondiale 2004*, Paris, La Découverte.
- SHAIKH A.M., ZEZZA G., DOS SANTOS C.H. [2003], « Is International Growth the Way Out of U.S. Current Account Deficits? A Note of Caution », Levy Economics Institute of Bard College, *Policy Note*, 2003/6, pp. 1-12.
- SHENG H.C., TU A.H. [2000], « A Study of Cointegration and Variance Decomposition Among National Equity Indices Before and During the Period of the Asian Financial Crisis », *Journal of Multinational Financial Management*, **10**, 3-4, December, pp. 345-365.
- SHEPHERD M. [1994], « U.S. Domestic Interest and the Latin American Debt Crisis », in: STUBBS R., UNDERHILL G.R.D. (Eds) [1994], *Political Economy and the Changing Global Order*, New York, St Martin's Press, pp. 302-312.
- SHILLER R.J. [2000], *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- SHILLER R.J. [2003], *The New Financial Order. Risk in the 21st Century*, Princeton and Oxford, Princeton University Press.
- SIMMONS B. A. [1999], « The Internationalization of Capital », in: KITSCHOLT H. (& Alii) (Eds) [1999], *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*, Cambridge (UK) and New York, Cambridge University Press, pp. 36-69.
- SIMMONS B. A. [2000], « International Law and State Behavior: Commitment and Compliance in International Monetary Affairs », *American Political Science Review*, **94**, 4, December, pp. 819-835.
- SIMMONS B. A., ELKINS Z. [2003], « Globalization and Policy Diffusion: Explaining Three Decades of Liberalization », in: KAHLER M., LAKE D. A. (Eds) [2003], *Governance in a Global Economy: Political Authority in Transition*, Princeton, Princeton University Press, pp. 275-302.
- SIMON H. [1982], *Models of Bounded Rationality*, Cambridge (MA), MIT Press.
- SIROËN J.M. [1992], « Le nationalisme dans les relations économiques internationales », *Revue Française d'Économie*, **7**, 1, hiver, pp. 3-25.
- SKALABAN A. [1993], « Policy Cooperation Among the States: The Case of Interstate Banking Reform », *American Journal of Political Science*, **37**, 2, May, pp. 415-428.

- SKALABAN A. [1996], « State Governance and Financial Market Integration: The Politics and Consequences of Interstate Banking Deregulation », *Publius*, **26**, 1, winter, pp. 11-25.
- SKOCPOL T. [1985], « Bringing the State Back In : Strategies of Analysis In Current Research », in: EVANS P.B, RUESCHMEYER D., SKOCPOL T. [1985], *Bringing the State Back In*, Cambridge (MA), Cambridge University Press.
- SMITH J.P. [2001], « Why is Wealth Inequality Rising? », in: WELCH F. (Ed) [2001], *The Causes and Consequences of Increasing Inequality*, Chicago and London, University of Chicago Press, pp. 83-115.
- SMITH C.W., WILFORD D. S., SMITHSON C. W. [1989], *Managing Financial Risk*, New York, Harper Business.
- SNIDAL D. [1985], « The Limits of Hegemonic Stability Theory », *International Organization*, **39**, 4, pp. 579-614.
- SOBEL A. C. [1994], *Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets*, Ann Arbor, The University of Michigan Press.
- SOEDERBERG S. [2002], « On the contradictions of the New International Financial Architecture: Another Procrustean Bed for Emerging Markets? », *Third World Quarterly*, **23**, 4, pp 607–620.
- SOEDERBERG S. [2002], « A Historical Materialist Account of The Chilean Capital Control: Prototype Policy for Whom? », *Review of International Political Economy*, **9**, 3, August, pp. 490–512.
- SOEDERBERG S. [2004], « Unravelling Washington's Judgement Calls: The Cases of the Malaysian and Chilean Capital Controls », *Antipode*, **36**, 1, January, pp. 43-65.
- SOLOMON R. [1999], *Money on the Move: the Revolution in International Finance since 1980*, Princeton, Princeton University Press.
- SOROS G. [1998], *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered*, New York, PublicAffairs.
- SPERO J.E. [1980], *The Failure of the Franklin National Bank: Challenge to the International Banking System*, New York, Columbia University Press.
- SPIRO D.E. [1999], *The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar Recycling and International Markets*, Ithaca and London, Cornell University Press.
- STEIN A.A [1984], « The Hegemon's Dilemma: Great Brittan, The United States, and the International Economic Order », *International Organization*, **38**, 2, pp. 355-386.
- STEPCZYNSKI M. [2003], *Dollar: actualité et avenir de la monnaie impériale*, Paris, Favre.
- STIGLER G. J. [1975], *The Citizen and the State: Essays on Regulation*, Chicago, University of Chicago Press.

- STIGLITZ J.E. [1998], « IFI's and the Provision of International Public Goods », *Cahier de la BEI*, **3**, 2, pp. 116-133.
- STIGLITZ J.E. [2002], *La grande désillusion*, Paris, Fayard, traduit de l'anglais par Paul Chemla.
- STIGLITZ J.E., YUSUF S. (Eds) [2001], *Rethinking the East Asian Miracle*, Washington D.C., World Bank and Oxford University Press.
- STONE M.R., WEEKS M. [2001], « Systemic Financial Crises, Balance Sheets, and Model Uncertainty », *IMF Working Paper*, 01/162, October.
- STORY J. [2003], « Reform of the International Financial Architecture: What Has Been Written ? », in: UNDERHILL G.R.D., ZHANG X. (Dir) [2003], *International Financial Governance Under Stress: Global Structures Versus National Imperatives*, Cambridge (UK), Cambridge University Press, pp. 21-40.
- STRAHAN P. E. [2002], « The Real Effect of U.S. Banking Deregulation », Wharton Financial Institutions Center, *Working Paper*, 02-39, September, <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/02/0239.pdf>>.
- STRANGE S. [1970/71], « The Politics of International Currencies in World Politics », *International Organization*, **23**, 2, fall, pp. 215-231.
- STRANGE S. [1987], « The Persistent Myth of Lost Hegemony », *International Organization*, **41**, 4, autumn, pp. 551-574.
- STRANGE S. [1994], *States and Markets*, London and New York, Printer, Second Edition.
- STRANGE S. [1994], « From Bretton Woods to Casino Economy », in: CORBRIDGE S., MARTIN R., THRIFT N. (Eds) [1994], *Money, Power and Space*, Oxford, Blackwell, p. 58.
- STRANGE S. [1996], *The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy*, New York, Cambridge University Press.
- STRANGE S. [1998], « International Political Economy : beyond Economics and International Relations », *Economies et Sociétés*, série P, 34, 4/1998, pp 3-24.
- STUBBS R., UNDERHILL G.R.D. (Eds) [1994], *Political Economy and the Changing Global Order*, New York, St Martin's Press.
- STULZ R. N. [1999], « Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital », NBER, *Working Paper*, March, <<http://www.nber.org/papers/w7021>>.
- SUMMERS L.H. [2004], « The United States and the Global Adjustment Process », *Third Annual Stavros S. Niarchos Lecture*, Institute for International Economics, Washington D.C., March 23, <www.iie.com/publications/papers/summers0304.htm>.
- SWANK D. [1998], « Funding the Welfare State: Globalization and the Taxation of Business in Advanced Market Economies », *Political Studies*, **46**, 4, pp. 671-692.

T

- TAI C.S. [2004], « Can Bank Be a Source of Contagion During the 1997 Asian Crisis? », *Journal of Banking & Finance*, **28**, 2, February, pp. 399-421.
- TAMIRISA N.T. [2004], « Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia », *IMF Working Paper*, 04/3, January.
- TASK GROUP ON THE REGULATION OF FINANCIAL SERVICES [1984], *Blueprint for Reform*, U.S. Government Printing Office, Washington D.C.
- TESAR L.L. [1991], « Savings, Investment and International Capital Flows », *Journal of International Economics*, **31**, 1-2, August, pp. 55-78.
- THIRLWALL A.P. [1997], « Reflections on the Concept of Balance-of-Payments-constrained Growth », *Journal of Post Keynesian Economics*, **19**, 3, spring, pp. 377-385.
- THIRLWALL A.P. [2002], *The Nature of Economic Growth. An Alternative Framework for Understanding the Performance of Nations*, London, E. Elgar.
- THORNTON J. [2001], « Age Structure and the Personal Savings Rate in the United States, 1956-1995 », *Southern Economic Journal*, **68**, 1, pp. 166-170.
- TIEBOUT C.M. [1956], « A Pure Theory of Local Expenditures », *Journal of Political Economy*, **64**, 5, pp. 416-424.
- TIETMEYER H. [1999], « International Cooperation and Coordination in the Area of Financial Market Supervision and Surveillance », Frankfurt, Deutsche Bundesbank, February, <<http://www.fsforum.org/publications/Tietmeyerreport.pdf>>.
- TILLE C. [2003], « The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt », *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY, **9**, 1, January, pp. 1-7.
- TIWARI K.N. [1990], « The Circular Flow of Dollars in the World Financial Markets », *Global Finance Journal*, **1**, 2, spring, pp. 121-137.
- TODD E. [2002], *Après l'empire. Essai sur la décomposition du système américain*, Paris, Gallimard, coll. Folio.
- TRIFFIN R. [1962], *L'or et la crise du dollar*, traduit sous la direction de BOUDEVILLE J.R., Paris, Presses Universitaires de France.
- TRUMAN E.M. [2004], « The U.S. Current Account Deficit and the Euro Area », *Speech prepared for "The ECB and its Watches VI Conference"*, Frankfurt, July 2, <<http://www.iie.com/publications/papers/truman0704.htm>>.
- TUFANO P. [2003], « Financial Intermediaries and Financial Innovation », in: CONSTANTINIDES G.M., HARRIS M., SCHULTZ R. (Eds) [2003], *The Handbook of the Economics of Finance*, vol.1-A, Corporate Finance, Amsterdam, Elsevier, pp. 307-335.

U

- UNDERHILL G.R.D. [1991], « Markets Beyond Politics? The State and the Internationalisation of Financial Markets », *European Journal of Political Research*, **19**, pp. 197-225.
- UNDERHILL G.R.D. [1993], « Negotiating Financial Openness: the Uruguay Round and Trade in Financial Services », in: CERNY P. G. (Ed) [1993], *Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-Hegemonic Era*, Cambridge (UK), Edward Elgar, pp. 114-151.
- UNDERHILL G.R.D. (Ed) [1997], *The New World Order In International Finance*, New York, St. Martin's Press.
- UNDERHILL G.R.D. [1997], « Private Markets and Public Responsibility in a Global System: Conflict and Cooperation in International Banking and Securities Regulation », in: UNDERHILL G.R.D. (ED) [1997], *The New World Order In International Finance*, New York, St. Martin's Press, pp. 17-49.
- UNDERHILL G.R.D. [2000], « State, Market, and Global Political Economy: Genealogy of an (Inter-?) Discipline », *International Affairs*, **76**, 4, October, pp. 805-824.
- UNDERHILL G.R.D. [2000], « Global Money and the Decline of State Power », in: LAWTON T.C., ROSENAU J.N., VERDUN A.C. (Eds) [2000], *Strange Power: Shaping the Parameters of International Relations and International Political Economy*, Aldershot (UK) and Burlington (US), Ashgate, pp. 115-135.
- UNITED NATIONS [2001], *Towards a New International Financial Architecture*, Report of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations, New York, 21 June.
- U.S CENSUS BUREAU [1995], *1995 Statistical Abstract of the United States - Section 16, Banking, Finance, and Insurance*, <<http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html>>.
- U.S CENSUS BUREAU [1996], *1996 Statistical Abstract of the United States - Section 16, Banking, Finance, and Insurance*, <<http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html>>.
- U.S CENSUS BUREAU [1997], *1997 Statistical Abstract of the United States - Section 16, Banking, Finance, and Insurance*, <<http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html>>.
- U.S CENSUS BUREAU [1998], *1998 Statistical Abstract of the United States - Section 16, Banking, Finance, and Insurance*, <<http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html>>.
- U.S CENSUS BUREAU [1999], *1999 Statistical Abstract of the United States - Section 16, Banking, Finance, and Insurance*, <<http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html>>.
- U.S CENSUS BUREAU [2000], *2000 Statistical Abstract of the United States - Section 16, Banking, Finance, and Insurance*, <<http://www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html>>.

- U.S. CENSUS BUREAU [2001], *2001 Statistical Abstract of the United States - Section 16, Banking, Finance, and Insurance*, <<http://www.census.gov/prod/2002pubs/01statab/stat-ab01.html>>.
- U.S. GENERAL ACCOUNTING OFFICE [1996], *Financial Derivatives: Actions Taken Since May 1994*, Report to Congressional Committees, GAO/GGD/AIMD-97-8, November.
- UNITED STATES OF AMERICA [2002], *The National Security Strategy of the United States of America*, White House, September, <<http://www.whitehouse.gov/nsc/nss.html>>.
- U.S. SENATE [1999], *Hearing on Official Dollarization in Emerging-Market Countries*, Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Subcommittee on International Trade and Finance, 15 July.
- U.S. TRADE DEFICIT REVIEW COMMISSION [2000], *The US Trade Deficit : Causes, Consequences, and Recommendations for Action*, U.S. Capitol, Washington D.C., November 14.

V

- VANEL G. [2002], « La balance des paiements américaine revisitée : mesure et démesure de l'hégémonie financière américaine », Centre Études Internationales et Mondialisation, *Continentalisation – Cahier de recherche*, 02-04, mars, <<http://www.unites.uqam.ca/gric/pdf/bdpus0204.pdf>>.
- VANEL G. [2002], « Économie Politique Internationale », in : MACLEOD A., DUFAULT E., DUFOUR F.G. (Dir) [2002], *Relations Internationales. Théorie et Concepts*, Outremont, Athéna Editions, pp.50-56.
- VANEL G. [2003], « Les États-Unis dans les négociations sur la libéralisation des services : les soldes révèlent-ils la stratégie américaine ? », LEPII-EPIID, *OMC Chroniques*, n°3, mars, pp. 14-16, <<http://www.upmf-grenoble.fr/lepii/fichiers/chroniquesOMC3.pdf>>.
- VANEL G. [2003], « Le concept d'hégémonie en Économie Politique Internationale », Centre Études Internationales et Mondialisation, *Économie Politique Internationale – Cahier de recherche*, 03-02, avril, <http://www.unites.uqam.ca/gric/pdf/Cahier_Vanel.pdf>.
- VANEL G. [2005], « Le crédit d'une puissance à crédit », *Asymétries. Analyses de l'actualité internationale*, 1, pp. 44-47.
- VANEL G., HOYRUP D. [2005], « Le choix du dollar dans les échanges internationaux des pays du Sud-Est asiatique est-il un obstacle à leur intégration régionale ? », *Communication présentée au Colloque EMMA-Rinos*, Université du Québec à Montréal, Montréal, 3 juin, 27 p.
- VAN HELTEN J.J., CASSIS Y. (Eds) [1990], *Capitalism in a Mature Economy : Financial Institutions, Capital Exports and British Industry, 1870-1939*, Aldershot, Edward Elgar.

- VAN HORNE J.C. [1985], « Of Financial Innovations and Excesses », *Journal of Finance*, **40**, 3, July, pp. 621-631.
- VATIKIOTIS M. [1997], « Pacific Divide », *Far Eastern Economic Review*, **160**, 45, November 6.
- VEILLEUX A., DEBLOCK C. [2003], « Les codes de conduite financiers peuvent-ils prévenir les crises de la dette ? », Centre Étude International et Mondialisation, *Continentalisation - Cahier de recherche*, 03-07, décembre, <http://www.gric.uqam.ca/pdf/Cahiercont_0307_Veilleux-Deblock.pdf>.
- VERDIER D. [1998], « Domestic Responses to Capital Market Internationalization under the Gold Standard, 1870-1914 », *International Organization*, **52**, 1, Winter, pp.1-34.
- VIÑALS J., BERGES A., VALESO F.J.[1991], « Innovation financière, réglementation et investissement », *Revue d'économie financière*, 17, pp. 33-66.
- VIPOND P.A. [1993], « The European Financial Area in the 1990s: Europe and the Transnationalization of Finance », in: CERNY P. G. (Ed) [1993], *Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-Hegemonic Era*, Cambridge (UK), Edward Elgar, pp. 186-206.
- VIRIOT DURANDAL J.P. [2003], « Le Lobby gris aux États-Unis », *Futuribles*, n°283, février, pp.5-25.
- VOLCKER P., GYOHTEN T. [1992], *Changing Fortunes: the World's Money and the Threat to American Leadership*, New York, Times Books.

W

- WADE R.H. [2002], « U.S. Hegemony and the World Bank: the Fight over People and Ideas », *Review of International Political Economy*, **9**, 2, summer, pp. 215-243.
- WALLERSTEIN I. [1980], *Le système monde du XV^{ème} siècle à nos jours*, Paris, Flammarion, Coll. Nouvelles Bibliothèque Scientifique.
- WALLERSTEIN I. [1987], « The United States and the World "Crisis" », in BOSWELL T., BERGENSEN A.(Eds) [1987], *America's Changing Role in the World System*, New York, Preager.
- WALLERSTEIN I. [2002], *Le capitalisme historique*, traduit de l'anglais par Ph. Steiner et Ch. Tutin, Paris, La Découverte, coll. Repères, Nouvelle Edition.
- WALTZ K.N. [1979], *Theory of International Politics*, Reading et New York, Addison-Wesley et Mc Graw Hill.
- WEBB M.C. [1995], *The Political Economy of Policy Coordination: International Adjustment Since 1945*, Ithaca, Cornell University Press.
- WEILLER J. [1974], *La balance des paiements*, Paris, Presses Universitaires de France, Coll. « Que sais-je ? », troisième édition mise à jour.

- WELCH F. (Ed) [2001], *The Causes and Consequences of Increasing Inequality*, Chicago and London, University of Chicago Press.
- WELLER C.E. [1999], « A Few Observations on Financial liberalization and Financial Instability », *Review of Radical Political Economics*, **31**, 3, pp. 66-77.
- WELLONS P.A. [1987], *Passing the Buck: Banks, Governments and Third World Debt*, Boston, Harvard Business School Press.
- WENDT A. [1992], « Anarchy is what States make of It: the Social Construction of Power Politics », *International Organization*, **46**, 2, pp 391-425.
- WHITE L.J. [2000], « Technological Change, Financial Innovation, and Financial Regulation in the U.S : The Challenge for Public Policy », in : HARKER P. T., ZENIOS S.A. (Eds) [2000], *Performance of Financial Institutions*, Cambridge (UK), Cambridge University Press, pp. 388-415.
- WILLIAMSON J. [1998], « Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility », *International Finance*, **1**, 1, October, pp. 59-79.
- WOJNILOWER A.M. [2000], « Life without Treasury Securities: Portfolio Management and the Nature of Financial Crises Would Be Profoundly Different », *Business Economics*, October, pp. 10-15.
- WOLF H. [2002], « Globalization and the Convergence of Social Expenditure in the European Union », Georges Washington University, *Occasional Paper Series*, CSGOP-02-02, October 7, <<http://www.gwu.edu/~gwesg>>.
- WOLFSON M.H. [2000], « Neoliberalism and International Financial Instability », *Review of Radical Political Economics*, **32**, 3, September, pp. 369-378.
- WOLFSON M.H. [2002], « Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context », *Journal of Economic Issues*, **36**, 2, June, pp. 393-400.
- WORLD BANK [1993], *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, New York, Oxford University Press.
- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES [2004], *Focus*, 135, May, < <http://www.world-exchanges.org/publications/Focus0504web.pdf>>.
- WRAY L.R. [1999], « The 1966 Financial Crisis: Financial Instability or Political Economy? », *Review of Political Economy*, **11**, 4, pp. 415-425.
- WRAY L.R. [2004], « Those "D" Words: Deficits, Debt, Deflation, and Depreciation », Levy Economics Institute of Bard College, *Policy Note*, 2004/2, May.
- WYPLOSZ C. [2002], « How Risky is Financial Liberalization in Developing Countries? », *Comparative Economic Studies*, **19**, 2, summer, pp. 1-26.

Y

- YAMADA H. [2002], « Real Interest Rate Equalization: Some Empirical Evidence from the Three Major World Financial Markets », *Applied Economics*, **34**, 16, November, pp. 2069-2073.

- YANG J., KOLARI J.W., WIBAWA SUTANTO P. [2004], « On the Stability of Long-Run Relationships Between Emerging and US Stock Markets », *Journal of Multinational Financial Management*, **14**, 3, July, pp. 233-248.
- YOUSEFI A., WIRJANTO T. S. [2003], « Exchange Rate of the US Dollar and the J Curve: the Case of Oil Exporting Countries », *Energy Economics*, **25**, 6, November, pp. 741–765.

ANNEXES

Annexe 1 : Évolutions majeures du cadre réglementaire et institutionnel du secteur financier aux États-Unis depuis les années vingt

1919 Edge Act	Loi dont l'objectif était 1) de promouvoir la compétitivité des banques et des exportateurs qu'elles financent et 2) de contribuer à la reconstruction de l'Europe après la première guerre mondiale. Cette loi permit la création des <i>Edge Act Corporations (EACs)</i> , c'est-à-dire des branches étrangères de banques américaines exemptes de nombreuses contraintes réglementaires.
1927 McFadden Act	■ Loi bancaire qui stipule que les banques doivent obéir à des restrictions concernant la filialisation, ce qui empêche toute activité bancaire interétatique. Tous les intermédiaires financiers sont sous le control de l'Etat. Avec le temps, chaque Etat avait mis en place un système de législation dit de « unit banking », qui empêchait la diversification et la croissance des risques.
1933 Glass-Steagall Act	■ Séparation stricte entre la banque commerciale et la banque d'investissement.
1934 Securities Exchange Act	Création de la <i>Securities and Exchange Commission</i> .
1956 Bank Holding Company Act	■ L'amendement Douglas n'autorise le rachat par une holding bancaire d'une banque sous charte d'un autre Etat que si ce dernier l'autorise statutairement.
1960 Bank Merger Act	■ Tout comme le <i>Bank Holding Act</i> de 1956, il met en place des restrictions dans l'utilisation des services financiers. Sécurise la segmentation et prévient la création de monopoles.
1963 Interest Equalization Tax	■ Cette taxe, effective dès 1963 mais votée en 1964, est de 15 % sur les intérêts reçus des emprunteurs étrangers. Sont exemptés les prêts consentis par les <i>EACs</i> , ce qui a permis le développement de l'activité des banques américaines sur l'euromarché de Londres. Elle fut abolie en 1974.
1965 Voluntary Foreign Credit Restraint Program	■ Ce programme visait à contenir les emprunts effectués par des firmes ou des gouvernements étrangers sur le marché domestique américain.
Foreign Direct Investment Program	■ Programme dont l'objectif a été de limiter le montant de capital qu'une firme américaine pouvait envoyer à

Annexe 1 : Évolution du cadre réglementaire et institutionnel du secteur financier américain

		l'étranger.
1966	Automated Computer Quotation System	■ Création du système de cotation automatisé
1971	NASDAQ	■ Ouverture du <i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation System</i> .
1972	Chicago International Money Market	■ Ouverture du CIMM.
1974	Emplacement Retirement Income Security Act (ERISA)	■ Sécurisation des pensions de retraite du secteur privé sous le principe des prestations définies (plans dits DB). ■ Création de la <i>Pension Benefit Guaranty Corporation</i>, dont l'objet est de verser un complément de pension aux salariés dont le fonds de retraite ne dispose pas assez d'actifs pour couvrir ses engagements. ■ Possibilité aux salariés n'ayant pas de plan de retraite à prestations définies de souscrire des <i>Individual Retirement Account</i> auprès d'une institution financière.
1975	« May Day »	■ Fin des commissions fixes sur le NYSE.
1977	Community Reinvestment Act	■ Favorise le développement des prêts bancaires, notamment immobiliers, aux classes moyennes et laborieuses.
	Chicago Board of Trade	■ Échange de <i>futures</i> sur les bons du Trésor.
1980	Depository Institutions, Deregulation and Monetary Control Act	■ Augmentation de l'assurance dépôt de 40000 à 100000 dollars. ■ Elimination progressive des commissions sur taux d'intérêt. ■ Autorise les institutions de dépôt à offrir des comptes NOW dans tout le pays. ■ Impose des obligations de réserves uniformes et donne accès aux services de la Réserve Fédérale pour toutes les institutions de dépôt.
	International Banking Act	■ Mise en place des facilités bancaires internationales (<i>International Banking Facilities</i>).
	New York Futures Exchange	■ Création du NYFE.
1982	Garn St Germain Depository Institutions Act	■ Permet les comptes de dépôt sur le marché monétaire. ■ Déréglementation des intermédiaires non bancaires. ■ Autorise une holding bancaire au rachat d'une banque ou d'une institution de dépôt en faillite dans un autre Etat que celui d'origine de la holding.
1983	International Lending	■ Renforce les procédures d'évaluation du risque pays.

Annexe 1 : Évolution du cadre réglementaire et institutionnel du secteur financier américain

	Supervision Act	■ Oblige les banques à fournir aux autorités de tutelles plus de renseignements sur montant des risques encourus. ■ Création de réserves spéciales en prévention des pertes possibles liées au risque de transfert. ■ Etablissement de procédures de surveillance pour la prise en compte des commissions liées aux transactions sur les prêts. ■ Demande un renforcement de la coopération entre les autorités de surveillance des banques internationales et au sein du FMI.
1984	Secondary Mortgage Market Enhancement Act	■ Permet la création de titres liés aux hypothèques (les « Collateralized Mortgage Obligations » - CMOs) qui servent à gager des lignes de crédit sur la valeur des maisons ou d'autres actifs.
1987	Competitive Equality Banking Act	■ 10,8 milliards de dollars au <i>Federal Savings and Loan Insurance Corporation</i> (FSLIC).
	30 avril	■ La Réserve Fédérale autorise les activités de garantie (<i>underwriting</i>) pour les activités sous la section 20 à Bankers trust, J. P. Morgan et Citicorp.
1989	Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act	■ 50 milliards de dollars pour résorber les faillites des institutions de dépôt. ■ Remplacement du <i>Federal Home Loan Bank Board</i> par l'<i>Office of Thrift Supervision</i>. ■ Restructuration de l'assurance dépôt des institutions de dépôt. ■ Restrictions à l'activité de prêt des institutions de dépôt. ■ Le Trésor chargé de l'étude d'une réforme de l'assurance dépôt.
	18 janvier	■ Extension de l'autorisation de garantie sous la section 20 à la dette des entreprises et aux actions, sous limite de revenu (Réserve Fédérale).
	13 septembre	■ Augmentation de la limite de revenu des activités sous la section 20 de 5 % à 10 % (Réserve Fédérale).
1991	Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act	■ Mise en place d'un renforcement de la surveillance et des standards de capitalisation ainsi qu'un système de calcul des premiums d'assurance variable basé sur les risques. ■ Mise en place des règles dites de « <i>prompt corrective action</i> » qui spécifient une série de pénalités de plus en plus sévères en fonction de la détérioration de l'un de

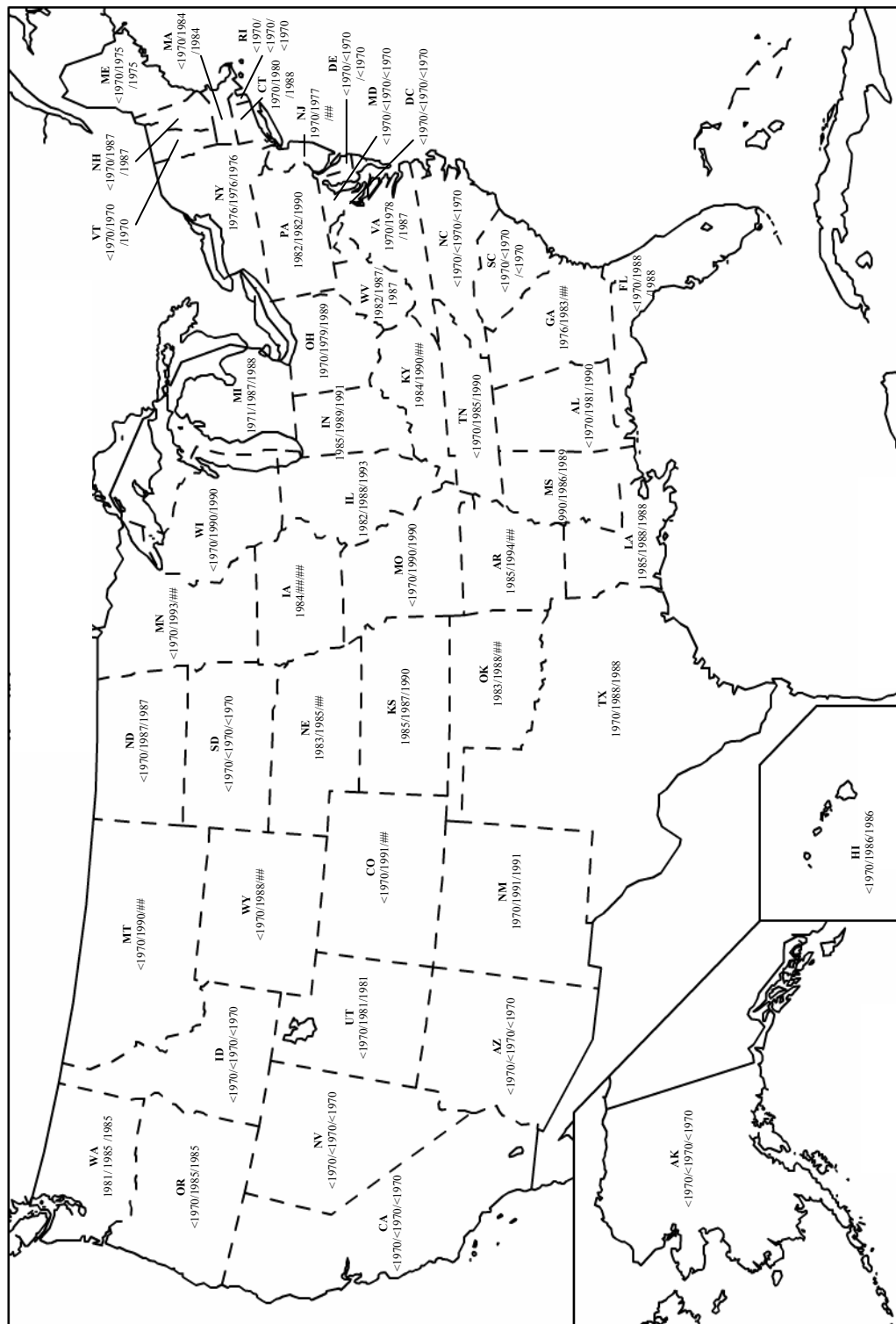
Annexe 1 : Évolution du cadre réglementaire et institutionnel du secteur financier américain

		cinq indicateurs financiers. ■ Le FDIC chargé de résoudre les faillites des banques et des institutions de dépôt de la manière la moins onéreuse. ■ Empêche l'entrée de toute nouvelle banque étrangère, à moins qu'elle soit sujette à une supervision rigoureuse dans le pays d'origine, et qu'elle autorise l'accès à toute information que veut le régulateur. ■ Application aux banques étrangères des mêmes standards financiers, managériaux et opérationnels. ■ Donne l'autorité spécifique aux régulateurs fédéraux de clôturer l'activité de toute banque étrangère ayant des activités illégales, malsaines, ou dangereuse. ■ Autorise la Réserve Fédérale à examiner chaque établissement d'une banque étrangère aux États-Unis.
1993	16 juillet	■ <i>Independent Insurance Agent of America vs. Ludwig</i>. La cour autorise les banques nationales à avoir des activités d'assurance dans les villes de moins de 5000 habitants (Cour d'appel).
1994	Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act	■ Élimination de toutes les restrictions des activités bancaires et de filialisation interétatiques pour 1997. Abroge le <i>McFadden Act</i> de 1927.
1995	18 janvier	■ <i>NationsBank vs. Valic</i>. Les banques peuvent vendre des titres de rente (<i>annuities</i>) (Cour Suprême).
1996	26 mars	■ <i>Barnett Bank vs. Nelson</i>. La Cour Suprême renverse les restrictions qu'imposent les États sur l'activité d'assurance des banques.
	20 décembre	■ Augmentation de la limite de revenu pour les activités sous la section 20 de 10 % à 25 % (Réserve Fédérale).
1997	22 août	■ Élimination de plusieurs restrictions réglementaires entre les filiales bancaires et non bancaires des holdings bancaires (Réserve Fédérale).
1999	Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act	■ Revision du <i>Glass-Steagall Act</i>. Annule l'amendement Douglas du <i>Bank Holding Company Act</i> de 1956. Permet la constitution de holdings financières par la fusion de banques d'affaires et commerciales. ■ Fait de la Réserve Fédérale le super régulateur (« <i>umbrella regulator</i> ») de ces holdings. ■ La Réserve Fédérale et le Trésor ont autorisé pour l'autorisation de nouvelles activités financières ou complémentaires des holdings financières.

Annexe 1 : Évolution du cadre réglementaire et institutionnel du secteur financier américain

	■ Réforme du <i>Community Reinvestment Act</i> de 1977.
2002 Sarbanes-Oxley Act	■ Réforme des droits et obligations des dirigeants d'entreprise. ■ Augmentation du niveau d'information exigé par la <i>SEC</i> et mise en place de comités de surveillance indépendants. ■ Création du <i>Public Company Accounting Oversight Board</i>, chargé de la supervision des firmes comptables.

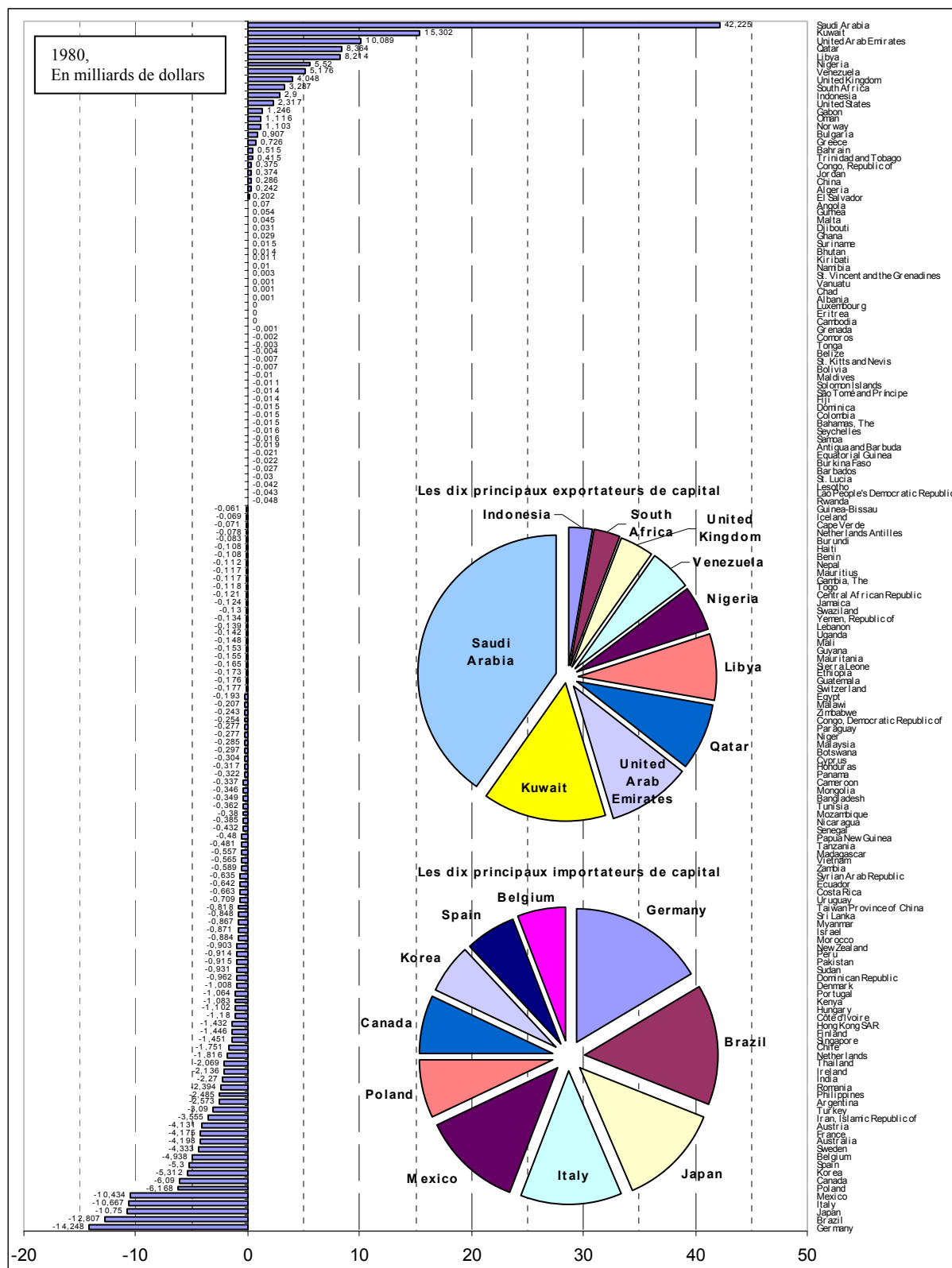
Annexe 2 : Année du démantèlement des restrictions à l'expansion géographique des banques, par État (États-Unis)



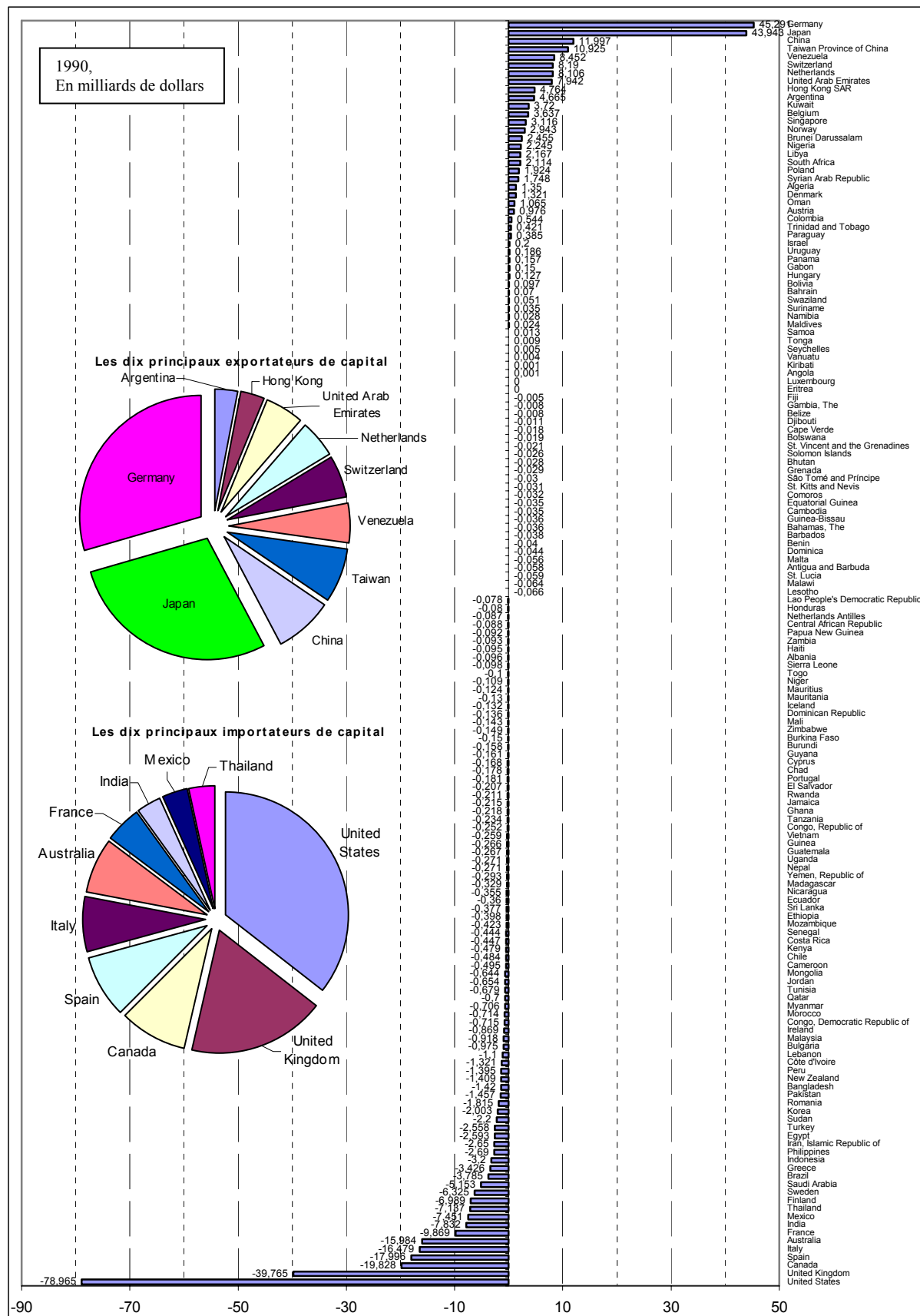
Sources: Randall S. Kroszner, « The Motivation Behind Banking Reform », *Regulation*, 24, 2, Summer 2001, p. 37; Allen N. Berger, Anil K. Kashyap, Joseph M. Scalise, « The Transformation of the U.S. Banking Industry: What a Long, Strange Trip It's Been », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1995, tableau B6, pp. 188-189. « WA (1981/1985/1985) » signifie que l'Etat de Washington autorise l'existence de holdings bancaires en 1981, la filialisation par fusion/acquisition en 1985, et la transformation des filiales en branches dans tout l'Etat en 1985. ## signifie qu'il n'y a pas eu encore de changement en 2000.

Annexe 3 : Évolution des soldes courants

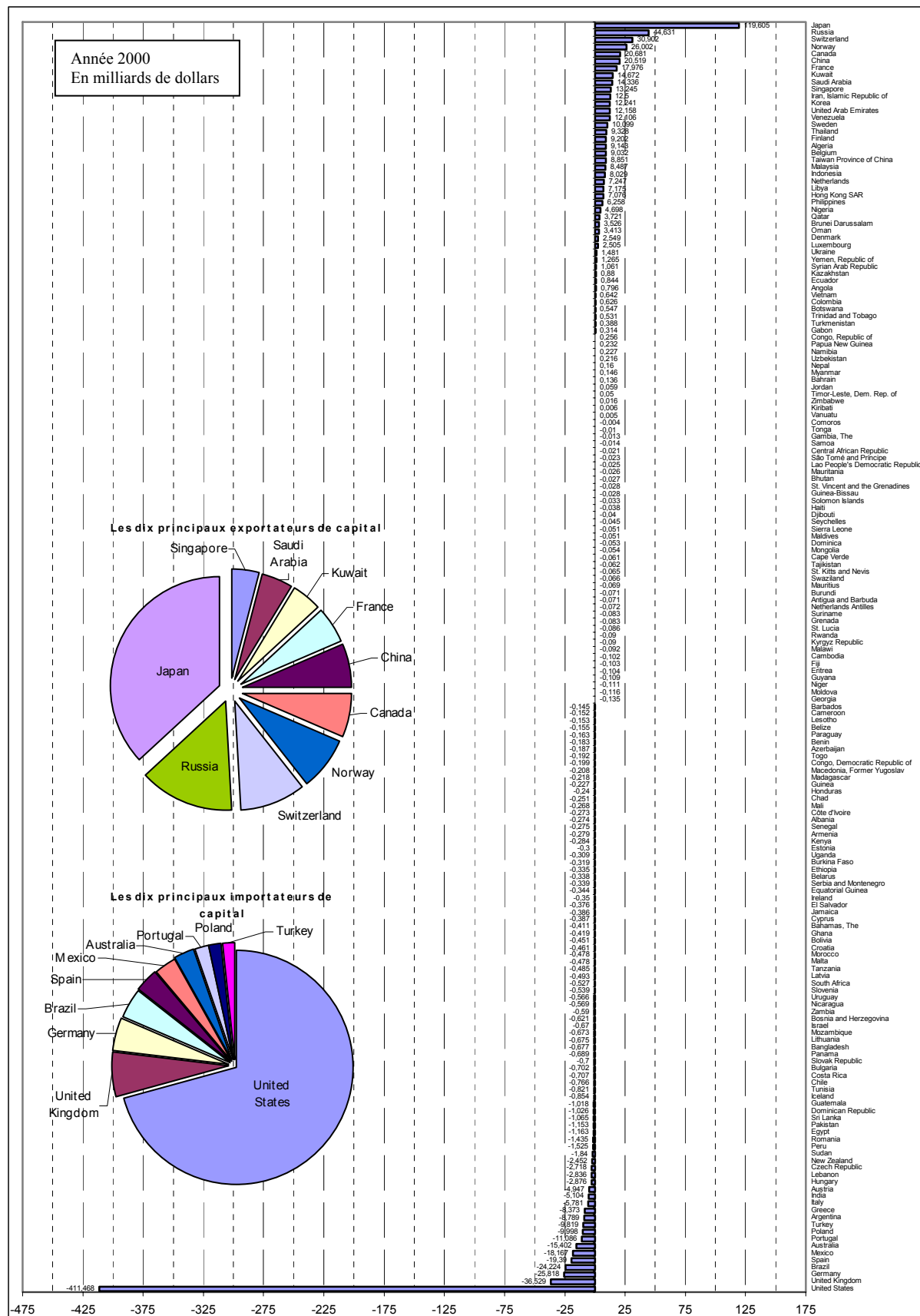
Source: Fonds Monétaire International, *World Economic Outlook Database*, April 2004.



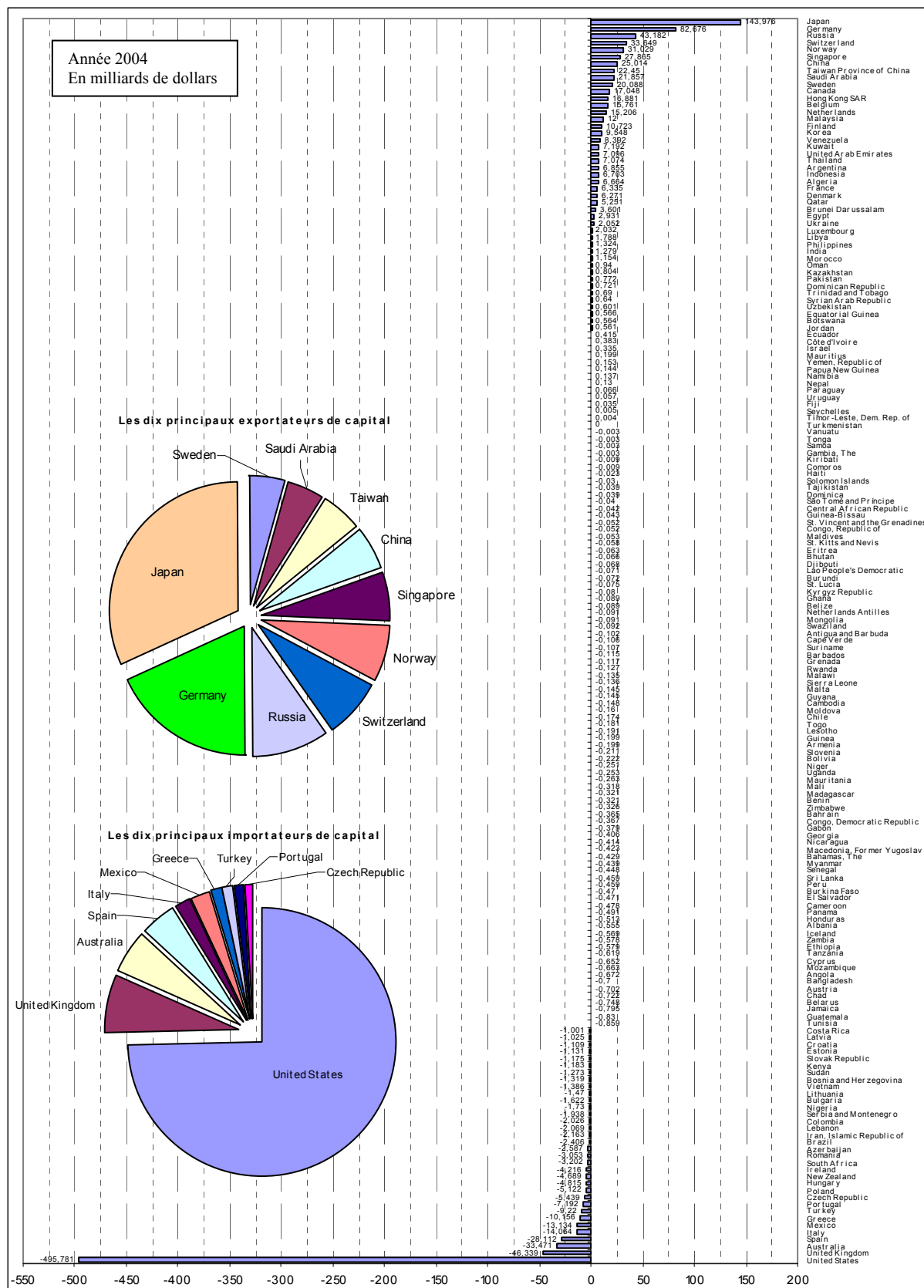
Annexe 3 : Évolution des soldes courants



Annexe 3 : Évolution des soldes courants



Annexe 3 : Évolution des soldes courants



Annexe 4 : La méthode EVA – *Economic Value Added*

L'introduction du concept de valeur actionnariale s'appuie sur l'idée que la performance d'une entreprise ne peut être mesurée qu'en fonction de la « valeur créée pour l'actionnaire ». Cela implique que les actionnaires exigent désormais une rémunération minimale de leur capital. Le concept d'*Economic Value Added* (EVA) permet alors de calculer cette valeur créée pour l'actionnaire. Son calcul donne la mesure de la différence entre la rentabilité d'un capital particulier et une rentabilité de référence, le but étant de maximiser cet écart, donc de battre le marché. Il permet d'évaluer la rentabilité supplémentaire que dégage l'entreprise une fois tous les fournisseurs de capital rémunérés.

Breveté par le Cabinet de conseil *Stern Stewart & Co* au début des années quatre-vingt-dix, ce concept a cependant une origine relativement ancienne. On peut en effet le rapprocher du concept de revenu résiduel, déjà abordé par Marshall dans ses *Principes*, mais aussi, de manière plus surprenante, du concept marxiste de plus-value extra, à la différence cependant que la plus-value extra mesure l'écart entre la rentabilité d'un capital donné et le taux de profit moyen, alors que l'EVA mesure cette différence en fonction du rendement financier potentiel. Plus récemment, les travaux de Fruhan et Rappaport dans les années soixante-dix et quatre-vingt ont participé à la consolidation de ce principe de création de valeur actionnariale⁷⁷¹.

Ce concept remplit trois fonctions. Premièrement, l'EVA est un outil de gestion. En prolongeant les travaux issus de la théorie de l'agence, il permet de faire correspondre l'intérêt des dirigeants de l'entreprise avec celui des actionnaires, puisque la rémunération des premiers dépendra de la création de valeur actionnariale. Deuxièmement, l'EVA est un outil de mesure, en permettant de mesurer la performance relative des entreprises, notamment grâce à des classements, à l'instar de celui effectué par le magazine *Fortune*. Troisièmement, l'EVA est un outil de communication symbolique, en permettant aux investisseurs institutionnels de révéler leurs exigences de rentabilité sans se désengager des firmes dont ils possèdent des titres.

⁷⁷¹ William E. Fruhan, *Financial Strategy: Studies in the Creation, Transfer, and Destruction of Shareholder Value*, Homewood (Ill.), Irwin Inc., 1979. Alfred Rappaport, *Creating Shareholder Value: the New Standard for Business Performance*, New York, Free Press, 1986.

L'EVA est fondée sur une extension du Modèle d'Évaluation du rendement des Actifs Financiers (MEDAF). Elle se calcule de la manière suivante :

$$(1) \text{ EVA} = \text{ROAP} - (\text{CMPC} * \text{CI})$$

Avec : ROAP, le résultat opérationnel après impôt

CMPC, le coût moyen pondéré du capital

CI le capital investi.

Le coût moyen pondéré du capital s'obtient de la même manière que dans le MEDAF :

$$(2) \text{ CMPC} = \frac{D}{CI} r + \frac{FP}{CI} c$$

Avec : D, les dettes

FP, les fonds propres

r, le taux d'intérêt de la dette

c, le coût des capitaux propres, dont la formule est la suivante :

$$(3) c = i + \beta(m-i)$$

Avec : i, le taux de rentabilité de l'actif sans risque (titres du Trésor à 10 ans)

m, le taux de rentabilité du portefeuille de marché

β , la volatilité relative de l'actif par rapport au portefeuille de marché ($\beta = \frac{\text{Cov}(m,c)}{\text{Var}(m)}$)

On peut dès lors calculer la *Market Value Added*, c'est-à-dire la somme actualisée au coût du capital des EVA futures anticipées :

$$(4) \text{ MVA}_{t0} = \sum_{t=t0}^T \left[\frac{\text{EVA}_t}{(1 + \text{CMPC}_t)^t} \right]$$

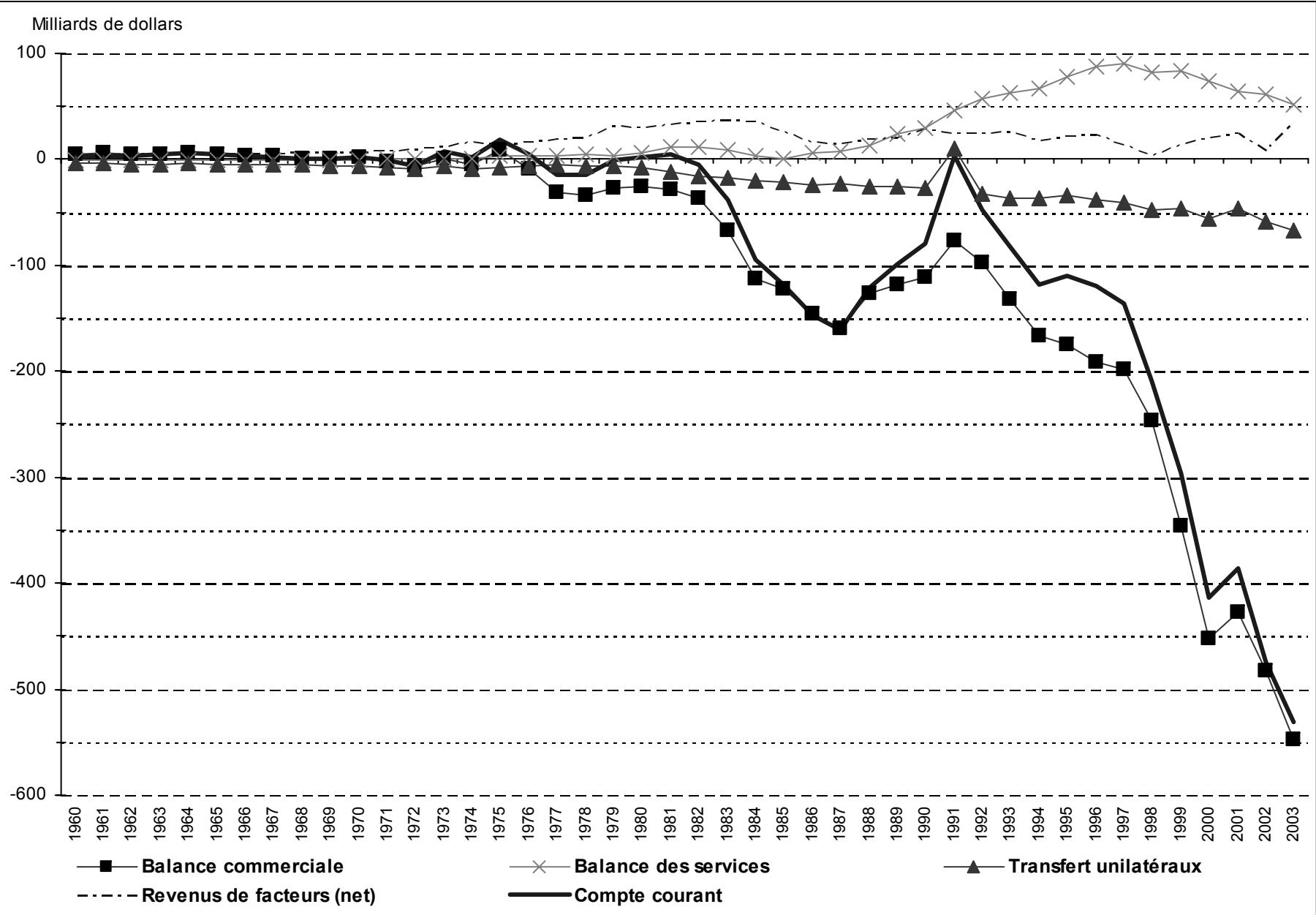
Cet indicateur représente la valeur économique supplémentaire dégagée par une firme par rapport au capital nécessaire au financement de son activité.

Les conséquences de l'application de cette méthode sont importantes. Pour augmenter la rentabilité et la valeur économique pour l'actionnaire, il faut soit augmenter le levier d'endettement, ce que montre l'équation (2), soit économiser le capital, soit agir sur le β , c'est-à-dire minimiser l'élasticité du résultat d'exploitation par rapport au chiffre d'affaire de l'entreprise, par exemple en augmentant la variabilité des coûts, notamment du travail.

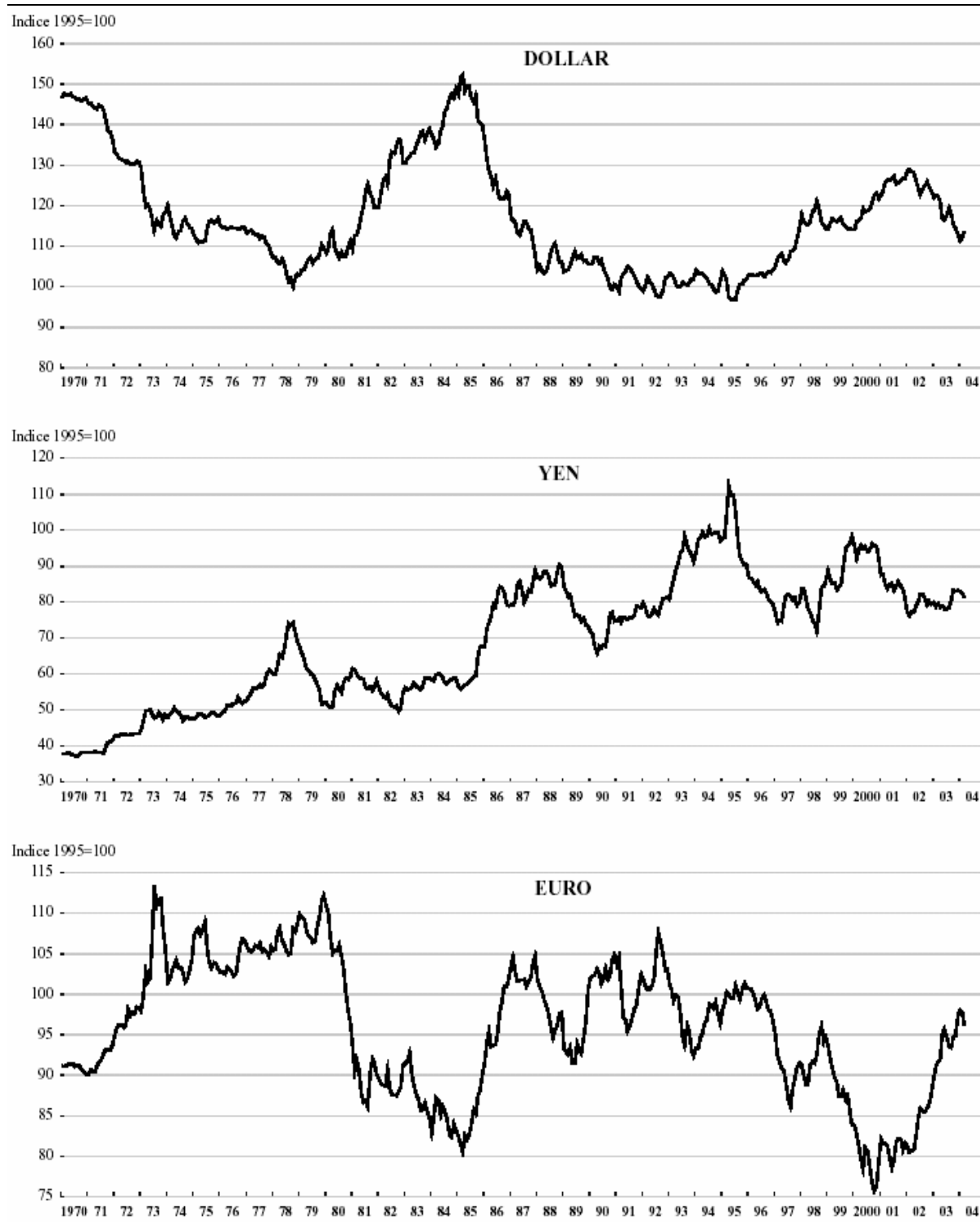
Annexe 5 : Les transactions courantes des États-Unis

(1960-2003)

Source : BEA.



Annexe 6 : Les taux de change effectifs réels du dollar, du yen et de l'euro depuis 1970



Source: BROOK A-M., SÉDILLOT F., OLLIVAUD P. [2004], « Channels for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies », OCDE, *Economic Department Working Paper*, n°390, 18 May, p. 10.

Annexe 7 : Les indicateurs de soutenabilité des déséquilibres

Si le calcul du premier indicateur de soutenabilité ne pose pas trop de difficultés, puisqu'il s'agit du ratio du Solde courant sur le Produit Intérieur Brut, celui des cinq autres demande quelques explications.

➤ *Le ratio de dette externe nette*

Le ratio de dette externe nette D_e se calcule en divisant la position monétaire internationale par le Produit Intérieur Brut. La « position monétaire internationale » correspond à la différence entre l'ensemble des actifs à l'étranger dont dispose la nation et l'ensemble des actifs aux États-Unis dont disposent les non-résidents. Elle n'est donc pas uniquement une dette, puisque certains actifs sont des titres de propriété, comme des actions, qu'elles soient liées à des investissements directs ou non. Deux types de mesures sont alors envisageables dans la comptabilité du *Bureau of Economic Analysis* : celle à prix courant (valeur comptable) et celle à prix de marché (valeur réelle). Nos calculs sont basés exclusivement sur les données relatives aux prix de marché.

➤ *Le ratio de service de la dette externe*

Ce ratio se calcule en divisant le solde net des revenus de facteurs par la position monétaire internationale. Le solde net des revenus de facteurs dépend du montant brut des avoirs et des engagements des États-Unis vis-à-vis du reste du monde et de leur taux moyen de rentabilité. Le signe de ce ratio dépend donc de la différence entre les montant bruts des avoirs et engagements, mais aussi de la différence de leur rentabilité. Le solde net des revenus de facteur est ensuite soustrait du solde courant pour le calcul des ratios suivants, dans la mesure où il a sa propre dynamique et dépend de décisions antérieures. On obtient alors le solde dit « primaire » (d_p).

➤ *Le ratio de dette externe nette de long terme*

Ce ratio dépend de plusieurs variables. Il dépend premièrement du déficit primaire d_p , de l'année t . Plus le déficit primaire est élevé, et plus la dette à long terme s'élèvera. Il dépend ensuite du taux d'intérêt réel de la dette externe courante (D'_e) de telle sorte que si r est le taux d'intérêt réel de la dette externe, s le ratio de service de la dette externe (assimilé au taux d'intérêt nominal de la dette) et p le taux d'inflation, on a :

$$(1) \quad r^t = (s^t - p^t).$$

En 2004, s est égal à -0,99 % (soit -0,0099) et p est de 2 % (soit 0,02), de telle sorte que r égale - 0,0299. Ce ratio dépend enfin du taux de croissance g du PIB. Ainsi, on obtient l'équation suivante :

$$(2) D_{LT}^t = \frac{d_p^t}{(r^t - g^t)}$$

Comme le ratio de déficit primaire en 2004 était de -5,71 %, et le taux de croissance de 3,5 %, on obtient alors : $D_{LT}^{2004} = \frac{-0,0571}{-0,0299 - 0,035} = 87,98 \%$

➤ *Le ratio de solde primaire qui stabilise le ratio de dette externe nette*

Ce ratio reprend le calcul précédent, de telle sorte que :

$$(3) \overline{d_p^t} = (r^t - g^t) * \frac{D_e^t}{PIB^t}$$

En 2004, comme le ratio de dette externe nette était de 28,15 %, on obtient alors :

$$\overline{d_p^{2004}} = (-0,0299 - 0,02) * 0,2815 = -1,4 \%$$

➤ *Le ratio d'ajustement nécessaire à la stabilisation du ratio de dette externe nette*

Il se mesure à partir du ratio précédent. On calcule de déficit primaire de l'année d_p^t . On fait ensuite la différence avec le déficit primaire qui stabilise la dette externe $\overline{d_p^t}$. On obtient ainsi le ratio d'ajustement A :

$$(4) A^t = \overline{d_p^t} - d_p^t$$

En 2004, on obtient alors : $A^{2004} = -1,4 \% + 5,71 \% = 4,31 \%$.

Scénarios	Hypothèses	Mécanismes de l'ajustement	Cible	Effets
<i>Brook & alii (2004)</i>				
Scénario <i>statu quo</i>	Déficit courant à 5 % et taux de croissance nominal à 5 %		2009	Dette externe nette à 55 % du PIB en 2009, à 100 % à long terme ; taux de croissance réel annuel moyen 3,3% aux États-Unis, de 1,6 % au Japon et de 2,3 % en Zone euro entre 2004 et 2009
Scénario 1	Déficit courant de 3% et taux de croissance nominal à 5%	Dépréciation du taux de change réel du dollar de 22,5 %	2009	Dette externe nette à 41 % du PIB en 2009, à 60 % à long terme ;
1A	Dépréciation de 30 % du taux de change avec les économies de l'OCDE ; aucune dépréciation avec les économies d'Asie hors Japon			Appréciation du yen de 22 % et de l'euro de 11% ; taux de croissance réel annuel moyen de 1,3 % au Japon et de 2,3 % en Zone euro entre 2004 et 2009
1B	Dépréciation homogène			Appréciation du yen de 5,5 % et de l'euro de 4 % ; taux de croissance réel annuel moyen de 1,4 % au Japon et de 2,3 % en Zone euro entre 2004 et 2009
Scénario 2	Déficit courant de 3% et taux de croissance nominale à 5%	Consolidation fiscale	2009	Dette externe nette à 41 % du PIB en 2009, à 60 % à long terme
2A	Amélioration des conditions fiscales de 6 points	<i>Via</i> une chute des dépenses de 1,5% et une augmentation des recettes de 4,5% du PIB nominal	2009	Excédent budgétaire de 1,7% du PIB en 2009 ; baisse de 10% du revenu disponible et de 7% de la consommation des ménages ; baisse de 4 points du taux d'épargne brute privée ; taux de croissance réel annuel moyen 2,6% aux États-Unis, de 1,3 % au Japon et de 2,2 % en Zone euro entre 2004 et 2009
2B	Amélioration des conditions fiscales de 4 points	<i>Via</i> une chute des dépenses de 2% et une augmentation des recettes de 2% du PIB nominal + dépréciation du taux de change du dollar de 15% par rapport aux devises des pays de l'OCDE	2009	Équilibre budgétaire en 2009 ; taux de croissance réel annuel moyen 2,8% aux États-Unis, de 1,2 % au Japon et de 2,2 % en Zone euro entre 2004 et 2009 ; effet dépressionnaire de la réduction de déficits public compensé par l'effet expansionniste de la dépréciation du taux de change du dollar
Scénario3	Déficit courant de 3 % et taux de croissance nominale à 5 % ; élasticités de la demande étrangère d'exportations américaines passe de 1 à 2 et élasticité revenu des importations américaines passe de 2,2 à 1 entre 2003 et 2009	Amélioration de la compétitivité-hors-prix des exportations des États-Unis	2009	Dette externe nette à 41 % du PIB en 2009, à 60 % à long terme ; part des exportations américaines dans les exportations mondiales de 17 % en 2009 contre 15 % en 2003 ; taux de croissance réel annuel moyen 3,6% aux États-Unis, de 1,4 % au Japon et de 2,2 % en Zone euro entre 2004 et 2009

Scénarios	Hypothèses	Mécanismes de l'ajustement	Cible	Effets
<i>Mann (2004)</i>				
Scénario <i>statu quo</i>	Élasticité revenu des exportations de 1 ; élasticité revenu des importations de 1,7 ; taux de croissance réelle du reste du monde faiblement supérieur à celui des États-Unis		2010	Déficit courant à 10,2 % du PIB en 2010
Scénario 1	Élasticité revenu des exportations de 2,21 ; élasticité revenu des importations de 1,43	Amélioration de la compétitivité des exportations américaines de services	2010	Déficit courant à 12 % du PIB en 2010
Scénario 2	Élasticité revenu des exportations de 2,21 ; élasticité revenu des importations de 1,43 ; taux de croissance réel des États-Unis de 3,5 % dès 2005 ; taux de croissance du reste du monde de 5,1 % dès 2004	Amélioration de la compétitivité des exportations américaines de services	2010	Déficit courant 9,3 % du PIB en 2010
<i>Papadimitriou & alii (2004)</i>				
Scénario <i>statu quo</i>	Productivité au niveau d'après guerre ; taux de croissance entre 4,1% et 4,4% ; taux d'intérêts constants ; pas de dépréciation du dollar après 2004		2008	Dettes publique à 58% et dette externe nette à 47 % du PIB
Scénario 1	<i>Statu quo</i> + déficit public à 2,6 % du PIB en 2009	Réduction drastique des dépenses publiques	2008	Déficit courant à 4,2 % ; taux de croissance à 2% ; taux de chômage à 8% ; chute épargne privée ; croissance dette externe nette
Scénario 2	<i>Statu quo</i> + déficit public à 2,6 % du PIB en 2009	Remise en cause des coupes budgétaires de l'Administration Bush	2008	Déficit courant à 4,2 % ; taux de croissance à 3,2 % ; baisse faible épargne privée ; hausse faible ratio dette externe nette ; taux de chômage à 5,5%
<i>Roubini & Setser (2004)</i>				
Scénario <i>statu quo</i>	Taux de croissance réel de 3,5 % ; taux croissance des importations de 7,25% et des exportations de 5,5% ; taux de change réel stable ; déficit public à 4%		2015	Déficit commercial à 7,1 % et dette externe nette à 63 % du PIB en 2010
Scénario 1	Taux de croissance réel de 3,5 % ; croissance des importations de 5,1 % ; croissance des exportations de 8,7% n 2005 et de 5,1 % ensuite	Chute faible du taux de change réel (10 %) et égalisation des taux de croissance des importations et des exportations	2015	Déficit commercial à 5,1 % et dette externe nette à 55 % du PIB en 2010
Scénario 2	Taux de croissance réel de 3,5 % ; croissance des importations de 5,1 % ; croissance des exportations de 9 % ; déficit public à 2 % en 2008 et éliminé en 2012	Chute forte du taux de change réel (50%)	2015	Déficit commercial à 2,4 % et dette externe nette à 46 % du PIB en 2010

Sources: Anne-Marie Brook, Franck Sédillot, Patrice Ollivaud, « Channel for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for Other Economies », OCDE, *Economics Department Working Papers*, n°390, 18 May, 2004 ; Catherine L. Mann, « The US Current Account, New Economy Services, and Implications for Sustainability », *Review of International Economics*, 12, 2, 2004, pp. 262-276; Dimitri B. Papadimitriou & Alii, « Is Deficit-Financed Growth Limited? Policies and Prospects in an Election Year », Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*, April 07, 2004; « The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances », New York University, Stern School of Business, September 2004. Disponible à l'adresse: <<http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>>.

Index thématique

A

AFL-CIO · 72

agences de notation · 69, 206, 221, 232, 234, 235, 239

ajustement · 20, 95, 104, 105, 106, 109, 112, 192, 247, 248, 270, 271, 272, 273, 274, 275, 276, 278, 279, 280, 282, 283, 286, 287, 288, 292, 293, 297, 299, 385, 386, 387, 421, 422

aléa moral · 199, 214, 219, 225, 228, 232

Allemagne · 111, 117, 133, 135, 149, 194, 222, 243

- Bundesbank - · 117, 120, 121, 363

American Institute of Certified Public Accountants · 195, 414

approche néoclassique · 80, 272

arbitrage réglementaire · 230

Argentine · 48, 166, 172, 175, 213, 218, 222

Asia-Pacific Economic Cooperation · 115, 218, 414

Asie de l'Est · 3, 103, 113, 114, 115, 135, 136, 141, 152, 166, 175, 202, 214, 259, 270, 279, 288, 289, 290, 291, 293, 294, 302

B

Balance des paiements · 78, 106, 111, 112, 162, 243, 245, 247, 248, 252, 253, 257, 258, 301, 325, 365, 366

Bâle II · 228, 229, 231, 232, 233, 235, 236, 237, 239, 240, 241, 312, 324, 331, 350, 355, 421

Banque Asiatique de Développement · 220

Banque Mondiale · 90, 101, 108, 175, 218, 220

Banques

- asset management - · 46, 186

- Glass-Steagall Act - · 53, 54, 55, 57, 58, 370, 373

- hors bilan - · 27, 40, 46, 48, 118, 181, 197

- hybridation - · 46, 47, 181

- liability management - · 46, 186

- réglementation Q - · 54

Banques Centrales · 20, 61, 106, 120, 122, 144, 146, 147, 155, 158, 162, 202, 204, 218, 244, 245, 279, 287, 288, 289, 290, 291, 292, 293, 295, 297, 299, 301, 309

Bénin · 166

Big bang londonien · 103

Brésil · 48, 167, 176, 218, 225

Bretton Woods

- accords de - · 3, 4, 116, 244

- régime de - · 4, 24, 77, 90, 98, 105, 111, 112, 114, 116, 117, 153, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172, 203, 213, 218, 257, 279, 288, 294, 297, 307, 317, 324, 326, 335, 339, 340, 348, 351, 357, 362

BRI · 20, 39, 111, 116, 119, 120, 122, 148,

149, 154, 155, 218, 228, 231, 241, 311, 414

Bulgarie · 166

C

CEE · 106, 147, 294, 414
Chili · 48, 91, 166, 224
Chine · 105, 135, 136, 152, 156, 218, 288, 291,
292, 294, 295, 296, 309, 311, 321
Civil Law · 86
clauses d'action collective · 226
Common Law · 86
consensus de Washington · 90, 175
Corée du Sud · 114, 115, 136, 150, 166, 171,
174, 177, 218, 222, 295
Côte d'Ivoire · 166
coûts de transaction · 13, 33, 66, 80, 105
crise
- asiatique - · 122, 154, 156, 171, 174, 175,
176, 177, 179, 199, 211, 214, 230, 290
- bancaire - · 154, 163, 167, 168, 169, 170,
172, 173, 179, 221, 420
- financière - · 3, 10, 20, 116, 152, 159, 164,
165, 166, 167, 168, 169, 170, 171, 172,
173, 174, 176, 177, 178, 179, 180, 182,
184, 199, 200, 202, 206, 207, 209, 211,
212, 213, 214, 215, 216, 217, 218, 219,
221, 222, 226, 228, 242, 243, 289, 298,
302, 315, 318, 336, 420, 421
- mexicaine - · 122
- russe - · 122, 174, 175, 178, 180
- Savings and Loans - · 54
- systémique - · 164

D

Déficits jumeaux · 254, 256

Dettes publiques · 59, 60, 61, 62, 109, 142, 143,
275

dialectique de la réglementation - · 33

Dissemination Standard Bulletin Board · 220

E

Économie politique de la réglementation · 64

Economie Politique Internationale · 19, 78, 79,
93, 298, 300, 319, 333, 338, 365, 419

- approche réaliste - · 12, 81, 95, 97

- approches structuralistes - · 14, 15, 18,
96, 97

effet de richesse · 70, 263, 264, 266, 267, 269,
421

effet partisan · 87, 88, 419

Efficiences des marchés · 6

Enchâssement interactif · 64, 66, 67, 70, 92,
97, 298

Enron · 193, 197, 348

Équateur · 146, 167, 175, 225

Équivalence ricardienne · 132, 256

étalon dollar · 4, 7, 18, 19, 20, 23, 24, 127,
136, 141, 146, 152, 159, 160, 162, 164, 165,
174, 212, 244, 245, 268, 287, 288, 298, 299,
301, 302, 303

étalon or · 4, 13, 128, 144, 202

État · 59

Etats-Unis

- balance des transactions courantes - · 18,
104, 136, 248, 249, 250, 251, 252, 254,
255, 256, 257, 258, 259, 260, 271, 275,
277, 278, 384, 417, 421

- communauté financière - · 19, 26, 63, 64, 67, 68, 69, 70, 97, 105, 106, 110, 112, 158, 298
- Congrès des - · 55, 57, 58, 59, 110, 115, 118, 121, 146, 257
- Congressional Budget Office - · 260, 283, 284, 285, 292, 309, 335, 336, 414
- Département du Trésor - · 55, 56, 68, 97, 106, 109, 110, 111, 121, 124, 139, 202
- Economic Recovery Tax · 110
- État fédéral - · 19, 23, 25, 26, 50, 52, 53, 55, 56, 58, 59, 61, 62, 66, 73, 81, 82, 92, 94, 97, 98, 100, 102, 104, 109, 125, 158, 181, 298
- États fédérés - · 56, 57, 61, 66, 80, 256
- Fannie Mae - · 73
- Foreign Bank Supervision Act - · 124
- Freddie mac - · 73
- Garn St Germain Act - · 57, 110
- Gennie Mae - · 73
- impact des - · 19, 77, 78, 80, 92, 98, 107
- Interest Equalization Tax - · 58, 104, 106, 370
- International Lending Supervision Act - · 118
- loi ERISA - · 72, 189, 371
- Mandatoty Control Program - · 106
- Medicaid - · 262
- Medicare - · 262
- Omnibus Trade and Competitive Act - · 293
- politique financière internationale · 102
- Réserve Fédérale - · 55, 57, 58, 59, 67, 68, 97, 101, 106, 109, 110, 113, 117, 118,

- 120, 121, 124, 139, 142, 144, 153, 195, 209, 260, 268, 281, 286, 371, 372, 373
- security and exchange commission - · 52, 57, 120, 121, 195, 374, 415
- taux d'épargne - · 20, 113, 248, 252, 253, 254, 255, 260, 261, 262, 263, 264, 266, 267, 269, 270, 271, 280, 283, 297, 386, 417, 421
- titres du Trésor - · 18, 19, 20, 23, 54, 67, 72, 109, 110, 114, 119, 135, 142, 143, 144, 147, 156, 158, 202, 288, 289, 291, 292, 297, 298, 301
- vieillissement démographique - · 71
- Wall Street - · 57, 68, 103, 112, 138, 181, 314, 321, 333
- Eurodevises · 22, 58, 68, 102, 104, 105, 106, 107, 108, 110, 148, 155, 416

F

- Facilités de Réserve Supplémentaires · 221
- Finance de marché · 7, 19, 20, 23, 24, 25, 27, 28, 31, 35, 38, 39, 40, 46, 49, 50, 51, 52, 53, 55, 59, 60, 62, 63, 64, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 74, 75, 77, 81, 82, 97, 98, 101, 104, 113, 121, 122, 158, 298
- Finance directe · 22, 126, 241, 264
- Finance indirecte · 22
- Financial Accounting Standards Board · 195, 414
- Financiarisation · 20, 24, 25, 27, 29, 31, 35, 51, 52, 54, 56, 74, 81, 162, 164, 180, 181, 188, 193, 197, 198, 203, 207, 210, 247, 248, 262, 263, 267, 269, 270, 297
- Finlande · 167

firmer transnationales · 13, 91, 105
 Fonds Monétaire International · 77, 78, 90,
 101, 108, 112, 114, 122, 127, 137, 151, 153,
 156, 170, 175, 202, 210, 211, 214, 215, 216,
 217, 218, 219, 220, 221, 222, 224, 225, 258,
 259, 290, 293, 306, 371, 414
 fongibilité du capital · 80, 81, 84, 100, 419
 Forum de Stabilité Financière · 218, 226, 414
 France · 103, 112, 133, 149, 166, 167, 180,
 194, 222, 243, 269, 306, 315, 324, 329, 348,
 351, 353, 358, 363, 366

G

Groupe des 7 · 133, 217, 218, 259, 414
 Groupe des 10 · 118, 120, 171, 324
 Groupe des 20 · 218, 414
 Groupe des 22 · 218, 415
 General Data Dissemination System · 220
 Globalisation financière · 24, 91, 126, 134, 334

H

Hégémonie · 11, 12, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 23,
 92, 93, 94, 95, 96, 97, 101, 125, 146, 158,
 252, 300, 310, 327, 333, 338, 342, 365, 419
 - et biens publics internationaux - · 211
 - et stabilité - · 12, 13, 95, 113, 211, 338

I

Indonésie · 166, 171, 172, 176, 218
 Innovations financières · 19, 20, 27, 28, 31, 32,
 33, 34, 35, 37, 46, 47, 49, 52, 60, 61, 63, 80,

81, 100, 105, 181, 186, 187, 188, 198, 207,
 267

- théories des - · 32, 33, 34

Instabilité financière · 7, 18, 19, 20, 56, 160,
 161, 162, 163, 164, 180, 181, 182, 197, 198,
 206, 207, 208, 209, 210, 211, 212, 214, 215,
 216, 219, 222, 224, 229, 230, 236, 242, 243,
 244, 246, 247, 265, 286, 289, 298, 299, 301,
 302, 323

Institute for International Finance · 225

intégration financière · 127, 128, 129, 130,
 131, 132, 133, 134, 135, 146, 158, 302, 303,
 419

International Accounting Standard Board ·
 195, 415

International Accounting Standard Committee
 · 195, 415

Investisseurs institutionnels · 2, 19, 23, 28, 35,
 36, 37, 39, 54, 69, 70, 75, 144, 158, 188,
 189, 190, 192, 311, 315, 336, 339, 354, 380,
 416, 418

- fonds de pensions - · 37, 39

- mutual funds - · 38, 43, 44, 49, 190, 205,
 327

IOSCO · 120, 415

Italie · 167

J

Japon · 2, 100, 102, 103, 108, 111, 112, 113,
 115, 119, 120, 122, 125, 133, 135, 136, 138,
 142, 148, 149, 150, 151, 156, 167, 204, 222,
 223, 243, 281, 282, 288, 289, 292, 294, 295,
 300, 309, 386
 - accord yen/dollar - · 114

L

Libéralisation du compte de capital - · 7, 19, 23, 76, 77, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 86, 87, 88, 91, 92, 95, 98, 99, 101, 102, 103, 125, 126, 134, 158, 210, 227, 268, 416, 419

libéralisme enchaîné · 90

Ligne de Crédit Préventive · 221

Loi de Grassman · 151

LTCM · 178, 180, 337

M

Malaisie · 166, 224

May Day · 57, 371

Mexique · 3, 48, 113, 120, 121, 166, 176, 218

mondialisation · 51, 74, 168, 274, 319, 329, 334, 342, 354

Moody's · 234

N

NASDAQ · 34, 38, 138, 143, 371, 415

néolibéralisme · 87, 89, 419

Normes comptables · 20, 193, 194, 195, 197, 348

Nouvelle Architecture Financière
Internationale · 211, 212, 213, 217, 219, 220, 226, 227

Nouvelle économie · 66, 73, 74, 264

NYSE · 30, 31, 38, 57, 70, 126, 136, 138, 143, 371, 415

O

OCDE · 35, 36, 42, 88, 89, 103, 111, 114, 170, 220, 230, 264, 294, 323, 352, 386

OPEP · 107, 108, 136, 152, 415

O MC · 60, 113, 114, 282, 287, 292, 306, 318, 365, 415

P

Parité des Taux d'Intérêt · 130

péché originel · 201

peur du flottement · 202, 291

Pouvoir ·
- relationnel · 96
- relationnel - · 93
- structurel - · 21, 23, 67, 94, 96, 97, 121

Prêteur en Dernier Ressort · 10, 95, 116, 208, 209, 211, 216, 328

procyclicité · 205, 206, 210, 233, 236, 237, 238, 239, 242, 243, 312, 421

R

Ratio Cooke · 119, 120, 227, 228, 229, 230, 231, 232, 233, 234, 237, 240, 242

rationalité · 89, 90

Régime
- approche réaliste - · 211
- approches structuralistes · 18
- d'accumulation financiarisée - · 26, 39, 70, 73, 75, 192, 319, 354
- financier international - · i, 15, 16, 17, 18, 19, 97, 158, 159, 162, 243, 253, 269, 298, 299, 301, 303, 418

réglementation prudentielle · 228, 231, 233, 237, 316, 342
 Reports on the Observance of Standards and Codes · 220
 répression financière · 85, 419
 Reréglementation concurrentielle · 19, 52, 53, 55, 58, 60, 61, 63, 69, 110, 158
 réserves de change · 144, 146, 147, 153, 155, 156, 166, 220, 221, 289, 290, 293, 295, 416, 417
 Retour par actif · 41, 42
 Retour par action · 41, 42
 Roumanie · 167
 Royaume Uni · 100, 102, 105, 109, 110, 112, 116, 118, 121, 123, 125, 128, 133, 148, 149, 150, 194, 222, 243, 264, 268
 Russie · 122, 135, 152, 167, 176, 178, 218, 259

S

seigneurage · 244, 245, 246, 269, 297, 321, 421
 Sénégal · 166
 SME · 148, 166, 167, 176
 soutenabilité · 162, 244, 269, 270, 271, 272, 273, 274, 275, 277, 278, 279, 282, 283, 284, 286, 287, 289, 294, 297, 299, 384, 416, 421, 422
 - indicateurs de sentier - · 274, 276, 278, 422
 - indicateurs de seuil - · 274, 275, 276, 277, 422
 Special Data Dissemination Standard · 220
 Standard & Poor's · 220
 Suisse · 110, 135, 148, 149

Système financier international · 7, 18, 19, 22, 23, 79, 90, 116, 119, 125, 126, 127, 128, 134, 135, 139, 142, 145, 146, 156, 158, 164, 165, 174, 179, 180, 199, 205, 207, 209, 210, 212, 213, 223, 244, 246, 252, 273, 298, 323, 325, 336
 Système monétaire international · 22, 93, 94, 112, 203, 217

T

Thaïlande · 166, 171, 176, 177, 205
 théorie de l'agence · 380
 Turquie · 167, 218, 222

U

Ukraine · 167
 Union européenne · 138
 Union Soviétique · 91, 105
 Uruguay · 113, 166, 364

V

Value at Risk · 235

W

WFE · 39, 138, 415
 Worldcom · 197,

Index des noms propres

A

Abbas, Mehdi · 3, 306
Abbott, Kenneth · 226, 306
Abiad, Abdul · 221, 306
Adams, F. Gerard · 113, 306
Agénor, Pierre-Richard · 135, 306
Aglietta, Michel · 24, 25, 26, 75, 126, 176,
178, 180, 185, 187, 190, 193, 195, 196, 216,
221, 223, 237, 265, 286, 296, 306, 307
Aizenman, Joshua · 156, 204, 224, 307
Akhavein, Jalal · 33, 307
Alesina, Alberto · 87, 307
Allegret, Jean Pierre · 307
Allen, Franklin · 33, 60, 340
Allen, Linda · 236, 308
Altman, Edward · 238, 308
Anderson, Perry · 93, 308
Ando, Albert · 71, 308
Andrews, David · 80, 90, 146, 308, 335, 351
Arestis, Philip · 177, 178, 196, 200, 201, 308,
309
Armijo, Leslie · 211, 223, 309, 312, 320, 343
Arnold, Bruce · 260, 309
Aronson, Jonathan · 104, 309
Arora, Vivek · 273, 309
Artus, Patrick · 274, 291, 292, 295, 309
Attanasio, Orazio · 262, 309
Auerbach, Alan · 283, 310
Azuelos, Martine · 123, 310, 327

B

Bacchetta, Philippe · 151, 306, 310
Bagehot, Walter · 10, 310
Bandiera, Oriana · 263, 310
Bangia, Anil · 239, 310
Banks, James · 264, 310
Barbé, Sébastien · 296, 311
Baudru, Daniel · 190, 311
Bayoumi, Tamim · 264, 265, 311
Beck, Thorsten · 86, 311
Becker, Gary · 65, 311
Bekaert, Geert · 129, 133, 312
Belke, Ansgar · 177, 312
Bell, James · 176, 312
Bellofiore, Riccardo · 182, 200, 206, 308, 312,
341, 347
Béranger, Florence · 233, 237, 238, 239, 312
Berdot, Jean-Pierre · 129, 131, 132, 133, 134,
203, 312
Berg, Andrew · 176, 221, 312
Berger, Allen · 40, 42, 44, 45, 48, 54, 312
Berges, Angel · 32, 366
Berglöf, Eric · 66, 312
Bergsten, C. Fred · 211, 213, 221, 251, 256,
274, 281, 293, 312, 313, 320, 332, 345, 348,
354
Bernhard, William · 89, 313
Bertaut, Carol · 139, 140, 143, 313
Berthaud, Pierre · 3
Bhagwati, Jagdish · 68, 313
Billaudot, Bernard · 26, 27, 313

Birnbaum, Jeffrey · 72, 313
 Bleaney, Michael · 171, 313
 Blundell, Richard · 264, 310
 Blustein, Paul · 226, 314
 Bonner, William · 270, 314
 Bonte, Rudi · 230, 314
 Boot, Arnould · 32, 60, 314
 Bordo, Michael · 81, 128, 129, 165, 167, 169,
 170, 171, 202, 314, 315, 326, 351
 Borensztein, Eduardo · 221, 312
 Borio, Claudio · 236, 315
 Bossone, Biagio · 60, 315
 Boubel, Aurélie · 23, 189, 315
 Boucher, Christophe · 168, 315
 Bourguinat, Henri · 28, 34, 35, 315
 Boyer, Robert · 24, 34, 74, 75, 167, 168, 173,
 175, 199, 315, 318
 Boyer, Yves · 2, 315
 Brender, Anton · 187, 306
 Brennan, Geoffrey · 66, 316
 Brennan, Michael · 196, 316
 Brimmer, Andrew · 120, 316
 Brook, Anne Marie · 281, 282, 316, 383, 386,
 387
 Brossard, Olivier · 184, 186, 187, 200, 228,
 316
 Brumberg, Richard · 71, 348
 Brune, Nancy · 88, 316
 Brunelle, Dorval · 3
 Bryant, Ralph · 80, 253, 316, 346
 Buchanan, James · 66, 316
 Budzeika, George · 43, 316
 Burman, Leonard · 285, 316
 Burn, Gary · 105, 316

Bush, Georges W. · 115, 256, 260, 284

C

Calomiris, Charles · 216, 317
 Calvo, Guillermo · 202, 314, 317, 346, 353
 Campbell, John · 129, 130, 133, 317
 Canales-Kriljenko, Jorge Iván · 147, 148, 317
 Caporale, Guglielmo · 177, 178, 308
 Caprio, Gerard · 170, 317
 Cargill, Thomas · 51, 54, 317
 Carpenter, Seth · 239, 317
 Cartapanis, André · 3, 176, 199, 212, 317, 318
 Cassis, Youssef · 299, 318, 365
 Catarineu-Rabell, Eva · 238, 239, 318
 Cerny, Philip · 52, 60, 80, 81, 90, 103, 113,
 120, 123, 318, 319, 334, 335, 364, 366
 Chandler, M. · 246, 355
 Chan-Lau, Jorge · 178, 319
 Chavagneux, Christian · 13, 319
 Chelley-Steeley, Patricia · 134, 319
 Chesnais, François · 26, 39, 74, 75, 192, 216,
 319, 321, 323, 331, 334, 336, 354, 358, 359,
 360
 Chetoui, Hicham · 228, 316
 Chevalier, Jean-Marie · 300, 301, 319, 336,
 348
 Chinn, Menzie · 130, 133, 275, 319, 329, 345
 Choi, Sang Rim · 138, 139, 320
 Cipollini, Andra · 177, 178, 308
 Clark, William · 87, 320
 Cline, William · 222, 281, 320
 Clinton, William · 110, 111, 115, 213, 218,
 323
 Cohen, Benjamin · 48, 79, 82, 106, 273, 320

Cohen, Daniel · 74, 174, 175, 176, 320, 321, 346
 Coleman, William · 52, 57, 321
 Constantin, Christian · 291, 292, 321
 Conybeare, John · 106, 321
 Cooper, Richard · 289, 321
 Corbin, Annie · 245, 321
 Corbridge, Stuart · 105, 321, 362
 Coudert, Virginie · 187, 306
 Couharde, Cécile · 216, 321
 Cox, Robert · 14, 16, 322
 Criqui, Patrick · 3
 Crockett, Andrew · 229, 322

D

D'Arista, Jane · 216, 322
 Dailami, Mansoor · 88, 322
 Dam, Kenneth · 114, 322
 Damian, Michel · 3
 Danielsson, Jón · 196, 237, 242, 322
 Davanne, Olivier · 213, 222, 223, 323
 Davey, Melissa · 268, 323
 Davis, E. Philip · 161, 323
 De Boissieu, Christian · 193, 323, 348
 De Brunhoff, Suzanne · 216, 323
 De Cecco, Marcello · 106, 323
 De Gregorio, Jose · 213, 323
 De Mello, Luiz · 257, 323
 De Serres, Alain · 255, 262, 266, 267, 269
 De Swan, Tom · 228
 Deblock, Christian · 226, 291, 292, 321, 366
 Debonneuil, Michèle · 74, 320
 Dehove, Mario · 167, 168, 173, 175, 199, 315, 318

Dell'Ariccia, Giovani · 170, 323
 Delong, Bradford · 111, 323
 Demirgüç-Kunt, Asli · 86, 204, 311, 323
 Detragiache, Enrica · 170, 204, 323
 Devereux, Michael · 146, 293, 324
 Dewatripont, Mathias · 65, 324
 Diamond, Douglas · 64, 324
 Dietsch, Michel · 235, 239, 324
 Dobson, Wendy · 171, 324
 Dodd, Randall · 206, 324
 Donnenfeld, Sabtai · 150, 151, 324
 Dooley, Michael · 288, 324
 Dos Santos, Claudio · 282, 283, 360
 Dowd, Kevin · 51, 317, 324
 Dropsy, Vincent · 176, 318
 Drouin, Michel · 34, 36, 325
 Duffie, Darrel · 33, 325
 Duménil, Gérard · 302, 325
 Dupont, Dominique · 142, 143, 325
 Dybvig, Philip · 64, 324
 Dymski, Gary · 201, 325
 Dynan, Karen · 265, 325

E

Edison, Hali · 77, 264, 265, 311, 325
 Edwards, Franklin · 42, 48, 325
 Edwards, Sebastian · 286, 325, 326
 Eichengreen, Barry · 95, 111, 122, 130, 155, 163, 167, 168, 169, 170, 171, 201, 217, 223, 224, 294, 295, 296, 309, 314, 323, 326, 327
 Einstein, Albert · 244
 Elkins, Zachary · 81, 360
 Engen, Eric · 38, 327
 Ericsson, Neil · 253, 346

Esaka, Taro · 152, 327
Esposito, Marie Claude · 123, 327
Estiot, Alexandra · 246, 256, 259, 260, 261,
264, 327
Evans, Peter · 59, 69, 82, 328

F

Fama, Eugene · 6, 328
Fayolle, Jacky · 51, 328
Feldstein, Martin · 128, 131, 132, 135, 328,
343
FENELON, François de la Mothe · 22
Ferguson, Niall · 61
Fernández-Izquierdo, Ángeles · 178, 328
Ferri, Piero · 183, 200, 206, 308, 312, 341, 347
Figuert, J-M. · 209, 328
Fischer, Stanley · 211, 328, 329
Fisher, Irving · 5, 328, 356
Flandreau, Marc · 128, 131, 168, 202, 274,
275, 329
Fleming, Michael · 143, 144, 329
Florini, Ann · 219, 329
Folkerts-Landau, David · 288, 324
Fontaine, Patrice · 22, 329
Forbes, Kristin · 329
Frame, W. Scott · 32, 33, 307, 329
Francis, Bill · 257, 343
Frankel, Jeffrey · 130, 330
Frenkel, Jacob · 253, 330
Frenkel, Michael · 204, 330
Freund, Caroline · 275, 330
Frieden, Jeffry · 83, 84, 320, 330
Friedman, Milton · 90
Frydl, Edward · 169, 170, 173, 330

Furfine, Craig · 237, 308, 315

G

Gale, Douglas · 33, 60, 307
Gale, William · 261, 284, 285, 316, 331
Garabiol, Dominique · 239, 240, 241, 324, 331
Garber, Peter · 288, 324
Garrett, Geoffrey · 88, 331
Gerbier, Bernard · 94, 331
Germain, Randall · 96, 331
Gijsberts, Merove · 73, 331
Gill, Stephen · 95, 331
Gills, Barry · 90, 319, 352
Gilpin, Robert · 12, 109, 332
Giraud, Pierre-Noël · 7, 40, 70, 71, 332
Glick, Ruven · 177, 332
Glickman, Murray · 196, 201, 309
Godley, Wynne · 256, 332
Gokhale, J. · 262, 332
Goldberg, Lawrence · 43, 130, 133, 332, 333
Goldstein, Morris · 221, 332
Goodhart, Charles · 237, 332
Goodman, John · 85, 332
Gorton, Gary · 198, 333
Gourinchas, Pierre Olivier · 278, 333
Gowan, Peter · 108, 113, 122
Gramsci, Antonio · 93, 308, 322, 331, 345
Grasco, Richard · 126, 333
Graz, Jean-Christophe · 16, 333
Green, Joshua · 258, 337
Greenspan, Alan · 74, 292, 333
Griever, William · 139, 140, 143, 313, 333
Grilli, Vittorio · 268, 333
Griswold, Daniel · 260, 333

Grosse, Robert · 43, 333
 Grossman, Gene · 272, 333, 351
 Grossman, Sanford · 6, 333
 Gruben, William · 268, 333, 334
 Gupta, Poonam · 171, 334
 Guttman, Robert · 209, 334
 Gyohten, Toyoo · 107, 366

H

Haas, Peter · 91, 334
 Halevi, Joseph · 3
 Hamao, Yasushi · 130, 317
 Hamet, Joanne · 22, 329
 Hansen, Ole · 67, 340
 Harrod, Roy · 244, 245, 334
 Hartmann, Philipp · 150, 151, 334
 Harvey, Campbell · 129, 133, 311, 312, 351, 352
 Hasenclever, Andreas · 15, 334
 Hassan, M. Kabir · 178, 337
 Haug, Alfred · 150, 151, 324
 Hausmann, Ricardo · 200, 201, 334
 Haussman, Ricardo · 201, 326
 Hayek, Friedrich Von · 90
 Heathcote, Jonathan · 302, 334
 Helleiner, Eric · 90, 108, 110, 112, 120, 146, 334, 335
 Henning, C. Randall · 90, 146, 308, 335, 351
 Hicks, John · 26, 187
 Higgins, Matthew · 156, 295
 Hobson, John · 67, 68, 335, 359
 Hoggarth, Glenn · 169, 170, 171, 172, 173, 335
 Holtz-Eakin, Douglas · 292, 335
 Honohan, Patrick · 172, 173, 336

Hooper, Peter · 253, 316, 346
 Horioka, Charles · 128, 131, 132, 135, 328, 343
 Houthakker, Hendrick · 259, 282, 336
 Hoyrup, David · 291, 292, 294, 365
 Hufbauer, Gary · 171, 324
 Hung, Juann · 260, 336

I

Inclan, Carla · 84, 87, 89, 355
 Izurieta, Alex · 256, 332

J

Jackson, Patricia · 209, 238, 239, 318, 341
 Jacobson, Harold · 82, 328
 Jacquet, Pierre · 223, 301, 336
 Jafry, Yusuf · 239, 336
 Jeanne, Olivier · 166, 333, 336
 Jensen, Michael · 8, 190, 336
 Jeong, Jin-Gil · 203, 336
 Jetin, Bruno · 216, 323
 Johnson, Lindon · 62, 104, 337
 Jones, Ronald · 120, 253, 330, 337
 Judson, Ruth · 148, 337, 354

K

Kabir, M. Humayun · 178, 337
 Kahler, Miles · 82, 337, 360
 Kaminsky, Graciela · 173, 177, 178, 179, 205, 221, 337
 Kandil, Magda · 258, 337
 Kant, Immanuel · 303

Kapstein, Ethan · 31, 48, 107, 108, 109, 118,
123, 124, 338

Kashyap, Anil · 40, 42, 44, 45, 48, 54, 312

Kassimatis, Konstantinos · 204, 338

Kastner, Scott · 88, 89, 338

Katzenstein, Peter · 83, 338

Kébabdjian, Gérard · 11, 82, 129, 131, 132,
133, 134, 203, 215, 312, 338, 339

Kechdi, Med · 192, 339

Keck, Margaret · 91, 339

Keenes, Eric · 95, 96

Kehoe, Richard · 38, 327

Kei-My, Y. · 259, 260, 351

Kelly, Marjorie · 192, 339

Kenen, Peter · 122, 132, 253, 326, 327, 330,
337, 339, 351

Kennedy, John F. · 62, 104

Kennickell, Arthur · 266, 267, 307, 339

Keohane, Robert · 12, 14, 322, 339, 348

Keynes, John Maynard · 5, 6, 184, 318, 340,
348, 354

Khan, Aubhik · 60, 340

Kindleberger, Charles · 3, 9, 12, 93, 116, 163,
208, 340

Kireyev, Alexei · 116, 340

Kirsanova, Tatiana · 262, 340

Kjær, Anne · 67, 340

Klevmaken, N. Anders · 266, 341

Klingebiel, Daniela · 167, 170, 172, 173, 317,
336

Klitgaard, Thomas · 156, 295, 335

Kocherlakota, Narayana · 7, 341

Kongsrud, Per Mathis · 257, 323

Kowaleski, Kim · 260, 336

Kraay, Aart · 129, 341

Krasner, Stephen · 12, 211, 341, 358

Kregel, Jan · 182, 206, 341

Kroszner, Randall · 53, 54, 55, 56, 61, 64, 65,
209, 341

Krueger, Ann · 225

Krugman, Paul · 166, 175, 217, 341, 342

Kubursi, Atif · 107, 342

Kurihara, Kenneth · 71, 342, 348

L

Labaton, Stephen · 69, 342

Lacoue-Labarthe, Dominique · 228, 342

Lafuente, Juan Angel · 178, 328

Laïdi, Zaki · 96, 342

Lake, David · 82, 320, 330, 337, 360

Lane, Philip · 129, 203, 340, 342, 343

Langley, paul · 212, 343

Laurence, Henry · 223, 343

Lavigne, Stéphanie · 72, 190, 191, 311, 343

Law, David · 81, 86, 95, 306, 311, 331, 360

Lawton, Thomas · 15, 343, 364

Le Prestre, Philippe · 4

Leachman, Lori · 257, 343

Leblang, David · 83, 85, 89, 313, 327, 343

Leconte, Pierre · 246, 343

Lee, Dwight · 80, 346

Lee, Gary · 139, 333

Lee, Jaewoo · 290, 338, 343

Leech, Dennis · 101, 343

Légaré, Greg · 95, 96, 356

Lehnert, Andreas · 38, 327

Lelart, Michel · 136, 343

Léonard, Jacques · 46, 129, 131, 132, 133, 134,
203, 312, 343
Leroux, François · 42, 48, 343
Levine, Ross · 86, 311, 343
Levy, Dominique · 24, 152, 177, 256, 281,
283, 302, 308, 325, 332, 344, 352, 360, 367,
387
Levy-Yeyati, Eduardo · 152, 344
Leyshon, Andrew · 26, 344
Li, Quan · 84, 115, 344
Locatelli, Catherine · 4
Lorenzi, Jean-Hervé · 193, 348
Loriaux, Michael · 82, 83, 96, 103, 344
Lothian, James · 128, 130, 133, 325, 332, 344
Lovett, William · 44, 344
Lowe, Philip · 237, 315
Lown, Cara · 55, 58, 344
Lucas, Robert · 216, 344
Ludwig, Alexander · 55, 264, 344, 373
Lumsdaine, Robin · 129, 312
Lupton, Joseph · 266, 341
Lusardi, Annamaria · 263, 264, 265, 266, 267,
344, 345
Lyons, Richard · 122, 205, 327, 337, 339

M

Macciocchi, Maria-Antonietta · 93, 345
Macleod, Alex · 4, 365
Madarassy, Rita · 130, 133, 345
Madrick, Jeff · 91, 345
Magee, Stephen · 259, 282, 336
Mahajan, Sandeep · 60, 315
Maki, Dean · 265, 267, 325, 345
Mametz, Sophie · 176, 318

Mankiw, N. Gregory · 153, 345
Mann, Catherine · 252, 253, 255, 259, 274,
281, 282, 288, 302, 316, 346, 387
Mansur, Salim · 107, 342
Marion, Nancy · 156, 307
Marquez, Jaime · 253, 346
Martin, Ron · 24, 105, 128, 225, 321, 349, 362,
364
Martinez-Peria, Maria Soledad · 167, 171
Marx, Karl · 5, 333, 354
Masson, Paul · 177, 346
Mathieson, Donald · 155, 178, 319, 327
Mayer, Peter · 15, 334
Mazier, Jacques · 216, 321
Mc Donough, William · 228, 229, 231, 236,
237, 240
McCombie, John · 272, 346
McKenzie, Richard · 80, 346
McKinnon, Ronald · 4, 17, 150, 152, 153, 154,
245, 268, 287, 289, 290, 301, 346, 347
McLaughlin, Susan · 56, 346
McLeod, Darryl · 268, 333, 334
Meckling, William · 8, 336
Mehrling, Perry · 182, 347
Meigs, A. James · 282, 347
Mélandri, Pierre · 100, 347
Mendoza, Ronald · 290, 347
Merton, Robert · 31, 34, 239, 347
Milesi-Ferretti, Gian Maria · 129, 203, 268,
273, 333, 342, 343, 347
Miller, Merton · 31, 34, 348
Milleron, Jean-Claude · 269
Minsky, Hyman · 8, 10, 20, 162, 163, 164,
180, 181, 182, 183, 184, 200, 201, 206, 207,

236, 286, 301, 308, 312, 325, 341, 347, 348,
349, 352, 367

Mishkin, Frederic · 42, 48, 348

Mishra, Deepak · 171, 334

Mistral, Jacques · 193, 213, 214, 300, 301,
319, 336, 348

Moatti, Sandra · 221, 306

Modigliani, Franco · 71, 308, 348

Moffitt, Michael · 104, 348

Mohatarem, G. Mustafa · 251, 348

Moran, Michael · 24, 52, 57, 115, 209, 349

Morin, François · 190, 311

Mosley, Layna · 15, 88, 268, 349

Moutot, Philippe · 180, 306

Murphy, Robert · 131, 349

Mussa, Michael · 253, 330

N

Nagel, Stuart · 115, 344, 349

Namur, Dominique · 132, 343

Nasica, Éric · 182, 188, 236, 349

Nesvetailova, Anastasia · 302, 349

Nevile, Ann · 103, 349

Nguyen The, Van · 233, 239, 242, 350

Nickell, Pamela · 239, 350

Nikkinen, Jussi · 350

Nixon, Richard · 107, 112

Nordhaus, William · 87, 261, 350

Nordlinger, Eric · 59, 350

North, Douglass · 66, 346, 350

Nouy, Danièle · 229, 240, 350

O

O'Brien, Richard · 80, 350

O'Hara, Phillip · 299, 351

O'Neill, Paul · 246

Oatley, Thomas · 87, 350

Obstfeld, Maurice · 81, 128, 129, 130, 132,
133, 166, 176, 272, 279, 314, 317, 346, 350,
351, 353

Odell, John · 90, 98, 351

Okunev, John · 130, 133, 332

Ollivaud, Patrice · 281, 282, 316, 383, 387

Olson, Mancur · 65, 352

Orange, Martine · 192, 352

Orléan, André · 25, 68, 306, 307, 352

Orszag, Peter · 283, 284, 285, 286, 331, 358

P

Pain, Darren · 176, 312

Palan, Ronen · 90, 319, 352

Palumbo, Michael · 265, 345

Panizza, Ugo · 200, 201, 334

Pansard, Fabrice · 23, 189, 315

Papadimitriou, Dimitri · 281, 282, 352, 387

Papaioannou, S. · 259, 353

Park, Daekeun · 138, 139, 320

Park, Yung · 296, 327

Parker, Jonathan · 261, 353

Pattillo, Catherine · 176, 221, 286, 312, 353

Pauly, Louis · 77, 85, 90, 109, 146, 308, 332,
335, 351, 353

Pelgrin, Florian · 255, 262, 266, 267, 269, 324

Pernot, Jean-Marie · 191, 359

Perraudin, William · 239, 350

Perri, Fabrizio · 302, 334
 Perroux, François · 11, 24, 25, 93, 94, 353
 Pesenti, Paolo · 199, 353
 Peterson, Peter · 270, 353
 Phylaktis, Kate · 130, 353
 Pierdzioch, Christian · 204, 330
 Piketty, Thomas · 266, 353
 Pisany-Ferry, Jean · 223, 336
 Plender, John · 103, 353
 Plihon, Dominique · *i*, 3, 2, 22, 26, 36, 37, 167,
 168, 173, 175, 191, 192, 199, 209, 315, 318,
 334, 354
 Poirson, Hélène · 286, 353
 Pollard, Patricia · 150, 151, 354
 Porte, Richard · 174, 175, 176, 321, 346
 Porter, Richard · 148, 337, 354
 Porter, Tony · 121, 321
 Portes, Richard · 122, 327
 Poterba, James · 266, 354
 Prasad, Eswar · 224, 275, 319, 354
 Prazmowski, Peter · 113, 306
 Preeg, Ernest · 293, 354
 Price, Robert · 257
 Pryor, Frederic · 262, 355
 Pujal, Armand · 229, 235, 355
 Putman, Robert · 82, 328, 355

Q

Quinland, J. · 246, 355
 Quinn, Dennis · 82, 84, 87, 88, 89, 91, 355

R

Rahi, Rohit · 33, 325

Rajan, Raghuram · 38, 86, 170, 355
 Ramchand, Latha · 178, 356
 Ravazzolo, Fabiola · 130, 353
 Razin, Azaf · 273, 330, 347
 Reagan, Ronald · 62, 101, 110, 114
 Rebérioux, Antoine · 190, 193, 195, 196, 237,
 286, 307
 Rector, Chad · 88, 89, 338
 Regan, Donald · 115
 Régnier, Jacques · 60, 61
 Reinhart, Carmen · 152, 173, 177, 178, 179,
 202, 221, 317, 337, 356
 Reis, Ricardo · 169, 170, 171, 172, 173, 335
 Resti, Andrea · 236, 238, 308, 356
 Retour par actif · 41, 42
 Retour par action · 41, 42
 Reuter, Peter · 216, 356
 Rey, Hélène · 278, 333
 Rhee, Yeongseop · 294, 295, 327
 Rhoades, Stephen · 45, 356
 Ricci, Luca · 286, 353
 Rioux, Jean-François · 95, 96
 Rioux, Michèle · 4, 68, 356
 Rittberger, Volker · 15, 334
 Rivière, Chantal · 131, 329
 Rodrik, Dani · 15, 303
 Rogoff, Kenneth · 152, 216, 272, 279, 291,
 333, 351, 356
 Rohaly, Jeffrey · 285, 316
 Romer, Romer · 268, 334, 357
 Rose, Andrew · 177, 332, 357
 Rosenau, James · 15, 343, 364
 Rosenthal, Howard · 66, 312
 Roturier, Patrick · 357

Roubini, Nouriel · 87, 205, 226, 275, 281, 293,
297, 307, 357, 358, 387
Rubin, Robert · 208, 283, 286, 358
Rueff, Jacques · 246
Rueschmeyer, Dietrich · 59, 328, 361
Rzepkowski, Bronka · 265, 296, 307

S

Sabelhaus, John · 261, 262, 331
Sack, Brian · 142, 143, 325, 356
Saez, Emmanuel · 266, 353
Sahay, Ratna · 171, 334
Sahlström, Petri · 350
Saidenberg, Marc · 235, 358
Salzmann, Bernard · 300, 348
Sandretto, René · 307
Santor, Eric · 179, 358
Saporta, Victoria · 169, 170, 171, 172, 173,
335
Sato, Kiyotaka · 150, 358
Sau, Lino · 206, 358
Saunders, Anthony · 33, 236, 308, 338, 358
Sauviat, Catherine · 191, 359
Sbracia, Massimo · 179, 359
Scalise, Joseph · 40, 42, 44, 45, 48, 54, 312
Scheve, Kenneth · 84, 359
Schinasi, Garry · 161, 359
Schmukler, Sergio · 205, 337
Schnabl, Gunther · 150, 154, 289, 290
Schroeder, Susan · 205, 359
Schubert, Eric · 32
Schuermann, Til · 235, 239, 336, 358
Schulmeister, Stephen · 203
Schumpeter, Joseph · 5, 31, 340, 359

Schwartz, Anna · 121, 359
Schwartz, Herman · 246, 359
Seabrooke, Leonard · 25, 40, 46, 51, 67, 68,
73, 97, 106, 121, 300, 359, 360
Seater, John · 256, 360
Sédillot, Frank · 281, 282, 316, 383, 387
Sefton, James · 262, 340
Segoviano, Miguel · 237, 332
Serfati, Claude · 357
Setser, Brad · 205, 226, 275, 281, 293, 297,
357, 387
Setser, Ralph · 177, 312
Shaikh, Anwar · 282, 283, 360
Shakespeare, William · 161
Shepherd, Matthew · 108, 109, 360
Shi, Kang · 146, 293, 324
Shiller, Robert · 301, 317
Shin, Hyun Song · 237, 322
Sikkink, Katherine · 91, 339
Simmons, Beth · 81, 360
Sinai, Allen · 283, 286, 358
Sironi, Andrea · 238, 308
Skalaban, Andrew · 57, 360
Skinner, Jonathan · 264, 265, 266, 267, 344,
345
Skocpol, Theda · 59, 328, 361
Slaugther, Matthew · 84, 359
Sløk, Torsten · 264, 325, 344
Smith, Clifford · 33, 361
Smith, Dale · 84, 344
Smith, James · 264, 310, 361
Snidal, Duncan · 226, 306
Sobel, Andrew · 51, 70, 83, 361
Soederberg, Susanne · 220, 224, 361

Solomon, Robert · 80, 361
 Soros, Georges · 216, 361
 Souleles, Nicholas · 198, 333
 Spero, Joan · 120, 361
 Spiro, David · 107, 361
 Stadtmann, Georg · 204, 330
 Stafford, Frank · 266, 341
 Starr-McCluer, Martha · 267, 339
 Steeley, James · 134, 319
 Stepczynski, Marian · 138, 149, 151, 203, 361
 Stiglitz, Joseph · 6, 101, 152, 175, 202, 211, 214, 333, 362
 Stone, Mark · 168, 171, 362
 Story, Johathan · 215, 362
 Strahan, Philip · 56, 59, 60, 61, 341, 362
 Strange, Susan · 4, 14, 15, 22, 40, 96, 105, 312, 343, 364
 Stubbs, Richard · 60, 107, 108, 318, 321, 342, 360, 362
 Sturzenegger, Frederico · 152, 344
 Summers, Lawrence · 270, 362
 Surette, Brian · 267, 339
 Susmel, Raul · 178, 356

T

Tai, Chu-Sheng · 179, 363
 Tamirisa, Natalia · 224, 363
 Taylor, Alan · 81, 128, 129, 130, 133, 202, 315, 351
 Teïletche, Jérôme · 233, 237, 238, 239, 312
 Tesar, Linda · 131, 363
 Thakor, Anjan · 32, 60
 Thirlwall, Anthony · 272, 346, 363
 Thomsen, Jens · 67, 340

Thornton, Jon · 262, 363
 Thrift, Nigel · 26, 105, 321, 344, 362, 372
 Tietmeyer, Hans · 218, 363
 Tille, Cédric · 199, 278, 353, 363
 Timberlake, Richard · 51, 317, 324
 Tirole, Jean · 65, 324
 Tobin, James · 216, 217, 327
 Tong, Hui · 294, 295, 327
 Toyoda, Maria · 91, 355
 Triffin, Robert · 244, 287
 Truman, Edwin · 216, 292, 356, 363
 Tschoegl, Adrian · 138, 139, 320
 Tsomocos, Dimitrios · 238, 239, 318
 Tubiana, Laurence · 223, 336
 Tufano, Peter · 32, 33, 34

U

Underhill, Geoffrey · 3, 11, 15, 60, 107, 108, 113, 215, 225, 318, 321, 342, 360, 362, 364

V

Vaïsse, Justin · 100
 Valeso, Francisco · 32, 366
 Vamvakidis, Athanasios · 273, 309
 Van Horne, James · 31, 32, 366
 Van Wincoop, Eric · 151, 310
 Vanel, Grégory · 93, 252, 287, 291, 292, 294, 365
 Varotto, Simone · 239, 350
 Vatikiotis, Michael · 122, 366
 Végh, Carlos · 177, 337
 Veilleux, Anik · 226, 366
 Venti, Steven · 264, 265, 266, 267, 344, 345

Verdier, Daniel · 61
 Verdun, Amy · 15, 343, 364
 Viñals, José · 32
 Vipond, Peter · 123, 366
 Viriot Durandal, Jean-Philippe · 72, 366
 Volcker, Paul · 107, 113, 118

W

Wade, Robert · 101, 366
 Waltz, Kenneth · 79
 Warnock, Francis · 139, 333
 Webb, Michael · 106, 366
 Weeks, Melvyn · 168, 171, 362
 Weller, Christian · 204, 367
 Wellons, Philip · 106, 108, 367
 White, Lawrence · 32, 33, 116, 307, 329, 338, ,
 358, 367
 Whitesell, William · 239, 317
 Wiggin, Addison · 270, 314
 Williamson, Jeffrey · 81, 128, 129, 202, 315,
 361
 Williamson, John · 313, 320, 345, 348, 354
 Wirjanto, Tony · 151, 368
 Witteveen, Johannes · 108
 Wojnilower, Albert · 145, 367
 Wolfson, Martin · 204, 367

Wray, L. Randall · 164, 4352, 367
 Wyplosz, Charles · 204, 217, 309, 327, 367

X

Xu, Juanyi · 146, 293, 324

Y

Yamada, Hiroshi · 130, 133, 367
 Yao, James · 178, 319
 Yousefi, Ayoub · 151, 368
 Yu, Chwo Ming · 139, 320
 Yusuf, Shahid · 152, 346, 362

Z

Zaghini, Andrea · 179, 359
 Zahir, Farah · 60, 315
 Zakrajsek, Egon · 239, 317
 Zezza, Gennaro · 282, 283, 360
 Zhang, Xiaoke · 215, 348, 362
 Zigrand, Jean-Pierre · 237, 322
 Zingales, Luigi · 38, 86, 355
 Zumer, Frédéric · 168, 274, 275

Liste des acronymes

AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AMEX	American Stock Exchange
APEC	Asia-Pacific Economic Cooperation
ASEAN	Association of South-East Asian Nations
BRI	Banque des Règlements Internationaux
BGFRS	Board of the Governors of the Federal Reserve System
CBO	Congressional Budget Office
CEE	Communauté Économique Européenne
CEPA	Center for Economic Policy Analysis
CIA	Central Intelligence Agency
CIMM	Chicago International Money Market
ESF	Exchange Stabilization Fund
FASB	Financial Accounting Standards Board
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FMI	Fonds Monétaire International
FOMC	Federal Open Market Committee
FRBB	Federal Reserve Bank of Boston
FRBKC	Federal Reserve Bank of Kansas City
FRBNY	Federal Reserve Bank of New York
FSF	Forum de Stabilité Financière
FSLIC	Federal Savings and Loan Insurance Corporation
G7	Groupe des sept
G20	Groupe des vingt

G22	Groupe des Vingt-deux
GAO	General Accounting Office
GATT	General Agreement on Tariff and Trade
IASB	International Accounting Standard Board
IASC	International Accounting Standard Committee
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NBER	National Bureau of Economic Research
NIC	National Information Center
NYFE	New York Futures Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economique
OMC	Organisation Mondiale du Commerce
OPEP	Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
SEC	Securities and Exchange Commission
USTDRC	US Trade Deficit Review Commission
WFE	World Federation of Exchange

Table des tableaux

Tableau 1.1 : Poids des secteurs privés dans le PIB des États-Unis depuis 1970	30
Tableau 1.2 : Détention d'actions et d'obligations aux États-Unis.....	30
Tableau 1.3 : Les indices de la concentration bancaire américaine	45
Tableau 1.4 : Notionnel des contrats dérivés des sept premières banques américaines fin 2002...	49
Tableau 1.5: Dette publique aux États-Unis.....	62
Tableau 3.1 : Le poids économique et financier des États-Unis en 2002	127
Tableau 3.2 : Entrées et sorties de capitaux des États-Unis	140
Tableau 3.3 : Valeur de marché des avoirs et des engagements à long terme des États-Unis	140
Tableau 3.4 : Les fonctions actuelles du dollar	147
Tableau 3.5 : Le dollar sur le marché des changes.....	148
Tableau 3.6 : Distribution géographique des échanges sur le marché des changes	149
Tableau 3.7 : L'internationalisation des billets en circulation (1980-2004)	149
Tableau 3.8 : Les dépôts en eurodollars	155
Tableau 3.9 : Le dollar dans les réserves de change	156
Tableau 6.1 : Les indicateurs de soutenabilité (1991-2004)	277
Tableau 6.2 : Les stérilisations partielles des réserves de change (2000-2003).....	295

Table des figures

Figure 1.1 : Le rôle des investisseurs institutionnels	36
Figure 2.1: Le rôle directeur des États-Unis dans le mouvement de libéralisation du compte de capital .	99
Figure 4.1 : Les effets de la liquidité dans la phase de paroxysme	185

Table des graphiques

Graphique 1.1 : Décomposition du PIB américain par secteur (1970-2001).....	29
Graphique 1.2: Part des crédits des banques américaines dans le total des crédits du secteur financier (1975-2002).....	41
Graphique 1.3 : La rentabilité des banques américaines (1975-2002)	42
Graphique 1.4 : Part cumulée de l'encours des prêts des principaux concurrents des banques américaines dans le total du secteur financier.....	43
Graphique 1.5 : Revenu hors intérêts dans les revenus des banques américaines	47
Graphique 3.1 : Origine et destination des capitaux en 2004.....	137
Graphique 3.2 : Indice des prix de gros aux États-Unis.....	153
Graphique 4.1 : Une part de plus en plus forte de dividendes aux États-Unis.....	191
Graphique 6.1 : Le solde courant des États-Unis depuis les années soixante.....	249
Graphique 6.2 : Ventilation par poste de la balance commerciale américaine (1980 –2003).....	251
Graphique 6.3 : Épargne et investissement globaux aux États-Unis.....	254
Graphique 6.4 : Les soldes courant et budgétaire depuis 1980.....	255
Graphique 6.5 : Le rôle du différentiel de croissance	258
Graphique 6.6 : Évolution du taux d'épargne des ménages (1980-2003).....	261
Graphique 6.7 : Les projections budgétaires américaines (2003-2014).....	284
Graphique 6.8 : Répartition des réserves de change mondiales en Asie Orientale.....	290

Table des matières

INTRODUCTION GENERALE	1
Mondialisation, prépondérance économique des États-Unis et instabilité financière	1
Un impact fondamental sur la structure financière contemporaine.....	4
L'instabilité de la finance est inhérente au capitalisme	5
Apports et limites des analyses traditionnelles d'économie politique internationale.....	11
Pour une conception renouvelée de la notion de régime financier international.....	15
Contenu et étapes de la thèse.....	18
 PREMIERE PARTIE - LE POUVOIR STRUCTUREL DES ETATS-UNIS ET L'EMERGENCE DE L'ETALON DOLLAR.....	21
INTRODUCTION DE LA PREMIERE PARTIE	22
 CHAPITRE 1 – LE DEVELOPPEMENT DE LA FINANCE DE MARCHÉ AUX ÉTATS-UNIS.....	24
SECTION 1- LE MOUVEMENT STRUTUREL DE FINANCIARISATION DU CAPITALISME AMERICAIN	27
<i>A – Du financement bancaire à la finance de marché : le rôle des innovations financières et des investisseurs institutionnels</i>	<i>28</i>
1- La hausse du poids de la finance de marché.....	28
2- Innovations financières et apparition de nouveaux marchés financiers.....	31
3- La montée en puissance de nouveaux acteurs de la finance	35
<i>B – La transformation de la structure et de l'activité bancaires</i>	<i>39</i>
1- La concurrence, moteur de la transformation des banques américaines	40
2- Un mouvement de concentration bancaire sans précédent	44
3 – La transformation progressive du métier des banques : hybridation et « hors bilan »	46
SECTION 2 – L'ÉTAT AU CŒUR DE LA FINANCIARISATION DE L'ECONOMIE AMERICAINE	51
<i>A – L'activisme reréglementaire de l'État américain.....</i>	<i>52</i>
1- La politique de reréglementation concurrentielle	53
a – Les facteurs de la reréglementation concurrentielle.....	53
b - Les trois domaines de reréglementation	55
2 – La promotion de la finance de marché comme stratégie de financement de la dette publique	59
<i>B – La socialisation de la finance de marché : l'État, la communauté financière et les baby-boomers</i>	<i>63</i>
1- L'interaction structurante entre l'État et la communauté financière nationale	64
a – Les ambiguïtés de l'économie politique standard.....	64
b – L'hypothèse de l'enchâssement interactif	66
2 – La « haute finance » au service de la vie quotidienne.....	70

a- L'impact du vieillissement démographique et du « lobby gris »	70
b – Le double discours légitimant sur une nouvelle phase de croissance vertueuse	73
CONCLUSION DU CHAPITRE 1	76
CHAPITRE 2 – LE ROLE DIRECTEUR DES ÉTATS-UNIS DANS LA LIBERALISATION DU COMPTE DE CAPITAL.....	77
SECTION 1 – UNE ANALYSE DE LA LIBERALISATION DU COMPTE DE CAPITAL EN TERME D'ÉCONOMIE POLITIQUE INTERNATIONALE.....	79
<i>A - Le poids des États leaders au sein du système.....</i>	<i>80</i>
1 – La hausse de la fongibilité du capital.....	80
2 – L'interaction stratégique des États leaders.....	81
<i>B - Le rôle des conflits sociétaux et des institutions</i>	<i>82</i>
1- L'impact des groupes sociaux internationalistes	83
2 – La libéralisation par la fin de la répression financière dans les pays du Sud	85
3 – Le filtre des institutions nationales	86
<i>C - L'impact du renouveau néolibéral.....</i>	<i>87</i>
1 – L'absence d'effet partisan	87
2 – Le rôle du basculement idéologique néolibéral aux États-Unis	89
<i>D – L'impact particulier des États-Unis dans la libéralisation du compte de capital</i>	<i>92</i>
1 - L'hégémonie comme cadre d'analyse	93
2 – L'importance du pouvoir structurel dans le système monétaro-financier international	94
3 – Le rôle directeur des États-Unis.....	98
SECTION 2 – OBJECTIFS ET CONTENU DE LA POLITIQUE FINANCIERE INTERNATIONALE A LONG TERME DES ÉTATS-UNIS	102
<i>A- Le développement des forces de marché.....</i>	<i>104</i>
1 – La création et l'extension des eurodollars dans les années soixante	104
2 – La promotion du recyclage des pétrodollars.....	107
3- La politique d'attractivité internationale des actifs libellés en dollar	110
<i>B – La promotion de la liberté de circulation du capital</i>	<i>111</i>
1 – La préférence pour le non retour des contrôles en cas de crise	111
2 – La question de l'accès aux marchés financiers étrangers.....	113
<i>C – L'impératif de sécurisation financière internationale</i>	<i>116</i>
1 – Le privilège accordé aux politiques prudentielles basées sur le risque	117
2 – Une politique d'endiguement sélectif des crises	119
3 – La volonté de maintien du niveau national de régulation financière.....	123
CONCLUSION DU CHAPITRE 2 :	125
CHAPITRE 3 – LA REPOLARISATION DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL.....	126
SECTION 1 – L'INTEGRATION FINANCIERE CONCERNE SURTOUT LE CENTRE	128
<i>A- Les mesures de l'intégration financière internationale</i>	<i>128</i>
<i>B - Une différenciation importante entre pays riches et pays pauvres.....</i>	<i>131</i>

SECTION 2 - LES ÉTATS-UNIS, CENTRE NEURALGIQUE DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL	135
<i>A- La hausse de l'attractivité financière des États-Unis.....</i>	<i>135</i>
<i>B- Un mécanisme particulier de recyclage de l'épargne mondiale.....</i>	<i>139</i>
<i>C- Le rôle pivot du marché des titres du Trésor américains</i>	<i>142</i>
SECTION 3 - LA RESILIENCE DU DOLLAR EN TANT QUE DEVISE-CLE	146
<i>A- Les paiements internationaux s'effectuent en dollar</i>	<i>147</i>
<i>B- La valeur se mesure principalement en dollar.....</i>	<i>150</i>
<i>C- Le dollar, réserve de valeur incontestable.....</i>	<i>154</i>
CONCLUSION DE LA PREMIERE PARTIE	158
 SECONDE PARTIE - LA REPRODUCTIBILITE DE L'ETALON DOLLAR : LE ROLE DE L'INSTABILITE FINANCIERE	160
INTRODUCTION DE LA SECONDE PARTIE	161
CHAPITRE 4 – LE RETOUR D'UNE INSTABILITE FINANCIERE D'ORIGINE AMERICAINE	163
SECTION 1- LES CARACTERISTIQUES DES CRISES FINANCIERES DE L'ETALON DOLLAR.....	165
<i>A – Ampleur des crises financières contemporaines : les banques sont plus concernées qu'auparavant. 166</i>	
1- Une fréquence globale stable, sauf pour les crises bancaires	167
2- Des crises sévères, notamment lorsque les banques sont impliquées	169
a- Le coût global : difficulté d'estimation et variété de situations	169
b- Le coût fiscal: mêmes difficultés méthodologiques et même variété de situations	172
<i>B – Des crises de nature systémique.....</i>	<i>174</i>
1- Les fondamentaux ne sont pas forcément fragiles ou dégradés dans les pays émergents.....	174
2 – La diffusion internationale des crises financières récentes est importante.....	176
SECTION 2- LES ORIGINES DE LA FRAGILISATION FINANCIERE AUX ÉTATS-UNIS	180
<i>A- Innovations financières, liquidité et « marges de sécurité »: la tendance à une fragilisation financière endogène et collective.....</i>	<i>181</i>
1 – La variabilité endogène de la liquidité au cours du cycle financier	181
2 – Les innovations financières réduisent la liquidité globale de l'économie.....	186
<i>B - Gestion collective de l'épargne et nouvelles exigences de rentabilité financière: la tendance à l'augmentation des prises de risques.....</i>	<i>188</i>
<i>C - Financiarisation des normes et « créativité » comptable: le problème de la mesure des risques perçus 193</i>	
1 - L'introduction d'anticipations dans la comptabilité privée ou comment réintroduire le cycle financier dans l'évaluation des actifs et du résultat.....	194
2- La comptabilité « créative » : une possibilité légale d'épurer et de transformer les comptes en masquant les pertes potentielles	197
SECTION 3 – UNE AMPLIFICATION DES PROBLEMES FINANCIERS A LA PERIPHERIE	199
<i>A – La question de l'endettement dans une devise étrangère.....</i>	<i>200</i>
<i>B – La volatilité structurelle du taux de change du dollar</i>	<i>203</i>

<i>C – Les effets de l’ouverture et de la libéralisation financières</i>	204
CONCLUSION DU CHAPITRE 4	207
CHAPITRE 5 – L’AMBIVALENCE DES REACTIONS INSTITUTIONNELLES FACE A L’INSTABILITE FINANCIERE	208
SECTION 1 – LE VERITABLE OBJECTIF DE LA NOUVELLE ARCHITECTURE FINANCIERE INTERNATIONALE :	
CONSOLIDER LE PRINCIPE DE LIBRE CIRCULATION DU CAPITAL EN ENDIGUANT LES CRISES A LA PERIPHERIE..	211
<i>A – Un débat largement américain sur l’origine et la profondeur des crises financières à la périphérie ainsi que sur les propositions de réformes</i>	213
1 – Une version officielle américaine très partielle sur l’origine des crises dans les pays émergents	213
2 – Les propositions de réforme	215
<i>B – Une réforme a minima, tant dans les principes que dans les actes.....</i>	217
1- Les principes retenus : transparence, implication du secteur privé et coordination technique élargie.....	217
2- Un incrémentalisme institutionnel en lieu et place d’une réforme en profondeur	219
3- Un discours légitimant l’ordre financier international actuel	223
SECTION 2 – LA MISE EN PLACE D’UNE REGULATION MACRO-PRUDENTIELLE INTERNATIONALE A L’EFFICACITE EQUIVOQUE : BALE II ET SES CONTRADICTIONS	228
<i>A – Le nouveau dispositif prudentiel proposé : un approfondissement bien plus qu’une rupture.....</i>	229
1 – Les trois piliers de la réforme : exigence minimale de fonds propres, surveillance prudentielle et discipline de marché	231
2 – Le risque pondéré au cœur du dispositif.....	233
<i>B – Cette prudence là n’est pas forcément une vertu financière : apories et contradictions de Bâle II....</i>	236
1- La procyclicité potentiellement plus forte du nouveau ratio.....	236
2 – De possibles distorsions importantes de concurrence	240
CONCLUSION DU CHAPITRE 5	243
CHAPITRE 6 – PERMANENCE DE DESEQUILIBRES ET ENDETTEMENT DES ÉTATS-UNIS: LE SEIGNEURIAGE AMERICAIN EN QUESTION	244
SECTION 1- L’ORIGINE FINANCIERE DE LA BAISSSE DU TAUX D’EPARGNE DES ÉTATS-UNIS	248
<i>A – Des déséquilibres externes d’une ampleur inégalée</i>	248
1 – Un déficit courant en augmentation rapide	249
2 – La consommation de produits étrangers tire le déficit commercial à la baisse	251
<i>B – Une origine interne : la baisse du taux d’épargne nationale.....</i>	252
1 – Les déficits publics ont-ils un impact négatif et direct sur le solde courant ?	254
2 – La croissance américaine, encore et toujours.....	257
3 – Un facteur déterminant à long terme: la baisse du taux d’épargne des ménages	260
a – L’influence à très long terme de la dynamique démographique	262
b – Le rôle majeur de la financiarisation à partir des années quatre-vingt-dix	263
<i>La controverse sur l’effet de richesse</i>	263
<i>Les autres mécanismes d’influence de la financiarisation sur l’épargne des ménages.....</i>	267

SECTION 2 – UN EQUILIBRE AUTO RENFORÇANT DE LA « TERREUR FINANCIERE »	270
<i>A – Ajustement, solvabilité et soutenabilité : le cas particulier des États-Unis</i>	271
1 – La spécificité d'un ajustement des États-Unis	271
a- Le concept d'ajustement mène à celui de soutenabilité	272
b- Quel indicateur est le plus adapté au cas américain ?	274
<i>Les indicateurs de seuil</i>	275
<i>Les indicateurs de sentier</i>	276
2- Une dégradation importante de la soutenabilité dès la moitié des années quatre-vingt-dix	277
<i>B – La perspective d'un ajustement global majeur et son dépassement temporaire</i>	279
1 – Les effets hypothétiques d'un ajustement global	280
a- Les effets d'un hypothétique ajustement global	280
b- L'impact futur des finances publiques sur l'ajustement nécessaire	283
<i>La perspective d'une permanence du déficit budgétaire</i>	283
<i>L'augmentation de l'ajustement nécessaire et ses conséquences potentielles</i>	286
2 – La co-dépendance rationnelle des États et le renforcement temporaire du <i>statu quo</i>	287
a- La renaissance d'une périphérie	288
b – Les limites de la co-dépendance rationnelle	293
CONCLUSION DU CHAPITRE 6 :	297
CONCLUSION GENERALE	298
BIBLIOGRAPHIE	305
ANNEXES	369
ANNEXE 1 : ÉVOLUTIONS MAJEURES DU CADRE REGLEMENTAIRE ET INSTITUTIONNEL DU SECTEUR FINANCIER AUX ÉTATS-UNIS DEPUIS LES ANNEES VINGT	370
ANNEXE 2 : ANNEE DU DEMANTELEMENT DES RESTRICTIONS A L'EXPANSION GEOGRAPHIQUE DES BANQUES, PAR ÉTAT (ÉTATS-UNIS)	375
ANNEXE 3 : ÉVOLUTION DES SOLDES COURANTS	376
ANNEXE 4 : LA METHODE EVA – <i>ECONOMIC VALUE ADDED</i>	380
ANNEXE 5 : LES TRANSACTIONS COURANTES DES ÉTATS-UNIS (1960-2003)	382
ANNEXE 6 : LES TAUX DE CHANGE EFFECTIFS REELS DU DOLLAR, DU YEN ET DE L'EURO DEPUIS 1970	383
ANNEXE 7 : LES INDICATEURS DE SOUTENABILITE DES DESEQUILIBRES	384
ANNEXE 8 : QUELQUES SCENARIOS D'AJUSTEMENT A MOYEN TERME	386
INDEX THÉMATIQUE	388
INDEX DES NOMS PROPRES	394
LISTE DES ACRONYMES	406
TABLE DES TABLEAUX	408

TABLE DES FIGURES.....	408
TABLE DES GRAPHIQUES.....	409
TABLE DES MATIERES	410

L'ECONOMIE POLITIQUE DE L'ETALON DOLLAR LES ÉTATS-UNIS ET LE NOUVEAU REGIME FINANCIER INTERNATIONAL

Deux phénomènes marquent la structure financière contemporaine : sa globalisation et son instabilité conjoncturelle. Les théories économiques standard considèrent que la première a une origine exogène, alors que des imperfections des marchés expliqueraient la recrudescence de la seconde. De leur côté, les théories orthodoxes de l'Économie Politique Internationale considèrent que l'instabilité financière internationale ne peut pas être maîtrisée en raison de la fin du leadership des États-Unis.

La thèse proposée questionne ces deux interprétations, tant du point de vue théorique qu'empirique.

A partir d'une conception néo-wébérienne de l'État et d'une approche structuraliste du régime financier international, nous montrons que le facteur déterminant l'évolution de la structure financière a été la financiarisation de l'économie américaine. Un nouveau régime financier international (l'étalon dollar) s'est ainsi formé dès les années soixante-dix et consolidé dans les années quatre-vingt-dix. Il est constitué de la conjonction, au niveau international, d'un ordre libéralisé et d'un système repolarisé. Il accorde un rôle pivot aux titres du Trésor et au dollar américains, et permet aux États-Unis, en absorbant une part croissante de l'épargne mondiale, de financer à moindre coût leur déficit courant. Or, une analyse à la Minsky montre que ce nouveau régime est à l'origine du renouvellement de l'instabilité financière, et engendre un effet paradoxal : la concomitance du renforcement de l'adhésion à ce régime des acteurs-clés (les Banques Centrales) et de déséquilibres macroéconomiques mondiaux cumulatifs, qui posent la question de la soutenabilité d'une telle dynamique.

Mots clés : Etats-Unis, étalon dollar, économie politique internationale, instabilité financière internationale, balance des paiements.

THE POLITICAL ECONOMY OF THE DOLLAR STANDARD THE UNITED-STATES AND THE NEW INTERNATIONAL FINANCIAL REGIME

Two phenomena characterize the current financial structure: its globalization and its instability. Firstly, standard economic theories consider that the first one has an exogenous origin, whereas market imperfections could explain the outbreak of the second. Secondly, orthodox International Political Economy theories consider that international financial instability can not be managed because of the end of the United-States leadership.

We suggest a thesis that contests these interpretations, in theory and in practice.

Using a neo-weberian conception of the State and a structuralist approach of the international financial regime, we show that the financierization of the U.S. economy is the key factor of the financial structure evolution. A new international financial regime (the dollar standard) was born in the seventies and has been stabilized since the nineties. At the international level, it is made of a liberalized order and a new polarised system. It gives a key function to U.S Treasury securities and dollar, and let the United-States to finance their current account deficit, as they absorb a growing part of the world saving. Nevertheless, using Minsky conceptions of finance, we show that this new regime is the cause of the outbreak of financial instability. It produces a paradoxal effect: in the same time, it strengthens key actors adhesion to this regime, especially adhesion of Central Banks, whereas cumulative world imbalances that could cause the collapse of the regime are growing.

Key words: United-States, dollard standard, international political economy, international financial instability, balance of payments.