THEME 2 : LA DYNAMIQUE DE LA MONDIALISATION FINACIERE

CHAPITRE 2
RELATIONS MONETAIRES ET FINANCIERES INTERNATIONALES

- DOSSIER DOCUMENTAIRE –

Document 1 : Les fonctions d'une monnaie internationale

Fonctions	Secteur privé	Secteur public
Moyen de paiement	Véhicule	Interventions
Unité de compte	Facturation	Ancrage
Réserve de valeur	Arbitrage	Réserves

Source : P. Krugman : " The International Role of the Dollar : Theory and Prospects " in " Currencies and Crises ", MIT Press, 1991

Document 2 : Le mécanisme des points d'or

Un franc français correspond à 322,5 mg d'or (une pièce de 20 francs pèse 6,45 g). Supposons qu'une livre sterling correspond, à un moment donné à 3.225 g et vaut donc 10 francs français. Une entreprise française doit régler 1 000 livres à une entreprise britannique. Elle peut procéder de deux façons :

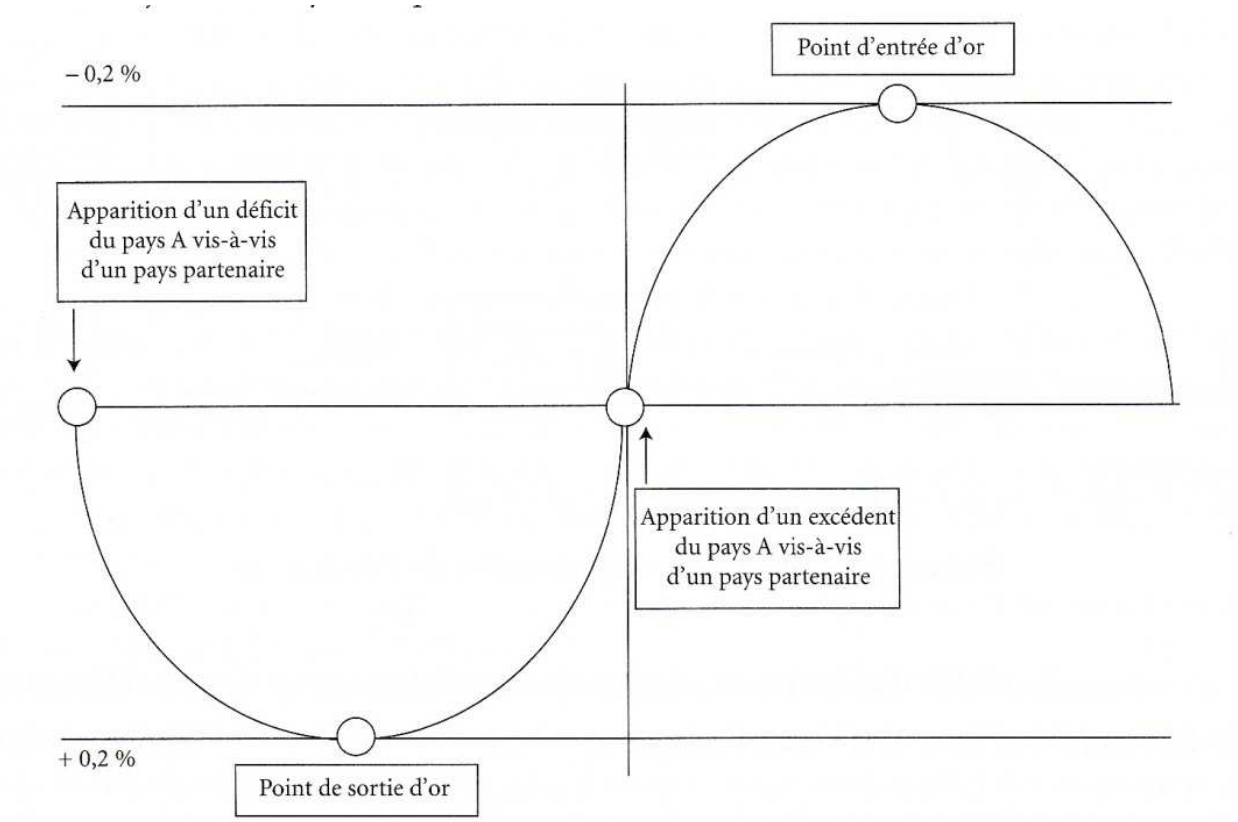
- si elle demande à sa banque de régler pour son compte ces 1000 livres par l'intermédiaire de son correspondant à Londres, il lui en coûtera 10 000 francs plus la commission, par exemple 10 150 francs ;
- si elle achète avec 10 000 francs 500 pièces d'or, ou même trois lingots et 35 pièces qui coûtent la même chose, il lui en coûtera 10 000 francs plus les frais d'envoi qui sont certainement plus élevés que la commission précédente : par exemple 400 francs, soit 10 400 francs.

L'entreprise choisira la première solution... tant qu'elle sera moins coûteuse qu'elle sera moins coûteuse que la seconde. Car le coût de la livre peut varier. S'il atteint 10,25 francs, les deux solutions sont identiques. S'il dépasse 10,25 francs, la seconde solution devient plus intéressante : l'entreprise achète de l'or qu'elle envoie à Londres. 10,25 francs pour une livre est ***le point de sortie de l'or***.

À l'inverse, une entreprise britannique doit régler 10 000 francs à une entreprise française. Le transfert bancaire va lui coûter 1 015 livres. L'envoi de métal va lui coûter 1 040 livres. Elle aura intérêt à envoyer de l'or en France à partir du moment où l'achat de l0 000 francs lui coûtera 1 025 livres (soit 1 040 avec la commission). Lorsque la livre vaut moins de 9,75 francs (10000/ 1025), l'entreprise française est réglée en or. ***C'est le point d'entrée de l'or***.

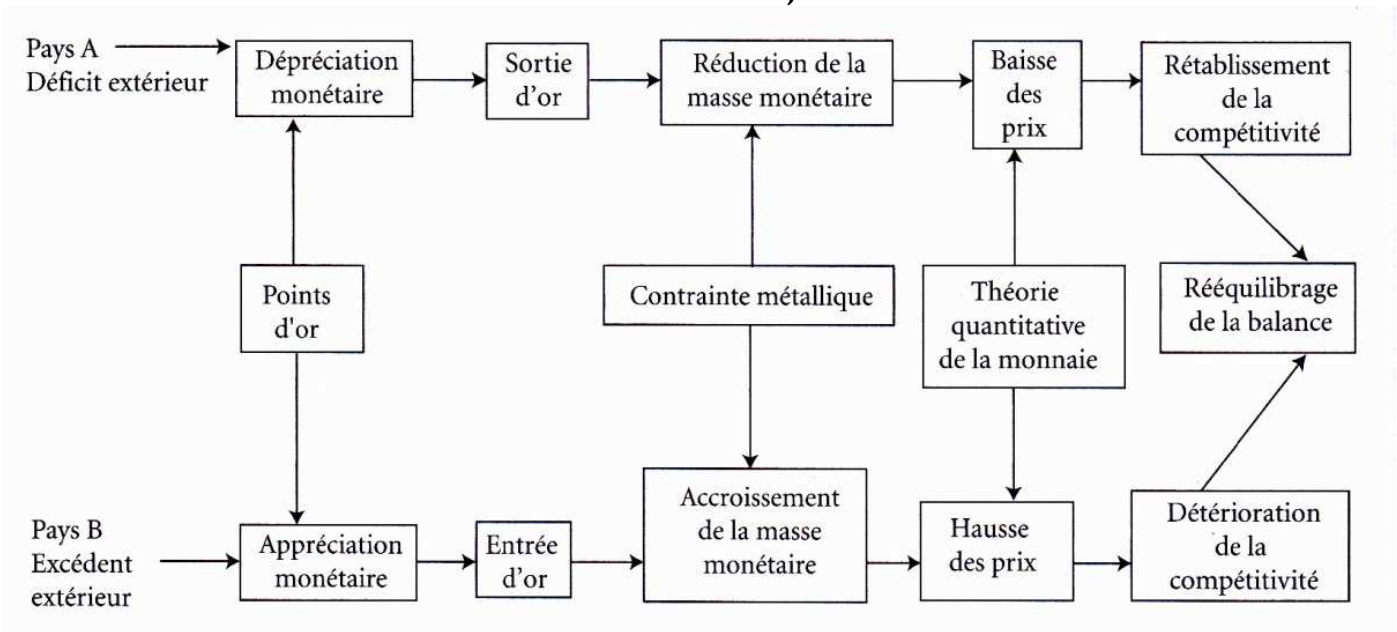
Source : M. Lelart, Le système monétaire international, La découverte, 2011

Document 3 : Le mécanisme des points d'or (bis)



Source : Sous la direction de M. Montoussé, Manuel Bréal

Document 4 : Le mécanisme d'ajustement de l'étalon-or



Source : J.-P. Delas, Les relations monétaires internationales, Vuibert 1994 repris dans « Sous la direction de M. Montoussé, Manuel Bréal »

Document 5 : Le rôle international de la livre au XIXème

Ce phénomène est étroitement lié à la révolution technique et industrielle qui a touché en priorité la Grande-Bretagne. Ce pays se met à produire à l'échelle du monde. Il lui faut acheter des matières premières et vendre des produits fabriqués. Il a l'avantage d'avoir de nombreuses colonies, du Canada à la Nouvelle-Zélande. Il dispose d'une flotte marchande considérable qui assurera une part

croissante du fret international et qui lui donnera un véritable monopole de l'assurance. Et la liberté du commerce est officiellement proclamée dès 1850 : « Laissez faire, laissez passer. »
Le commerce appelle naturellement la banque. Là aussi, la Grande-Bretagne dispose d'atouts considérables. Les banques s'y sont développées très vite, et dès 1830 elles ont commencé à se répandre à l'étranger. À partir de 1870, ce sont les banques étrangères qui ouvrent une agence à Londres. La progression des *overseas and foreign banks* est spectaculaire : elles étaient dix dans la City en 1842, elles sont soixante en 1867 et cent trente-cinq à la veille de la Première Guerre mondiale. Le réseau bancaire britannique a joué un rôle de premier plan dans la progression du commerce extérieur de la Grande-Bretagne et l'utilisation grandissante de sa monnaie dans les échanges internationaux.
Les banques sont indispensables pour assurer l'accumulation du capital dont se nourrit la révolution industrielle. Les premières banques ont pris davantage de participations qu'elles n'ont fait d'escompte, et elles ont reçu des dépôts à terme avant d'ouvrir des comptes à vue. Les *merchant banks* se sont spécialisées dans ce genre d'opérations, elles ont surtout répondu aux besoins des pays étrangers. Car l'épargne britannique a permis de financer des investissements partout dans le monde. Dès le début du XXe siècle, des emprunts étaient régulièrement émis à Londres par des pays étrangers, notamment d'Europe et d'Amérique latine. Dans les quarante années qui ont précédé 1914, 40 % de l'épargne britannique, qui représentait elle-même 25% du PNB, étaient placés à l'étranger. À la veille de la Première Guerre mondiale, c'est la moitié de son épargne nette que le Royaume-Uni investissait à l'extérieur. Certaines années, 82% des émissions nouvelles à Londres étaient destinés au financement d'investissements étrangers. C'est en ce sens que le capital a été considéré comme le « ciment du système sterling ". Les banques sont indispensables pour assurer le financement du commerce par le crédit à court terme et l'escompte de lettres de change par lesquelles l'importateur s'engage à régler l'exportateur à une date déterminée (quarante-cinq jours, six mois…). Les maisons d'escompte se sont spécialisées dans cette activité. Les maisons d'acceptation se sont créées pour garantir les traites[1] émises par l'étranger. C'est ainsi qu'un volume croissant du commerce mondial donnait lieu à une traite sur Londres, libellée en sterling, le fameux *sterling bill of exchange*. Cette pratique s'est d'autant plus répandue que les banques locales étaient des filiales de banques anglaises ou avaient leurs correspondants à Londres. L'importance de ces banques locales pouvait être considérable, elles avaient parfois le privilège de l'émission des billets dans les pays qui n'avaient pas encore de banque centrale.
Les banques sont indispensables pour assurer le règlement des transactions par compensation. Les paiements en « monnaie manuelle » ont toujours été très limités en Grande-Bretagne. De 1848 à 1875, 90% des paiements ont été effectués par chèques ou par virements qui ont pu eux-mêmes être largement compensés. En 1858, 93% des règlements ont été effectués par les *clearing banks* qui se sont progressivement regroupées tout en constituant un réseau très dense de guichets : cent banques en 1904, dont cinq ou six recevaient la plus grande partie des dépôts et qui avaient déjà 4 600 guichets. Ce réseau s'étendait à l'échelle mondiale par le jeu des filiales et des correspondants. Les règlements entre pays étaient donc très facilement compensés dans la City. Cette centralisation de la compensation, ou comme on dit encore dit clearing international, a été facilitée par l'invention du télégraphe. C'est ainsi que Londres est devenue la chambre de compensation du commerce international.
La Grande-Bretagne remplissait ainsi toutes les fonctions d'une banque internationale, elle le faisait même pour les États-Unis dont le système bancaire s'est organisé beaucoup plus tardivement. Les *merchant banks* accordaient aux importateurs américains le crédit dont ils avaient besoin ; les

[1] Une traite dans le langage comptable est une lettre de change. Le créancier, c'est à dire le tireur et le signataire de la traite, donne l'ordre à son débiteur que l'on nomme le tiré, de payer à une certaine date (l'échéance), une certaine somme au bénéficiaire de la traite.

acceptance houses acceptaient les lettres de change que les exportateurs américains recevaient de leurs clients étrangers ; et c'était en sterling, par des virements entre des comptes ouverts dans les établissements de la City, que l'Amérique effectuait ses paiements avec l'étranger. De cette façon, la livre était vraiment la monnaie.

Source : M. Lelart, Le système monétaire international, La découverte, 2011

Document 6 : Inflation et croissance sous l'étalon-or

	Royaume-Uni		Etats-Unis	
	1870-1913	1946-1979	1870-1913	1946-1979
Taux de croissance PIB/hab.				
Moyenne	1,4	2,4	1,9	2,1
Ecart-type	2,5	1,4	3,5	1,6
Inflation				
Moyenne	-0,7	5,6	0,1	2,8
Coefficient de variation	4,6	6,2	5,4	4,8
Croissance de la masse monétaire				
Moyenne	1,5	5,9	6,1	5,7
Coefficient de variation	1,6	1,0	0,8	0,5

Source : M. Burda et C. Wyplosz, Macroéconomie, une perspective européenne, De Boeck, 1998

Document 7 : Avantages et inconvénients d'un retour à l'étalon-or

Dans le contexte macroéconomique actuel, un des risques souvent mentionnés est celui d'une expansion monétaire excessive à l'échelle mondiale accompagnée d'une grande volatilité des taux de change. Une alternative évoquée repose sur un possible retour d'une référence à l'or.

Le principal avantage de l'étalon-or est d'ancrer plus efficacement les politiques monétaires et, donc, les anticipations d'inflation. Le système de l'étalon-or permet de lier les mains des gouvernements par des « menottes en or », selon les termes d'Eichengreen. En adhérant à l'étalon-or, les pays s'engagent à respecter les strictes règles du jeu. Rompre l'engagement est toujours possible, mais politiquement très coûteux et vécu comme un échec. Les agents économiques ont donc toutes les raisons de penser qu'il sera respecté, ce qui assure la crédibilité de la politique monétaire.

C'est pour cette raison que certains pays ont adopté des régimes de change dont le fonctionnement se rapproche fortement de l'étalon-or. Il s'agit des "currency boards" dans lesquels la quantité de monnaie nationale émise à tout moment correspond strictement au montant des réserves de change et le pays maintient un taux de change fixe vis-à-vis d'une grande monnaie. Comme pour l'étalon-or, chaque unité de monnaie nationale est donc couverte par une quantité équivalente d'une réserve de valeur étrangère. Comme pour l'étalon-or, la quantité de monnaie nationale évolue avec la balance des paiements. Enfin, comme pour l'étalon-or, le pays se prive délibérément de toute liberté monétaire, ce qui assure une grande crédibilité. L'Argentine dans les années 1990, la Bulgarie ou l'Estonie aujourd'hui, ont adopté ce régime monétaire.

Second avantage, l'étalon-or, en reliant les cours des devises à la valeur de l'or, permettrait d'éliminer la volatilité des taux de change entre pays, créant ainsi un environnement favorable au développement du commerce international, moteur de la croissance économique.

De nombreux obstacles s'opposent toutefois à une réintroduction de l'étalon-or, qui se révèlerait probablement très dangereuse et déstabilisante pour l'économie mondiale.

Avec l'étalon-or, une économie doit pouvoir absorber sans dommages une contraction de la masse monétaire, ce qui suppose que tous les prix et salaires puissent simultanément baisser. Or les prix et salaires sont, dans les économies du XXIe siècle, beaucoup moins flexibles qu'au XIXe siècle car les institutions sociales et le fonctionnement des marchés sont très différents. L'étalon-or se traduirait donc, quand la quantité d'or baisse, (notamment en cas de déficit) par une baisse correspondante de la masse monétaire et de la production, suivie par une hausse importante du chômage.

En second lieu, l'étalon-or empêche les ajustements de taux de change qui sont parfois nécessaires et justifiés quand un pays est frappé par un choc négatif affectant sa compétitivité. Ainsi, un pays ayant un compte courant déficitaire devra avoir recours à la déflation, plutôt qu'à la dévaluation, pour ramener son compte courant à l'équilibre, avec les conséquences inévitables sur la production et l'emploi. Ainsi, la littérature sur l'étalon-or et la Grande Dépression montre que les pays qui ont le plus souffert de la crise de 1929 sont ceux qui sont restés le plus longtemps avec le système d'étalon-or.

Plus généralement, le régime d'étalon-or possède un très fort « biais déflationniste ». Ceci provient de ce que l'offre mondiale d'or, donc la masse monétaire mondiale, ne parviendrait jamais à suivre la croissance du PIB mondial.

Il y aurait donc en permanence une pression à la baisse du niveau général des prix. Par ailleurs, […] il existe un écart important entre la valeur officielle de l'or détenu et la taille du système monétaire international. En effet, la valeur de l'or détenu par les banques centrales est de l'ordre de 1 300 milliards de dollars alors que les dépôts bancaires mondiaux atteignent une valeur de 61 000 milliards de dollars en 2008. Ainsi, la mise en place d'un nouvel étalon-or entraînerait un effondrement de la masse monétaire mondiale. Pour y parer, il faudrait réévaluer massivement le cours de l'or, ce qui procurerait une aubaine pour les détenteurs d'or actuels.

La volatilité actuelle du cours de l'or poserait également problème. En effet, la stabilité d'un système d'étalon-or dépend fortement de la stabilité du cours de l'or. Dans un système d'étalon-or, toute variation du prix relatif de l'or par rapport à celui des biens de consommation provoquerait une période d'inflation ou de déflation : si le prix relatif de l'or augmente, la valeur de la monnaie émise augmente aussi, ce qui provoque une baisse du prix des biens.

Enfin, il n'est pas certain que l'étalon-or conduirait à une réduction des déséquilibres internationaux. Comme signalé plus haut, les pays en excédent ne sont pas contraints d'émettre de la monnaie en contrepartie des entrées d'or. Ils peuvent trouver intérêt à ne pas le faire, accumulant ainsi de nouveaux excédents – et de l'or – s'ils anticipent que le prix de l'or va augmenter. Le risque d'une perte de valeur du stock d'or étant faible, les pays en excédent courant auraient d'autant moins intérêt à corriger leur balance des paiements. Les réserves se trouveraient de plus en plus concentrées entre les mains des pays excédentaires et le système monétaire international pourrait ainsi finir par s'effondrer avec l'épuisement des réserves d'or de certains pays participants.

Le problème posé par l'ancrage des politiques monétaires est réel. Mais l'étalon-or n'offre pas, aujourd'hui, une solution praticable. Au niveau de chaque pays, les cadres institutionnels mis en place depuis vingt ans, fondés sur

l'indépendance des Banques Centrales et un mandat centré sur la stabilité des prix nationaux, ont permis d'ancrer les politiques monétaires et d'assurer leur crédibilité. Au plan mondial, les modalités d'une coopération permettant d'atteindre le même résultat, sans compromettre l'indépendance des politiques monétaires nationales, restent à définir.

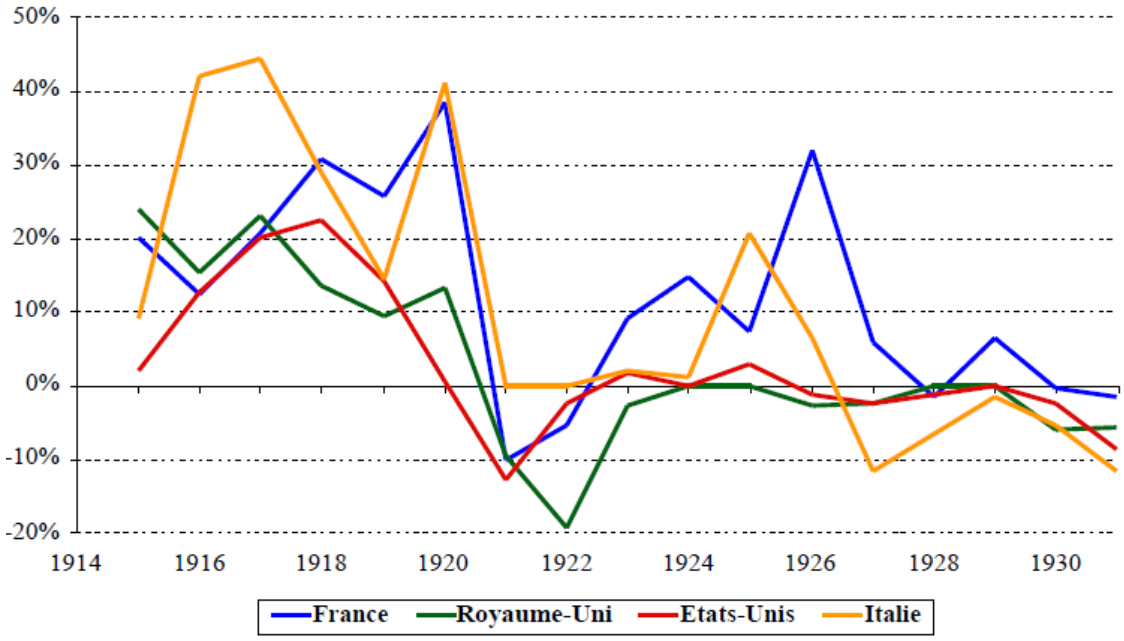
Source : G. Cheng, L. Ferrara, Y. Kalantzis et P. Towbin « Qu'est-ce que l'étalon-or ? » Focus n°5, no 2010, Banque de France

Document 8 : Indice de prix à la consommation dans neuf pays (base 100 en 1914)

	Suède	Suisse	R-U	Pays-Bas	Autiche	Allemagne	Finlande	France	Italie
1918	219	204	200	162	1163	304	633	213	289
1919	257	222	219	176	2492	403	922	268	313

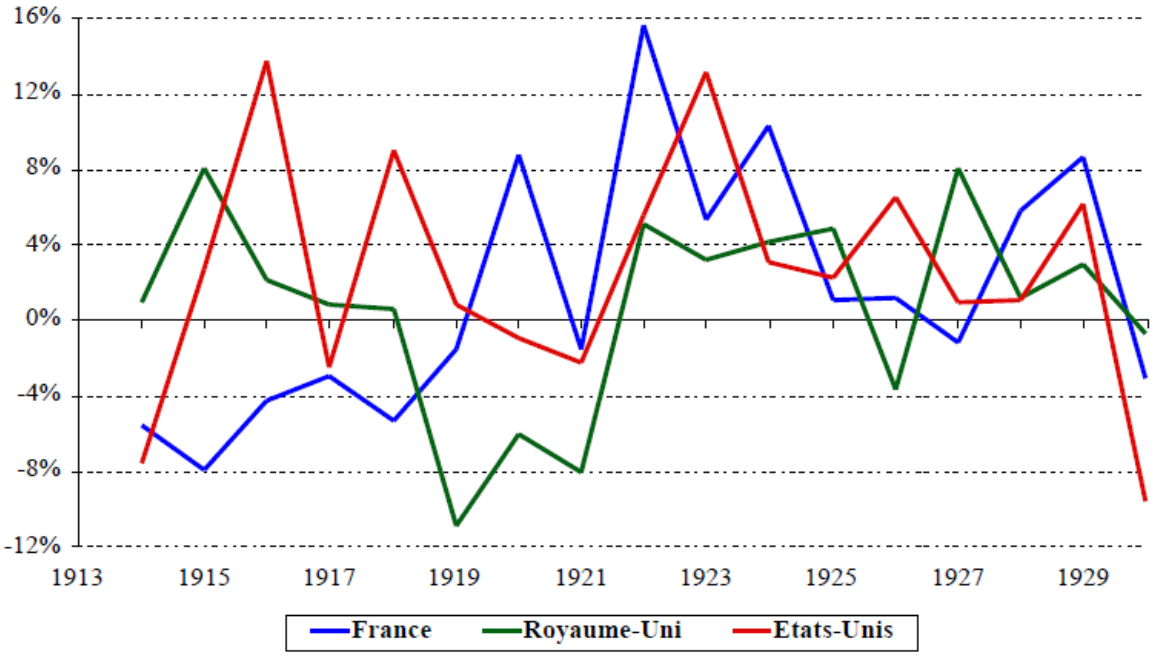
Source : D'après A. Maddison, Les phases du développement capitaliste, Economica, 1981

Document 9 : Taux d'inflation 1914-1931



Source : A. Maddison, Les phases du développement capitaliste, Economica, 1981

Document 10 : Croissance du PIB réel 1914-1931



Source : A. Maddison, Les phases du développement capitaliste, Economica, 1981

Document 11 : Stock d'or en % des réserves mondiales

	Etats-Unis	Royaume-Uni	France	Allemagne
1923	44,4	8,6	8,2	1,3
1924	45,7	8,3	7,9	2,0
1925	44,4	7,8	7,9	3,2
1926	44,3	7,9	7,7	4,7
1927	41,6	7,7	10,0	4,7
1928	37,4	7,5	12,5	6,5
1929	37,8	6,9	15,8	5,3
1930	38,7	6,6	19,2	4,8
1931	35,9	5,2	23,9	2,1

Source : B. Eichengreen, L'expansion du capital. Une histoire du système monétaire international, L'Harmattan

Document 12 : Dévaluations compétitives 1931-1938
(Valeur des devises en % de leur parité-or de 1929)

	États-Unis	Royaume-Uni	France	Allemagne	Italie	Belgique
1931	100,0	93,2	100,1	99,2	98,9	100,1
1932	100,0	72,0	100,3	99,7	97,4	100,2
1933	80,7	68,1	100,0	99,6	99,0	100,1
1934	59,6	61,8	100,0	98,6	97,0	99,9
1935	59,4	59,8	100,0	100,3	93,0	78,6
1936	59,2	60,5	92,4	100,1	82,0	72,0
1937	59,1	60,0	61,0	99,7	59,0	71,7
1938	59,1	59,3	43,4	99,6	59,0	71,8

Source : M. Burda et C. Wyplosz, Macroéconomie, une perspective européenne, De Boeck, 1998

Document 13 : Le paradoxe de Triffin

Il y avait une faille évidente dans ce système dont le fonctionnement reposait sur l'engagement des Etats-Unis de fournir deux actifs de réserve, l'or et le dollar, tous les deux à prix fixe, alors que l'offre de l'un des deux était élastique, et pas celle de l'autre. L'économiste d'origine belge Robert Triffin, avait souligné le problème dès 1947 dans une étude rédigée pour le conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale. Triffin, un petit homme au visage rond, était du genre hérisson plutôt que renard. Il avait mis le doigt sur une question capitale et s'y consacra quasi exclusivement, comme économiste au sein de l'Organisation européenne de coopération économique (précurseur de l'OCDE) puis comme professeur à l'Université Yale. Il le fit avec tant d'opiniâtreté que son nom devint synonyme du problème. Le « dilemme de Triffin » s'énonçait ainsi : si les États-Unis refusaient de fournir des dollars aux autres pays, les échanges commerciaux stagneraient et la croissance serait étouffée. Mais s'ils fournissaient des dollars en quantité illimitée pour lubrifier la croissance et les échanges, la confiance dans leur engagement à les convertir en or s'en trouverait érodée. Une ruée sur les stocks d'or des États-Unis finirait par se produire, et le pays ne serait plus en mesure de maintenir le prix de l'or à 35 dollars l'once. Ou bien, les États-Unis pourraient prendre les devants en abandonnant leur obligation de vendre de l'or à prix fixe. Dans un cas comme dans l'autre, le système or-dollar était condamné. En guise de solution, Triffin préconisait dc créer une unité artificielle, dans la lignée du bancor de Keynes, que les États seraient obligés d'accepter lors des opérations internationales. Mais, en ce début des années 1960, il ne convainquit pas grand monde.

Source : B. Eichengreen, Un privilège exorbitant, Odile Jacob, 2011

Document 14 : Logique d'entreprise et logique de spéculation chez Keynes

« Le risque d'une prédominance de la spéculation tend à grandir à mesure que l'organisation des marchés financiers progresse. (...) les spéculateurs peuvent être aussi inoffensifs que des bulles d'air dans un courant régulier d'entreprise. Mais la situation devient sérieuse lorsque l'entreprise n'est plus qu'une bulle d'air dans le tourbillon spéculatif. Lorsque dans un pays le développement du capital devient le sous-produit de l'activité de casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses. »

Source : Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936), Editions Payot, 1968

Document 15 : Les crises financières plus fréquentes depuis l'effondrement de Bretton Woods

Il importe de se poser une première question : les crises financières sont-elles devenues plus fréquentes dans la période récente ? Des évolutions qui tendent a priori à l'intensification des crises – financiarisation croissante et libéralisation – et de celles qui peuvent réduire leur nombre – l'apprentissage par les agents des nouvelles règles et la conception de nouveaux produits financiers susceptibles de limiter les risques – lesquelles l'emportent au total ? À cette question simple des réponses nuancées doivent être apportées.

En longue période, la fréquence des crises financières (entendues comme crises bancaires ou de change) s'est accrue après 1971, c'est-à-dire depuis l'abandon du système de Bretton Woods qui régissait les relations internationales et avait institué en particulier le régime de taux de changes fixes mais ajustables d'après-guerre.

Ainsi, d'après ces travaux, la probabilité de subir une crise de change ou une crise bancaire pendant la période 1973-1997 s'élevait à 10 ou 13 % environ (selon l'échantillon utilisé), alors qu'elle n'était que de 7 % sur la période de 1945-1971.

Cette fréquence de plus en plus élevée des crises rapprocherait la période actuelle de la période très agitée de l'entre-deux-guerres (fréquence de 13 %) et la distinguerait très fortement de la période 1880-1913, pourtant très internationalisée, dont la fréquence des crises de change et bancaire apparaît avec le recul du temps particulièrement faible (fréquence des crises de 5 %).

On est ainsi frappé par la réapparition des crises bancaires à partir des années soixante-dix, par la fréquence des crises de change, et par le retour des crises doubles (de change et bancaires) quasiment absentes de la période 1945-1971. Toutes formes confondues, la fréquence des crises financières serait donc passée d'un peu plus de 6 % dans la période de Bretton Woods à près de 12 % dans la période postérieure à 1973. Est aussi frappant le fait que de nouveaux pays sont touchés par les crises de change, de sorte que se diffusent dans l'espace les crises financières, souvent d'ailleurs par contagion régionale.

Ce diagnostic tiré de la longue période doit être corrigé par l'observation des années les plus récentes. En effet, lorsque l'on considère l'ensemble de la période 1977-1999, on ne trouve pas de confirmation de l'hypothèse d'une nette accélération des crises financières au cours des années quatre-vingt-dix. Si les crises bancaires deviennent plus nombreuses, la fréquence des crises bancaires et cambiaires prises globalement, ne semble pas augmenter. Ce résultat statistique ne confirme pas l'impression donnée par le caractère spectaculaire et récurrent de ces crises : crise du SME, crises des pays dits « émergents » d'Asie du Sud-Est, du Mexique, de l'Amérique latine, de l'Europe centrale et orientale.

Source : R. Boyer., M. Dehove et D. Philon, Les crises financières, Rapport du CAE, 2004

Document 16 : Marchés des actifs financiers et rôle du crédit

Sur un marché ordinaire, quand les prix augmentent, le consommateur suit dans un premier temps. Les prix continuent alors de croître. Mais, au bout d'un moment, ce même consommateur va réagir en réduisant ses achats, ce qui va entraîner un tassement des prix. La demande dépend de facteurs qui sont exogènes à l'offre : le désir, le besoin, l'utilité mais aussi la saturation de biens qui vient limiter la consommation. C'est la théorie classique de l'offre et de la demande. Elles sont indépendantes l'une de l'autre. Par exemple, dans l'automobile, l'offre des constructeurs et la demande des acheteurs ne dépendent pas de la même chose. Le prix peut donc jouer un rôle d'ajustement si la demande est trop forte, le prix monte et cette augmentation fait baisser la demande et croître l'offre. L'inverse se produit si le prix est faible.

Les actifs financiers sont des éléments de richesse. Aussi, quand les prix montent, la demande monte ! Paradoxalement, la valorisation fabrique globalement de la demande. Il n'y a pas de saturation dans l'enrichissement abstrait, celui de la valeur pure. […] Dans la logique capitalistique proprement dite, le prix des actifs est fonction de l'anticipation de leur augmentation, si bien qu'ils attirent toujours plus d'acquéreurs.

De son côté, le crédit est intimement lié au marché des actifs. Si ce dernier ne fonctionnait que sur l'épargne disponible, en effet, il porterait en lui-même ses propres limites. Pour acquérir des actifs dont la valeur ne cesse de croître, les acheteurs doivent faire appel à leur épargne. Vient cependant un moment où les prix deviennent trop élevés au regard des possibilités des épargnants, ce qui devrait les conduire normalement à réduire leur demande, et entraîner une baisse des prix des actifs, comme il en va pour les bien ordinaires. Mais il n'en va pas ainsi dans la sphère financière. Pour l'essentiel, en effet, l'acquisition des actifs se fait à crédit.

Ce lien entre le crédit et le prix des actifs est essentiel. Il est crucial pour comprendre le déroulement des cycles financiers. Il explique aussi bien la séquence de crise que la phase euphorique de l'emballement qui la précède. Plus le crédit est intense, plus les prix des actifs augmentent, plus nombreux sont les acheteurs incités à s'endetter puisqu'ils peuvent gager leurs crédits sur des actifs de plus en plus chers. « Voyez, dit l'acheteur au prêteur, l'actif que je possède est très haut, accordez-moi donc un nouveau crédit ! Il sera garanti par l'actif dont je suis déjà propriétaire et que je mets en gag ». C'est très exactement le processus qui a conduit à la crise immobilière actuelle ou à la crise de la bulle Internet au tournant du millénaire.

Puisque l'on n'est pas ici dans le registre classique de la consommation de biens désirés ou utiles à la vie, la nature physique de l'actif - immobilier, actions, or, dollar - importe peu. La seule exigence est qu'il s'auto-valorise ! Le processus conjugué de la hausse du crédit et de celle des prix des actifs est sans limite. Il paraît indéfini, sauf à être soumis à des normes imposées par les régulateurs. Dans cette logique financière, le prix ne peut remplir le rôle d'ajustement qu'il joue sur le marché des biens ordinaires de consommation puisque le prix évolue toujours dans le même sens, er est toujours entraîné à la hausse tant que la boucle d'interaction entre le crédit et l'espoir d'enrichissement parvient à attirer de nouveaux acheteurs. Il ne peut y avoir de prix d'équilibre entre la demande et l'offre de crédit comme il en va pour la demande et l'offre des biens de consommation. L'offre et la demande de crédit, en effet, ne sont pas indépendantes. Toutes les deux sont des fonctions croissantes de la hausse des prix des actifs. Toutes les deux sont tirées vers le haut par la valorisation du prix des actifs, qui est lui-même poussé à la hausse par l'accroissement et l'abondance du crédit, ce qui explique pourquoi le processus ne peut qu'aller aux extrêmes.

Il est ainsi démontré que le marché des actifs fonctionne selon des lois qui ne sont pas les mêmes que celles du marché des biens et des services ordinaires, et que l'instabilité est intrinsèque au capitalisme financier.

Source : M. Aglietta, La crise. Pourquoi en est-on arrivé là ? Comment en sortir ?, Michalon, 2008

Document 17 : La critique du consensus de Washington

Les idées et intentions qui ont présidé à la création des institutions économiques internationales étaient bonnes mais, au fil des ans, elles ont peu à peu évolué et se sont totalement transformées. L'orientation keynésienne du FMI, qui soulignait les insuffisances du marché et le rôle de l'Etat dans la création d'emplois, qui cédé la place à l'hymne au libre marché des années quatre-vingt, dans le cadre d'un nouveau « consensus de Washington » -le consensus entre le FMI, la Banque mondiale et le Trésor américain sur la bonne politique à suivre pour les pays en développement- qui a marqué un tournant radical dans la conception du développement et de la stabilisation.

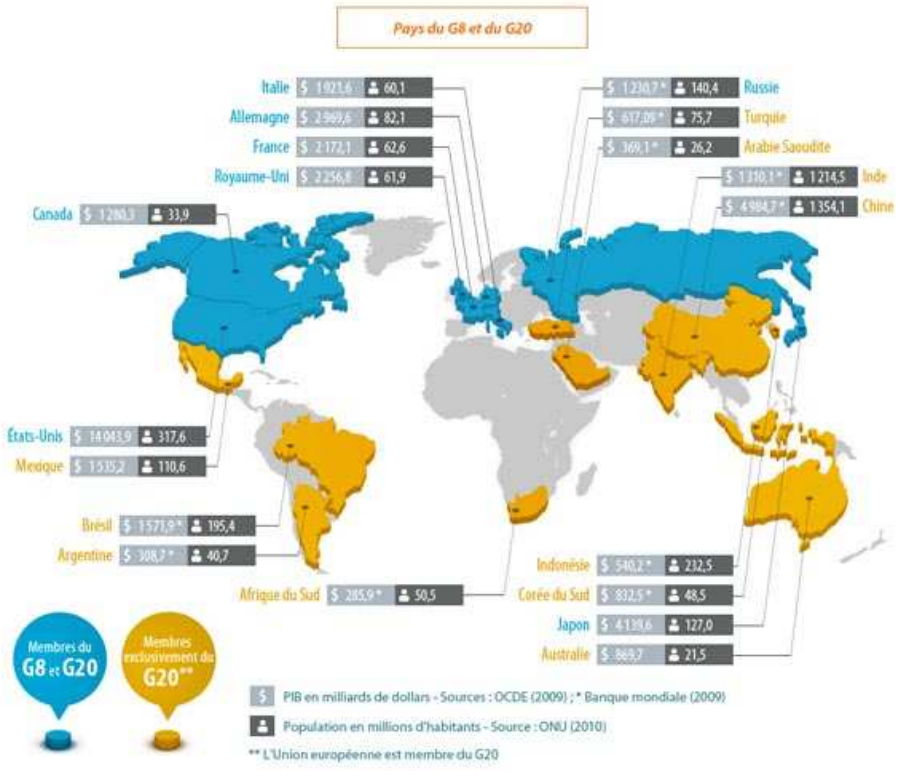
Source : J. Sitglitz, La grande désillusion, Fayard, 2002

Document 18 : J. Stiglitz et sa critique du FMI

Un demi-siècle après sa fondation, il est clair que le FMI a échoué dans sa mission. Il n'a pas fait ce qu'il était censé faire – fournir des fonds aux pays confrontés à une récession pour leur permettre de revenir à une situation de quasi plein-emploi. En dépit des immenses progrès accomplis depuis cinquante ans dans la compréhension des processus économiques, et malgré les efforts du FMI, les crises, dans le monde entier, se sont faites plus fréquentes depuis un quart de siècle, et aussi plus graves (si l'on excepte la Grande Dépression). Selon certains calculs, près d'une centaine de pays en ont subi. Pis : de nombreuses mesures promues par le FMI, en particulier la libéralisation prématurée des marchés de capitaux, ont contribué à l'instabilité mondiale. Et, lorsqu'un pays s'est trouvé en crise, non seulement les fonds et les prescriptions du FMI n'ont pas réussi à stabiliser sa situation mais, dans bien des cas, ils l'ont dégradée, en particulier pour les pauvres. Le FMI a échoué dans sa mission initiale, promouvoir la stabilité mondiale ; et il n'a pas été plus brillant dans les nouvelles tâches qu'il s'est fixées, par exemple guider la transition des ex-pays communistes vers l'économie de marché. »

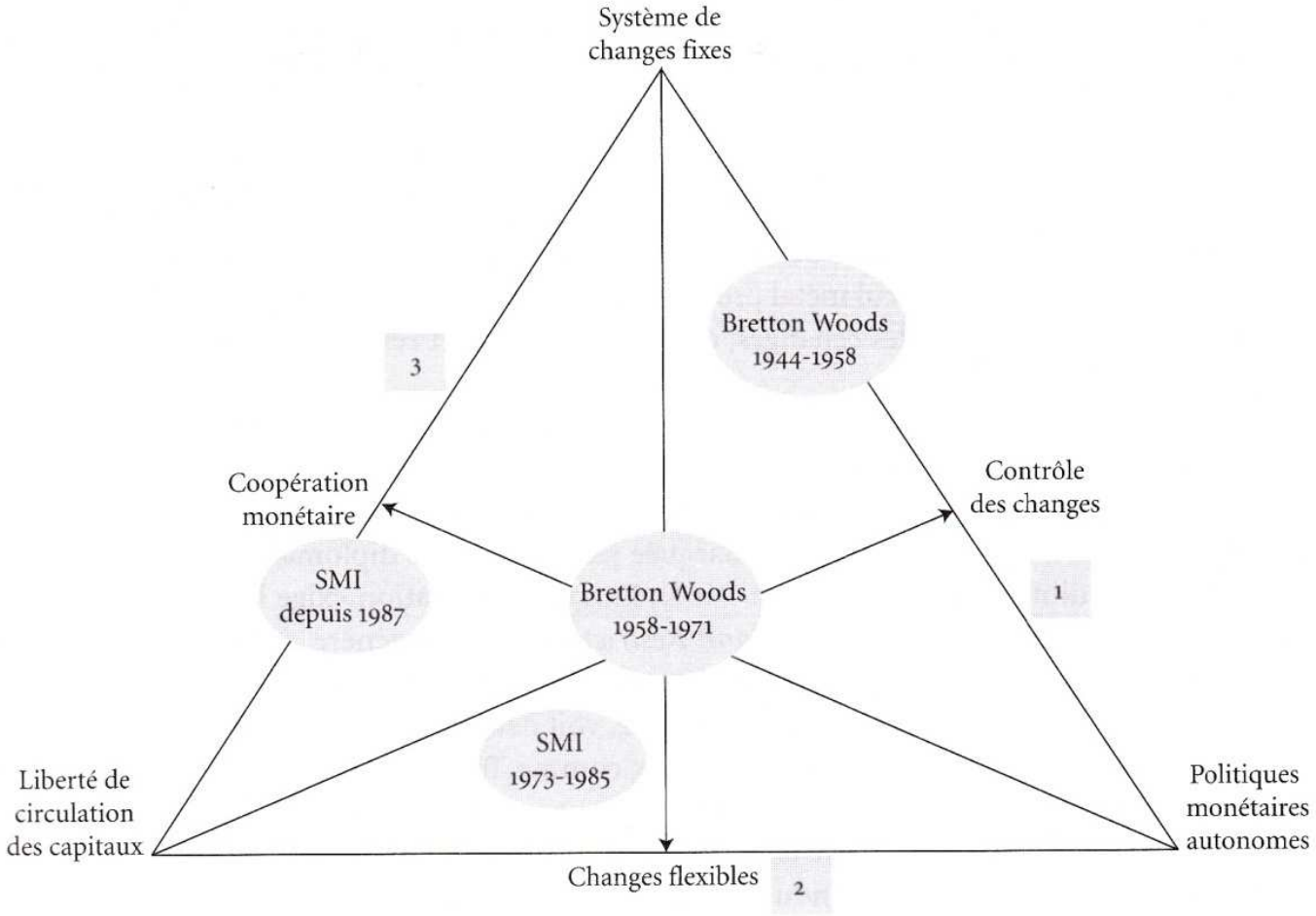
Source : J. Sitglitz, La grande désillusion, Fayard, 2002

Document 19 : Les membres du G20



Source : tresor.economie.gouv.fr

Document 20 : Le triangle des incompatibilité de Mundell



Source : Sous la direction de M. Montoussé, Manuel Bréal

Document 21 : La logique macroprudentielle

Une […] politique de prévention macroprudentielle des crises exige alors plusieurs types de corrections au sein des dispositifs de supervision et de réglementation.

D'une part, il s'agirait d'introduire la dynamique macroéconomique dans la quantification du risque de crédit en considérant que l'évolution prévisible du cycle des affaires, mais également celle des prix d'actifs, en présence d'une bulle par exemple, rétroagissant nécessairement sur la qualité des créances […]. Une formule possible consisterait à intégrer dans la mesure du risque de crédit des indicateurs d'alerte macroprudentiels (écart vis-à-vis de la tendance pour le ratio crédits privés/PIB, les prix des actifs ou le niveau d'investissement).

D'autre part, les provisions minimales pour risques pourraient être renforcées dans les périodes de haute conjoncture, alors même que les institutions financières ont tendance à les alléger […]. A l'inverse, il conviendrait d'en autoriser la diminution, dans une certaine limite, lors des phases de ralentissement.

Source : A. Cartapanis, Les marchés financiers internationaux, La découverte, 2005

Document 22 : Lutter contre les paradis fiscaux

La question des paradis fiscaux est étroitement liée à celle des *hedge funds*. À quoi bon vouloir réglementer directement les *hedge funds* si des centres *off shore*, ou ces institutions pourront établir leur siège et exercer leurs activités sans aucune contrainte, continuent d'exister ? La lutte contre les paradis réglementaires et fiscaux est également devenue un cheval de bataille politique, dont on peut comprendre la logique en pleine gestion de crise. Pour l'ensemble des gouvernements aux

prises avec la crise, il n'aurait pas été tenable de faire admettre aux citoyens la nécessité de mobiliser des fonds publics pour sauver le secteur bancaire et financier sans afficher, dans le même temps, la volonté de lutter contre l'évasion des centaines de milliards de dollars, qui chaque année échappent à l'impôt et aux réglementations, en s'investissant dans des paradis fiscaux.
La lutte contre les paradis fiscaux se justifie par le fait que ces paradis fiscaux privent les États des ressources fiscales qu'ils font évader, réduisent l'efficacité de la réglementation bancaire et financière, et de ce fait alimentent l'instabilité financière, sans même évoquer le blanchiment d'argent sale qu'ils permettent. Mais les listes (grises, noires) qui constituent le préalable indispensable à cette lutte, se vident aussi vite qu'elles se remplissent. Quelques années avaient suffi au début des années 2000 pour voir disparaître des listes établies par le GAFI, l'OCDE et l'ancien Forum de stabilité financière bon nombre d'îles de la zone Amérique-Caralbes et d'îles anglaises d'Asie, sans que la situation ait changé. En avril 2009, la liste noire publiée par l'OCDE s'est elle aussi fort rapidement « éclaircie » : la plupart des pays « black-listés » ont semble-t-il rapidement accepté de coopérer. De nombreux accords d'échanges d'informations avec les autorités réglementaires et fiscales ont, il est vrai, été signés en assez peu de temps, entre 2008 et 2009. Mais cela suffira-t-il ? La lutte contre les paradis fiscaux n'a de sens que si elle est menée dans le cadre d'une coopération internationale totale. Des conventions ont été signées avec la Suisse, la Belgique et le Luxembourg ainsi qu'avec l'Autriche - pays qui ont subi une forte pression de la part de l'Allemagne et de la France - ainsi qu'avec la plupart des îles britanniques (île de Man, Guernesey, Jersey, Iles Vierges) ou Bahreïn, d'autres sont en négociation (îles Caïmans, Bermudes, Liechtenstein, Gibraltar, Baléares, Liban et Maurice). Mais si la Chine et l'Inde ne prennent pas part à cette lutte, alors de nouveaux centres *off shore* émergeront aussi vite à proximité du continent asiatique, là où les pressions seront moindres.

Source : J. Couppey-Soubeyran, Monnaie, banques, finance, PUF, 2010

Document 23 : La question du PIDR

Si la profusion des discours et rapports sur la « nouvelle architecture financière internationale » a pu faire un temps illusion, les moyens dont dispose le FMI pour faire face aux crises financières dans les économies émergentes n'ont guère évolué dans la décennie qui a suivi la crise asiatique. Il faudra attendre le krach financier de l'automne 2008 et la nouvelle vague de déstabilisation des économies émergentes, en Europe de l'Est notamment, pour que les pays du G20 se décident, en avril, 20O9, à tripler les ressources du Fonds et augmenter de 100 milliards celles des banques internationales de développement. Par ailleurs, un compromis était trouvé en octobre 2010, au sommet de Gyeongju en Corée du Sud, sur l'épineux problème de la révision de la répartition des quotes-parts, héritée de l'après-guerre, qui octroyait à un pays comme la Belgique un droit de vote supérieur à celui de la Chine et donnait aux pays d'Europe occidentale huit sièges sur les vingt-quatre que compte le conseil d'administration du Fonds. La décision d'augmenter de 6o% les quotes-parts des pays émergents, au détriment principalement de l'Europe occidentale, entérinait, bien que de façon partielle, le rééquilibrage des rapports de forces entre les économies avancées et les nouvelles puissances montantes (chine, Inde, Russie, Brésil). La chine, en particulier, devenait le troisième contributeur du Fonds, après les États-Unis et le Japon.
La question d'une réforme en profondeur du FMI, lui permettant d'évoluer vers un rôle authentique de prêteur en dernier ressort, en systématisant par exemple son pouvoir d'émission de DTS, restait toutefois posée. Par ailleurs, la fréquence croissante et l'impact systémique des crises financières mettaient en évidence l'insuffisance criante des outils de régulation internationale de ra sphère financière. Émanation d'un système interétatique désormais dépassé, le FMI agit principalement au niveau bilatéral, en tant que représentant de la communauté des États membres

face aux pays incapables d'honorer leurs engagements financiers. Il n'est nullement équipé pour jouer le rôle de supervision et de régulation des banques et autres institutions financières privées qui, bien que largement internationalisées, ne répondent qu'aux règles émises par les instances monétaires et réglementaires nationales. De fait, la fonction régulatrice est de plus en plus assumée au niveau international par la Banque des règlements internationaux (BRI). Devenue après la guerre l'émanation des Banques centrales, qui possèdent depuis 200l la totalité de ses actions, cette institution entrent une longue tradition de régulation informelle de la vie financière internationale. Elle joue depuis la fin des années 1980 un rôle central dans la définition des normes prudentielles appelées à réguler l'activité bancaire internationale.

Source : J. Adda, La mondialisation de l'économie, La découverte, 2012