

Les facteurs déclencheurs des crises financières internationales

Rodrigue Tremblay

Volume 76, Number 3, septembre 2000

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/602330ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/602330ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (print)

1710-3991 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Tremblay, R. (2000). Les facteurs déclencheurs des crises financières internationales. *L'Actualité économique*, 76(3), 423–436.
<https://doi.org/10.7202/602330ar>

Article abstract

This paper identifies the economic and institutional factors behind the occurring of financial crises. It distinguishes between welfare contributions arising from free trade for goods and services and those originating from the free flow of international capital.

A certain number of lessons and recommendations are drawn from the recent experiences of half a dozen countries over the last five years.

Les facteurs déclencheurs des crises financières internationales

Rodrigue TREMBLAY
Université de Montréal

RÉSUMÉ – Ce rapport étudie les facteurs économiques et institutionnels qui sont susceptibles de déclencher des crises financières. Une distinction y est tracée entre les contributions au bien-être originant du libre-échange pour les biens et les services, et celles causées par la libre circulation internationale des capitaux.

Des leçons et des recommandations sont tirées des expériences vécues par une demi-douzaine de pays depuis cinq ans.

ABSTRACT – This paper identifies the economic and institutional factors behind the occurring of financial crises. It distinguishes between welfare contributions arising from free trade for goods and services and those originating from the free flow of international capital.

A certain number of lessons and recommendations are drawn from the recent experiences of half a dozen countries over the last five years.

« Le roi règne, mais la banque dirige ».
(Jakob Fugger II, banquier allemand)

INTRODUCTION

Ce texte tente de répondre à trois questions, à savoir : 1) est-ce que la finance internationale en général et les institutions monétaires et financières nationales et internationales sont sources d'instabilité financière et économique pour les pays?; 2) est-il possible d'éviter que les bénéfices découlant de l'accès accru aux marchés internationaux des capitaux soient diminués et même renversés par des crises monétaires et financières internationales et nationales et, comme corollaire, 3) est-ce que le système actuel des monnaies nationales est dépassé?

1. LIBRE-ÉCHANGE ET LIBÉRALISATION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX

Depuis le 1^{er} janvier 1948, le GATT (l'Accord général sur les tarifs douaniers et sur le commerce) et depuis le 1^{er} janvier 1995, l'OMC (l'Organisation mondiale

du commerce) qui lui a succédé, se sont efforcés, à l'occasion de huit rondes multilatérales de négociations commerciales, d'abaisser et même de faire disparaître les barrières à la mobilité internationale des biens et des services¹. Le pendant de l'OMC (132 membres) est le FMI (Fonds monétaire international) avec ses 182 membres, initialement conçu à Bretton Woods, en juillet 1944, pour recycler les liquidités des pays développés excédentaires vers les pays développés déficitaires. Depuis 1973-74, cette fonction s'exerce surtout auprès des pays en voie de développement. Contrairement à l'OMC, dans son domaine, les statuts du FMI ne lui enjoignent pas de libéraliser les mouvements internationaux de capitaux. L'article VI permet même explicitement le recours à des contrôles si les flux de capitaux menacent la stabilité économique des pays.

D'un point de vue théorique, il existe effectivement des différences majeures entre la contribution au bien-être que procure le libre-échange pour les biens et services et celle qui peut découler de la libre mobilité internationale des capitaux. En fait, il y a deux arguments qui rendent la mobilité internationale des capitaux moins désirable et plus risquée pour un pays que le libre-échange pour les biens et les services.

Le premier argument est un argument réel et remonte à David Ricardo (1817) lui-même, auteur de la théorie des avantages comparatifs, laquelle demeure un des fondements du commerce international. Les pays bénéficient du commerce international en se spécialisant et en exportant les productions pour lesquelles ils sont soit le plus efficaces, soit le moins inefficaces, et en important les autres biens. Pour Ricardo, cependant, il était clair que sa théorie des avantages comparatifs reposait sur le postulat que les capitaux requis pour l'investissement industriel ne se déplacent point d'un pays à l'autre. Ricardo approuvait les restrictions à la mobilité des capitaux et se disait « déçu si elles étaient abaissées ». En pratique, cependant, les obstacles à la mobilité des capitaux ne sont jamais complètement levés, surtout en ce qui concerne le stock de capitaux industriels.

La mobilité internationale des capitaux réduit les avantages comparatifs des pays qui possèdent peu d'avantages absolus dans les coûts de production par rapport aux autres. L'exode des capitaux intérieurs devient alors un substitut au commerce international et doit s'accompagner tôt ou tard d'un exode de la main-d'œuvre.

Le deuxième argument pour ne pas mettre le libre-échange et la mobilité des capitaux sur le même pied est un argument monétaire et financier : la mobilité internationale de capitaux apatrides, par ses flux et reflux, peut être source de crise monétaire et financière pour les petits pays qui ne possèdent pas de ressources suffisantes pour se défendre contre des attaques spéculatives. En effet,

1. Les trois principales rondes de négociations commerciales multilatérales furent le *Kennedy Round* (1964-67), le *Tokyo Round* (1973-79) et l'*Uruguay Round* (1986-93), ce dernier accord ayant été signé à Marrakech (Maroc) le 15 avril 1994.

l'entrée de capitaux de long terme peut être un apport important à la croissance économique des pays. Cependant, si ces capitaux sont de courte durée et volatils, l'influence qu'ils exercent sur les taux de change et les taux d'intérêt peut être une source majeure d'instabilité financière et économique.

Ainsi, dans le contexte de monnaies nationales indépendantes et de politiques monétaires et fiscales indépendantes, une entrée soutenue de capitaux représente une triple gageure pour un petit pays :

- 1) Danger d'une crise de balance des paiements, lorsque l'endettement extérieur devient trop important par rapport à l'économie nationale.

Il s'agit d'une gageure à long terme qui repose sur le postulat que les capitaux extérieurs empruntés seront investis dans des industries de biens échangeables, de sorte que la capacité d'exporter ou de remplacement des importations du pays sera suffisamment accrue pour compenser à la fois la surévaluation du taux de change et le rapatriement des intérêts et des dividendes.

- 2) Danger d'une crise des liquidités et du taux de change, lorsqu'il y a un excès d'emprunts extérieurs à court terme par rapport aux avoirs extérieurs liquides.
- 3) Danger d'une crise bancaire intérieure, lorsque ce sont les banques nationales qui ont emprunté en monnaies fortes pour prêter en monnaie locale. Tout effondrement du taux de change affecte la solvabilité des banques nationales.

En effet, à court terme, les rentrées et les sorties de capitaux peuvent dominer le taux de change : si ce dernier est fixe, le pays risque de manquer de réserves internationales pour le défendre, mais, si le taux est flexible, la volatilité des mouvements de capitaux peuvent le soumettre à un effet de yoyo.

L'entrée de capitaux, en créant une demande excédentaire pour la monnaie nationale, conduit presque inévitablement à une appréciation de la monnaie nationale, à moins que la banque centrale n'enregistre dans ses réserves internationales la totalité des entrées. Pendant quelque temps, la surévaluation monétaire permet de garder bas les prix des biens importés, tandis que les prix élevés des biens d'exportation sont compensés par les investissements financés par les emprunts étrangers.

Avant que la productivité et la capacité d'exporter du pays ne soient accrues, le taux de change apparaîtra surévalué, et ce sera d'autant plus le cas que le ratio de l'endettement extérieur net par rapport à l'économie (PIB) s'élèvera. C'est à ce moment que toute erreur dans les politiques, une trop grande orientation des capitaux empruntés vers les biens non échangeables, une trop grande surévaluation de la monnaie et un trop grand déficit dans la balance courante, dans un contexte de réserves internationales insuffisantes par rapport aux dettes extérieures à court terme, risquent de provoquer une crise de confiance dans le pays, un exode soudain et massif de capitaux et l'effondrement du taux de change. C'est ce qui s'est produit au Mexique en décembre 1994 et en janvier 1995, en Thaïlande en juillet 1997, en Russie en août 1998 et en janvier 1999 au Brésil.

Par conséquent, le terme général de crise financière regroupe ces trois sortes de crise, soit la crise de balance des paiements, la crise des liquidités et du taux de change, et la crise bancaire intérieure. Ces crises ont des effets dévastateurs sur les économies des pays, puisque l'effondrement de la monnaie nationale sur les marchés des changes s'accompagnent de deux phénomènes déflationnistes, soit une forte montée des taux d'intérêt qui décourage les investissements et un alourdissement des dettes extérieures libellées en monnaies étrangères, laquelle menace les bilans des banques et des sociétés. Ces effets déflationnistes découlant des crises monétaires et financières peuvent être d'une ampleur telle qu'ils annulent ou même renversent les effets bénéfiques de l'entrée des capitaux extérieurs.

Les crises monétaires et financières sont inhérentes à un système de monnaies indépendantes et de libre mobilité internationale des capitaux. Pour éviter les crises financières, la libre mobilité internationale des capitaux exigerait en théorie des conditions de stabilité semblables à celles qui existent à l'intérieur des pays ou à l'intérieur des unions monétaires.

Ces conditions sont au nombre de quatre :

1. Le pays ou la région qui lève toutes les restrictions à la mobilité ces capitaux doit avoir une monnaie commune avec ses partenaires ou, dans le cas d'une monnaie indépendante, il doit avoir un taux de change irrémédiablement fixe. Cette dernière condition exige un système d'institut d'émission et l'absence de politique monétaire indépendante. Cela doit se traduire par un taux d'inflation identique à ceux des partenaires, de même que des taux d'intérêt comparables, une fois ajustés pour les risques.
2. Pour que l'ajustement des balances des paiements régionales ou nationales se fasse en douceur, il faut un système bancaire à succursales multiples. De cette façon, un pays ou une région qui perd des capitaux longs peut emprunter des capitaux courts : les sièges sociaux des banques deviennent automatiquement des prêteurs de dernier recours pour les succursales en besoins de liquidités. Pour un pays, cela signifie permettre à des succursales de banques étrangères d'opérer à l'intérieur de ses frontières.
3. À défaut de participer à un système bancaire à succursales multiples et inter-régionales, il faut que la région ou le pays ait accès à un marché monétaire très liquide au jour le jour, selon le modèle du marché des fonds fédéraux aux États-Unis. De cette façon, les banques des régions excédentaires peuvent prêter à très court terme aux banques des régions déficitaires.
4. Finalement, la solvabilité et la liquidité du système monétaire et financier exige un prêteur officiel de dernier recours et certaines garanties gouvernementales. Avant que les banques centrales nationales n'existent et que les gouvernements ne garantissent l'intégrité de leurs systèmes bancaires, il se produisaient des crises épisodiques de « ruées sur les banques ».

Au plan international, il ne faut pas se surprendre que l'absence d'encadrement institutionnel à la libre mobilité des capitaux produise un phénomène semblable

de « ruée sur les banques », c'est-à-dire des « ruées sur les monnaies ». Il n'existe pas présentement une source prévisible de liquidité internationale pour les pays autrement solvables. Le FMI fournit des crédits à même ses propres fonds, mais ces prêts sont conditionnels, sont lents à venir et demeurent incertains. Le FMI n'est donc pas un antidote aux crises de confiance.

Parce que ces quatre conditions se sont pas présentes au plan international, la pleine mobilité internationale des capitaux demeure une politique risquée pour de nombreux pays.

Voyons d'une façon approfondie les conditions pour que la mobilité des capitaux soit un apport à la croissance économique des pays, sans provoquer des crises monétaires et financières qui viennent annuler et même renverser les effets bénéfiques qui découlent d'une telle mobilité.

2. CRISE FINANCIÈRE INTÉRIEURE ET CRISE FINANCIÈRE EXTÉRIEURE

À l'intérieur d'une économie ou d'une union monétaire, même si les niveaux des prix peuvent diverger (à cause des prix des biens immobiliers et des services non échangeables), les taux d'inflation sont semblables, et il en va de même des taux d'intérêt nominaux et réels, ajustés pour les risques encourus.

Cela ne signifie pas qu'il ne peut pas, en théorie, y avoir de crises financières à l'intérieur d'un pays ou d'une union monétaire. Une crise financière peut apparaître, en effet, quand il se présente une pression généralisée pour réduire ou liquider les dettes accumulées, à commencer par les dettes bancaires. La demande de liquidités pour effectuer les remboursements excède alors l'offre de liquidités, d'où la crise financière de liquidité qui pousse les taux d'intérêt à la hausse. L'explosion des taux d'intérêt et l'effondrement du marché obligataire peuvent transformer la crise financière de liquidité en une crise financière de solvabilité, quand les bilans des banques, des entreprises et des ménages se détériorent jusqu'à la faillite.

Dans le passé, quand il n'y avait pas de banques centrales, les anciens auteurs tels Thorstein Veblen (1904) et Wesley C. Mitchell (1941), et plus tard Irving Fisher (1933) et Hyman P. Minsky (1964, 1977), mettaient l'accent sur les paniques financières et sur les paniques bancaires en tant qu'agents déclencheurs de crises économiques.

À l'intérieur des pays et des unions monétaires, ce type de crises financières est de plus en plus improbable à cause de quatre facteurs institutionnels déjà mentionnés. Premièrement, au chapitre de la liquidité, les banques centrales se tiennent prêtes à agir comme prêteurs de dernier ressort, suivant le précepte de l'économiste anglais Walter Bagehot (1873) selon qui « en cas de crise bancaire, il faut réescompter et réescompter fortement ». Deuxièmement, les banques centrales exercent une surveillance continue et une réglementation nécessaire des activités bancaires. Troisièmement, le système bancaire à succursales multiples et

le marché monétaire au jour le jour sont des sources importantes et automatiques de liquidités. Et, quatrième, au chapitre de la solvabilité, les gouvernements peuvent accroître leurs déficits afin d'injecter de la demande globale dans le système et éviter une contraction économique.

Des erreurs de politiques monétaires ou de politiques fiscales dans le cours de la conjoncture sont toujours possible. Nul doute que la Grande Dépression des années trente fut aggravée, et pour certains tels Milton Friedman et Anna Schwartz (1963), causée même par de telles erreurs. Aujourd'hui, il n'y a pas de gouverneur de banque centrale qui ne soit persuadé de la nécessité de sauvegarder en tout temps l'intégrité du système bancaire et du système financier. Des bulles financières sont toujours à craindre, mais aucune banque centrale n'accepterait que se produise des faillites bancaires en cascade et des contractions brutales dans la masse monétaire. Cela ne signifie nullement que les cycles économiques ont été abolis et que les fluctuations dans les investissements et dans leur profitabilité n'influencent plus l'évolution de l'économie réelle. Ce sont les tremblements de terre financiers que les institutions monétaires modernes ont en théorie et en pratique enrayés.

Au plan international, quand les crises financières découlent du reflux des mouvements de capitaux et de l'endettement extérieur exagéré, elles deviennent beaucoup plus difficile à prévenir et à corriger parce qu'elles se doublent de crises monétaires. En effet, c'est la crainte de dévaluations futures des monnaies plus que l'insolvabilité appréhendée des débiteurs qui peut provoquer les exodes massifs de capitaux. Ces crises financières et monétaires extérieures se matérialisent en cinq étapes.

Premièrement, un pays laisse son niveau d'endettement extérieur s'élever à des niveaux critiques par rapport à son produit intérieur brut et par rapport à sa capacité d'exporter; deuxièmement, la balance courante négative cesse d'être couverte en totalité par des rentrées nettes de capitaux; troisièmement, une crise de confiance dans la stabilité de la valeur extérieure de la monnaie précipite une liquidation des dettes, un exode de capitaux volatils et un effondrement du taux de change; quatrième, la banque centrale se voit contrainte de laisser les taux d'intérêt exploser vers le haut, afin de retenir les capitaux et d'éviter une montée de l'inflation intérieure, avec des résultats négatifs pour l'économie réelle et, cinquièmement, l'effondrement du taux de change fait en sorte que le coût relatif des capitaux extérieurs empruntés en monnaies étrangères explose lui aussi, menaçant la solvabilité des emprunteurs locaux (banques ou entreprises).

Jusqu'à un certain point, toute vague d'investissements internationaux vers un pays à monnaie convertible, que son taux de change soit fixe et défendu par des réserves internationales, ou flexible, met en cause une sorte de mécanisme de financement à la Ponzi. En effet, plus la balance courante est déficitaire, plus les rentrées de capitaux doivent être importantes. Mais plus les rentrées de capitaux sont abondantes, plus la balance courante est déficitaire, soit parce que la masse

monétaire intérieure s'accroît, soit parce que les rentrées de capitaux apprécie le taux de change de la monnaie². C'est lorsque ce mécanisme de financement extérieur se renverse qu'il y a crise.

2.1 *Expériences récentes de crises monétaires et financières*

Quand les rentrées de capitaux ralentissent ou se renversent avec la liquidation des dettes extérieures, le pays est confronté à une balance courante déficitaire, que seuls des ajustements brusques et violents dans le taux de change et dans les taux d'intérêt peuvent rapidement corriger. Des déficits chroniques dans les balances courantes ont été observés au Mexique avant la crise de 1994-95, et en Asie avant la crise de 1997-98.

L'expérience des pays en crise semble montrer que des déficits dans la balance courante extérieure qui excèdent 3 % du PIB pendant plusieurs années risquent d'être suivis par un ralentissement ou un renversement des flux nets de capitaux extérieurs et ainsi provoquer une crise monétaire et financière. Avant une crise, des pointes dans le rapport déficit de la balance courante/PIB dépassant 6 % peuvent être observées. C'est pourquoi la finance internationale peut se révéler, dans certains cas, tellement déstabilisatrice pour les économies réelles des petits pays.

L'exemple de la crise monétaire et financière vécue en 1997-98 par plusieurs pays asiatiques, à commencer par la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie, la Corée du Sud et les Philippines, par la crise traversée par le Mexique en 1994-95, par la crise russe d'août 1998, de même que la crise brésilienne de janvier 1999, témoigne du danger d'avoir des monnaies indépendantes et de recourir fortement en même temps à des capitaux de portefeuille extérieurs. Ceux-ci conduisent presque inévitablement à des crises monétaires et financières si ce recours est trop important et dure trop longtemps. Il y a même une certaine inévitabilité à ces crises dans le cadre institutionnel international actuel.

Au plan institutionnel, ces crises monétaires et financières découlent de la combinaison incompatible, pour de petites économies ouvertes, de trois phénomènes, à savoir :

- la libre mobilité internationale des capitaux, surtout des capitaux de portefeuille à court terme et des crédits bancaires, dans le cadre d'une libéralisation financière du compte capital de la balance des paiements;
- des monnaies nationales indépendantes avec taux de change fixes ou flexibles, mais avec habituellement des réserves internationales officielles insuffisantes pour couvrir les dettes extérieures à court terme
- et, l'autonomie nationale des politiques monétaires et fiscales.

2. Un système de financement à la Ponzi existe quand les déboursés sont couverts par de nouveaux emprunts. Un agent économique (entreprise, ménage, gouvernement) qui emprunte pour payer les intérêts sur l'encours de la dette recourt à un financement à la Ponzi : sa dette croît sans qu'il n'y ait une augmentation dans les avoirs générateurs de revenus.

On ne doit pas faire une trop grande différence entre une situation de taux de change fixe mais ajustable et une situation de taux de change flexible avec intervention de la banque centrale. En effet, dans le premier cas, c'est l'épuisement des réserves officielles de change qui déclenche la crise de confiance dans la monnaie et l'exode des capitaux. Dans le deuxième cas, c'est la chute du taux de change à terme, ajoutée à la baisse dans les réserves officielles, qui précipite l'exode de capitaux et la crise monétaire.

L'expérience de plusieurs pays montre que même des réserves officielles relativement importantes n'empêchent nullement l'exode subit de capitaux dès qu'une dépréciation ou une dévaluation de la monnaie est anticipée.

Lors des crises financières de 1997-99, les deux formes de capitaux extérieurs qui furent les plus volatiles furent les crédits bancaires extérieurs et les capitaux de portefeuille. Les deux formes de capitaux extérieurs les plus stables furent les capitaux directs et les crédits commerciaux.

Par conséquent, une première leçon se dégage de l'expérience récente, pour les pays en voie de développement qui aspirent posséder une monnaie indépendante convertible dans un contexte de mobilité internationale de capitaux. Ce sont les crédits bancaires à court terme qui sont les plus volatils, et, à un degré moindre, les capitaux de portefeuille sous formes d'obligations ou de titres boursiers. Cette catégorie de capitaux extérieurs à court terme est attirée dans les pays émergents par les taux d'intérêt généralement plus élevés qu'on y trouve, et cela malgré le risque de change présent.

À l'inverse, les capitaux extérieurs les plus stables sont les capitaux directs qui entrent dans la foulée de l'implantation de sociétés étrangères et les crédits commerciaux qui découlent du déroulement normal des activités export-import. Tout pays qui a des dettes extérieures à court terme supérieures à ses réserves et à ses lignes de crédit internationales peut faire l'objet d'une attaque spéculative sur sa monnaie.

La crise financière de 1997-99 est la première crise monétaire et financière du 20^e siècle où des capitaux privés ont dominé, et majoritairement des crédits bancaires, et où les principaux débiteurs furent des emprunteurs du secteur privé, notamment des banques nationales. En 1996, juste avant le déclenchement de la crise, par exemple, les prêts des banques internationales aux pays asiatiques touchés constituaient 60 % des encours extérieurs, tandis que les capitaux de portefeuille à court terme atteignaient 13 % du total. En 1997, ces deux catégories de capitaux volatils se renversèrent et devinrent négatifs, déclenchant ainsi la crise.

CONCLUSION

Les pays en voie de développement qui adoptent la voie de la libéralisation financière sont confrontés à une incompatibilité entre des monnaies convertibles indépendantes, une mobilité internationale complète des capitaux et la stabilité

macroéconomique de leurs économies. Notre analyse permet d'avancer quelques observations à l'attention des pays qui souhaitent s'ouvrir aux capitaux extérieurs, tout en maintenant un haut degré d'autonomie monétaire, et un haut degré d'autonomie fiscale.

1. Compte tenu du grand volume et de la grande vitesse de circulation des capitaux internationaux de portefeuille, un taux de change fixe et ajustable enlève toute possibilité pour un pays de poursuivre une politique indépendante des taux d'intérêt. En théorie, la banque centrale pourrait vouloir stériliser les effets des mouvements de capitaux sur la masse monétaire intérieure. En ce faisant, cependant, elle risque de pousser artificiellement les taux d'intérêt à la hausse et d'accélérer l'entrée de capitaux, ce qui accroît d'autant les risques d'un exode futur des capitaux et d'une crise du taux de change³.
2. S'il souhaite avoir une monnaie convertible, le minimum pour un pays intégré aux marchés internationaux de capitaux est d'adopter un taux de change flexible avec intervention officielle sur le marché des changes. Cela n'empêche pas les crises de confiance dans la politique monétaire de la banque centrale et dans la politique fiscale du gouvernement, mais les attaques spéculatives à sens uniques et les exodes de capitaux sont en partie absorbés par le taux de change. Le prix à payer, cependant, est un taux de change volatil, lequel *sura-**juste* à la hausse et à la baisse.

Et comme l'expérience de la Corée du Sud en 1997 l'illustre bien, le fait d'avoir un taux de change flottant et une balance courante positive n'est pas une assurance contre les attaques spéculatives. Si un pays devient trop *illiquide*, c'est-à-dire s'il a trop de dettes extérieures à court terme par rapport à ses disponibilités à court terme, il est vulnérable à une crise monétaire provoquée par les spéculateurs.

3. Une condition *sine qua non* pour conserver un certain niveau d'autonomie monétaire, est d'investir dans des réserves officielles extérieures importantes. Plus les réserves sont importantes par rapport à l'endettement extérieur à court terme, plus la banque centrale est en mesure d'amortir les fluctuations brusques dans le taux de change et dans les taux d'intérêt. L'expérience récente

3. En autant que les titres obligataires nationaux et internationaux ne sont pas des substituts parfaits (Calvo, 1997), il peut avoir persistance de taux d'intérêt intérieurs plus élevés qu'à l'extérieur, compensée par l'anticipation d'une dépréciation future de la monnaie. Des taux d'intérêt intérieurs inférieurs à ceux des marchés internationaux exigent une anticipation d'appréciation future de la monnaie. Si les conditions fondamentales en faveur d'une telle appréciation n'existent pas, un exode de capitaux logiquement s'en suit, (lequel n'est stoppé que par une dépréciation ou par une dévaluation). L'exemple du Canada en 1995-97 illustre ce manque structurel d'autonomie monétaire : voulant stimuler la demande intérieure, la Banque du Canada maintint des taux d'intérêt à court terme inférieurs aux taux américains. La détérioration de la balance courante canadienne, suite à la crise asiatique, fit chuter le dollar canadien et les taux d'intérêt canadiens redevinrent à prime par rapport aux taux américains.

témoigne cependant que ceci n'est pas suffisant pour éviter les crises subites du taux de change quand il y a liquidations des dettes extérieures et des exodes massifs de capitaux.

4. Les autorités bancaires doivent prêter une attention particulière à la vulnérabilité des banques nationales qui ont emprunté en monnaies fortes pour prêter en monnaie locale. Une telle vulnérabilité apparaît seulement une fois que la monnaie nationale est fortement dévaluée.
5. La seule façon définitive pour un pays qui souhaite avoir à la fois une monnaie convertible et une pleine intégration aux marchés internationaux de capitaux consiste à se libérer du jeu de la parité non couverte des taux d'intérêt (PNCTI) et de la spéculation monétaire internationale, en transformant sa banque centrale en un institut d'émission formel ou de joindre *de jure* une union monétaire. C'est ce que fit l'Argentine en avril 1991, avec la transformation de sa banque centrale en institut d'émission. Un institut d'émission garantit un taux de change fixe par rapport à une monnaie d'ancrage, de même qu'une convertibilité extérieure automatique.

Un système d'institut d'émission ne fournit cependant pas une assurance hermétique contre les crises monétaires. L'exemple de Hong Kong en 1997-98 et celui de l'Argentine après la crise mexicaine de 1994-95, et après la crise brésilienne de 1998-99, en sont la preuve. Le fait de fixer le taux de change d'une monnaie à une monnaie-clé comme le dollar américain et de faire reposer la base monétaire, c'est-à-dire les réserves des banques et le papier-monnaie en circulation, sur des avoirs en monnaie-clé, ne suffisent pas à éviter les crises de confiance et les hausses brusques dans les taux d'intérêt. Aussi longtemps que l'unité monétaire nationale diffère de la monnaie-clé, un risque existe que le pays se retire un jour du système⁴.

Avec un système d'institut d'émission, un pays évite les coûts de transaction et les risques de change mais doit supporter à l'occasion une prime de taux d'intérêt. Pour profiter pleinement du système des instituts d'émission avec un taux de change stable et des taux d'intérêt internationaux, le pays doit envisager la pleine « dollarisation » ou la pleine « euronisation » (Ize et Yeyati, 1998), ce qui signifie en pratique adopter une monnaie-clé en tant que devise intérieure.

Certains pays, tels le Panama et le Liberia utilisent déjà le dollar américain en tant que devise légale intérieure. Dans l'avenir, certains pays africains

4. Aussi, en octobre 1998, les taux à trente jours en Argentine grimpèrent à 12 % et à 11 % en janvier 1999, alors que les bons du Trésor américains à 30 jours d'échéance comparable se situaient aux environs de 4 %. Ces hausses furent provoquées par la sortie de capitaux de l'Argentine, après la flambée des taux courts (30 jours) au Brésil, lesquels atteignirent à leur tour 48 % en janvier 1999. De tels différentiels des taux d'intérêt sur les titres en pesos et sur les titres en dollars U.S. étaient en eux-mêmes une indication des doutes entretenus par le marché concernant la pérennité du système d'institut d'émission pour l'Argentine.

trouveront peut-être plus profitable d'utiliser l'euro plutôt que le CFA (Communauté financière africaine), lequel repose sur le franc français et les facilités de crédits du Trésor français.

Il est possible qu'au 21^e siècle, les pays qui souhaitent une pleine intégration aux marchés internationaux des capitaux, des taux de changes stables, une faible inflation et des taux d'intérêt bas soient amenés à rejoindre des zones monétaires élargies, en association avec les États-Unis ou avec l'Union Européenne, et peut-être, cela est moins probable, avec le Japon.

La généralisation de l'adoption des monnaies-clé en tant qu'unités monétaires intérieures solutionnerait par définition le problème des crises de confiance dans le taux de change. Elle marquerait l'élargissement de la zone monétaire européenne et de la zone monétaire américaine⁵.

6. Afin d'atténuer au maximum le facteur politique, le Fonds monétaire international devrait servir d'intermédiaire dans la création d'unions monétaires élargies autour de quelques monnaies d'encrage. Le FMI devrait, en effet, créer un fonds spécial d'usage des monnaies-clé. Ce fonds spécial aurait deux fonctions, soit celle de recevoir les intérêts annuels sur les montants de monnaies-clé en circulation dans les pays participants et celle de constituer un fonds de stabilisation et de prêts de dernier recours pour les pays de chaque zone monétaire.

5. L'adoption d'un système d'institut d'émission ou l'adoption formelle d'une monnaie-clé en tant qu'unité monétaire soulèvent trois difficultés principales, qui ne sont pas insurmontables, mais qui doivent néanmoins être corrigées par des mécanismes appropriés :

- a) Il peut y avoir pour un pays, en effet, absence de symétrie dans les chocs de demande, mais surtout dans les chocs d'offre avec l'ensemble de la zone monétaire élargie à laquelle il souhaite se joindre. Pour palier cette absence de symétrie, il est souhaitable d'avoir des ententes de marché commun permettant une certaine mobilité de la main-d'oeuvre et l'apport de fonds conjoncturels en provenance d'organismes extérieurs.
- b) Une deuxième difficulté apparaît lorsqu'il y a absence d'un prêteur de dernier recours en cas de crise de liquidité ou de solvabilité des institutions bancaires nationales. Même si des lignes de crédit en monnaies-clé peuvent être négociées d'avance, la crédibilité dans le système et la confiance dans la capacité, et non pas seulement la volonté des autorités de le maintenir, peuvent être érodées en cas de crise majeure et donner lieu à des paniques de sorties de fonds. Un système efficace d'institut d'émission devrait comporter un mécanisme préétabli de prêteur de dernier recours.
- c) La troisième difficulté que les systèmes d'institut d'émission doivent surmonter est de nature fiscale et politique. Il s'agit de la répartition du seigneurage qui découle de l'usage intérieur d'une monnaie-clé. S'il ne s'agit que de monnaie scripturale, les réserves de l'institut d'émission et des banques nationales rapportent des intérêts et le seigneurage versé à l'extérieur est négligeable. Par contre, s'il s'agit de papier-monnaie, comme c'est le cas avec une union monétaire, le seigneurage peut être important, et équivaut aux intérêts perdus sur les fonds utilisés pour se le procurer. À titre d'exemple, le seigneurage, défini comme étant les revenus réels qu'un gouvernement retire de la frappe de monnaie, représente plus de 2 % des dépenses du gouvernement américain (Obstfeld et Rogoff, 1996). Un système efficace et équitable d'institut d'émission, et encore davantage pour une union monétaire élargie, exige donc l'établissement d'un mécanisme automatique de répartition du seigneurage.

7. Les pays dont l'économie n'est pas diversifiée et relativement peu ouverte aux échanges extérieurs, et dont les marchés nationaux du travail sont trop rigides peuvent en venir à la conclusion que leur pleine intégration aux marchés internationaux des capitaux et la convertibilité extérieure de la monnaie ne valent pas l'abandon de la souveraineté monétaire et financière.

Que le taux de change de la monnaie indépendante soit fixe, ajustable dans une fourchette ou flexible, le pays doit se protéger contre des crises monétaires en détenant des réserves internationales adéquates et en contrôlant ou en imposant les transactions à court terme au compte capital. La banque centrale doit s'assurer que les exigibilités du système bancaire national en monnaies étrangères (dépôts bancaires, certificats, etc.) soient couverts par des avoirs extérieurs liquides à court terme suffisants.

Un certain contrôle des capitaux courts volatils, surtout ceux qui transitent par le système bancaire national, s'impose si le pays veut être à l'abri de crises monétaires et financières déstabilisatrices. Les pays qui en sont venus à cette conclusion, tels le Chili et la Colombie, réussissent à éviter d'être entraînés dans des crises incontrôlables. Les autres apprennent de la dure façon⁶.

L'expérience de la dernière décennie a montré que ce sont les capitaux à court terme, et surtout les crédits bancaires extérieurs, qui sont les plus déstabilisateurs.

8. Pour les pays émergents, le véritable choix n'est pas entre des taux de change fixes ou des taux de change flexibles, mais plutôt entre un régime monétaire fondé sur une monnaie d'encrage (dollar US ou Euro), assorti de crédits de dernier recours, et un régime de monnaie nationale à taux fixe ou flottant, mais avec une taxation ou un contrôle appropriés des emprunts extérieurs courts.
9. Force nous est de conclure que le FMI et les pays du G7, les États-Unis en tête, ont peut-être mis la charrue devant les boeufs en encourageant la globalisation des marchés monétaires et financiers et en incitant les pays en développement à libéraliser tous les mouvements de capitaux. Il eut été plus prudent et plus sage de procéder auparavant à une réforme en profondeur du système monétaire et financier international, afin d'encadrer les flux de capitaux apatrides les plus volatils et les plus déstabilisateurs, et afin d'établir une

6. Dans le cas du Chili, depuis 1991, et aussi de la Colombie, l'accent fut mis sur le recours à des capitaux extérieurs longs, tout en contrôlant en les limitant par l'imposition, les rentrées de capitaux à court terme (Velasco et Cabrezas, 1996). Initialement, au Chili, la taxe implicite sur les emprunts étrangers de capitaux à court terme prit la forme d'un dépôt obligatoire à la banque centrale, ne rapportant pas d'intérêts, égal à 20 % de l'emprunt étranger, et cela pour une période allant de 90 jours à un an, selon la durée des emprunts. Cette taxe implicite sur les rentrées de capitaux à court terme au Chili s'ajoutait à l'obligation faite aux investissements directs étrangers d'être d'une durée minimale d'un an. Par la suite, cette taxation implicite des capitaux courts extérieurs (d'une durée de moins d'un an) furent tantôt renforcée, tantôt assouplie, le taux implicite variant de 2,6 à 3,9 % (Ffrench-Davis et Agosin, 1995).

source stable et crédible de liquidités internationales pour les pays solvables. Les crises monétaires et financières en cascades qu'ont vécues de nombreux pays sont le résultat de cette imprudence et de cette imprévoyance.

Plutôt que d'amender ses statuts pour proscrire le contrôle des mouvements de capitaux, le FMI devrait plutôt prendre l'initiative de créer les mécanismes politiques et monétaires nécessaires pour permettre aux pays qui le désirent d'accéder à la stabilité monétaire. Le cadre institutionnel actuel est en effet trop primitif et trop fragile pour supporter un trafic lourd de capitaux internationaux apatrides et volatils, comme le permettent les nouvelles technologies de communication. Avant d'accroître la vitesse et le nombre de véhicules sur les routes, il faudrait peut-être songer à construire de meilleures routes!

BIBLIOGRAPHIE

- BAGEHOT, Walter (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London.
- BAYOUMI, TAMIM et RONALD MACDONALD (1998), « Deviations of Exchange Rates from Purchasing Power Parity: A Story Featuring Two Monetary Unions », IMF Working Paper WP/98/69.
- BOUGHTON, JAMES. M. (1997), « From Suez to Tequila: The IMF as Crisis Manager », IMF Working Paper WP/97/90.
- CALVO, GUILLERMO (1997), « Argentina's Experience After the Mexican Crisis », in G. PERRY (éd.) *Currency Boards and External Shocks: How Much Pain, How Much Gain?*, Washington, The World Bank, p. 15-18.
- COURCHENE, THOMAS J. (1998), « Towards a North American Common Currency: an Optimal Currency Area Analysis », Sixth Bell Canada Papers Conference *Room to Manoeuvre? Globalization and Policy Convergence*, Queen's University.
- DANIEL, BETY C. (1997), « Fiscal Policy and the Predictability of Exchange Rate Collapse », IMF Working Paper WP/97/133.
- EICHENGREEN, B. et A. FISHLOW (1998), « Contending with Capital Flows: What is Different about the 1990's? », in MILES KOHLER (éd.), *Capital Flows and Financial Crises*, Cornell University Press, Ithaca, N.Y., p. 23-68.
- FELDSTEIN, MARTIN (1999), « A Self-Help Guide for Emerging Markets », *Foreign Affairs* : 93-109.
- FRENCH-DAVIS, RICARDO et MANUEL AGOSIN (1995), « Managing Capital Inflows in Latin America », mimeo, Department of Economics, University of Chile, Santiago.
- FISHER, IRVING (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica* 1 : 337-57.
- FRIEDMAN, MILTON et ANNA JACOBSON SCHWARTZ (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton, New Jersey, Princeton University Press.
- GARTEN, JEFFREY E. (1999), « Lessons for the Next Financial Crisis », *Foreign Affairs* : 76-92.
- GOLDFAJN, ILAN et RODRIGO O. VALDES (1997), « Are Currency Crises Predictable? », IMF Working Paper WP/97/159.

- GHOSH, ATISH, A-M. GULDE et H. WOLF (1998), « Currency Boards: The Ultimate Fix? », IMF Working Paper WP/98/8.
- HANKE, STEVE et KURT SCHULER (1993), « Currency Boards for Latin America », in NISSAN LIVIATAN (éd.), *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, Washington, The World Bank, p. 13-21.
- HUME, DAVID (1752), « Of the Trade Balance », in : *Of Money in Political Discourses*.
- IZE, ALAIN et E. YEYATI (1998), « Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications », IMF Working Paper WP/98/28.
- JOCHUM, CHRISTIAN et L. KODRES (1998), « Does the Introduction of Futures on Emerging Market Currencies Destabilize the Underlying Currencies? », IMF Working Paper WP/98/13.
- KAMINSKY, GRACIELLA, SAUL LIZONDO et CARMEN M. REINHART (1997), « Leading Indicators of Currency Crises », International Monetary Fund, Washington, D.C. #97179.
- KINDLEBERGER, CHARLES P. et JEAN-PIERRE LAFFARGUE (éds) (1982), *Financial Crises*, Cambridge, Cambridge University Press.
- KOCHERLAKOTA, NARYAYANA et T. KRUEGER (1998), « Why Do Different Countries Use Different Currencies? », IMF Working Paper WP/98/17.
- MINSKY, HYMAN P. (1982), « Can 'It' Happen Again? » *Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe Inc., N.Y., 301 pages.
- MINSKY, HYMAN P. (1964), « Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Recessions », *American Economic Review*, 54 : 324-35.
- MINSKY, HYMAN P. (1977), « A Theory of Systemic Fragility », in ED. I. ALTMAN et A.W. SAMETZ (éds), *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, New York, John Wiley & Sons, p. 138-152.
- MITCHELL, WESLEY C. (1941), *Business Cycles and their Causes*, University of California Press, Berkeley, California.
- MUNDELL, ROBERT A. (1993), « Currency Boards, Fixed Exchange Rates and Policy Rules », in NISSAN LIVIATAN (éd.), *Proceedings of a Conference on Currency Substitution and Currency Boards*, Washington, The World Bank.
- OBSTFELD, MAURICE et KENNETH ROGOFF (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- RICARDO, DAVID (1817), *Les principes de l'économie politique et de la taxation*, Londres.
- VEBLEN, THORSTEIN (1904), *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons, New York.
- VELASCO, A. et P. CABREZAS (1996), « Alternative Responses to Capital Inflows: A Tale of Two Countries », in MILES KAHLER (éd.), *Capital Flows and Financial Crises*, Cornell University Press, p. 128-157.
- WILLIAMSON, JOHN (1997), « Features and Implications of Currency Boards », in G. PERRY (éd.) *Currency Boards and External Shocks: How Much Pain, How Much Gain?*, Washington, The World Bank.
- WOLFSON, MARTIN H. (1986), *Financial Crises: Understanding the Postwar U.S. Experience*, M.E. Sharpe Inc., New York.