

**VIIe congrès de l'Association française  
de science politique**

**Lille, 18, 19, 20 et 21 septembre 2002**

**Table-ronde n°1**

**« La mondialisation »**

**Sous la direction de Josepha Laroche**

---

**Mondialisation de la finance et  
gouvernance des crises**

**André Cartapanis**

Centre d'Economie et de Finances Internationales  
UMR 6126, CNRS-Université Aix-Marseille II

[cefi@univ-aix.fr](mailto:cefi@univ-aix.fr)

**1. Introduction**

La crise asiatique des années 1997-98 ne s'apparente guère à une simple turbulence financière, comme l'économie mondiale en connaît régulièrement. C'est une crise de système enchâssée dans les structures de la finance mondiale contemporaine : rôle-clé des financements courts renouvelables en devises, forte concentration parmi les créanciers bancaires internationaux, transformations d'échéances élevées, forte volatilité des collatéraux, corrélations croissantes des prix d'actifs sur les marchés émergents... Par son ampleur et l'importance de la propagation qu'elle a initiée vers l'ensemble des marchés de capitaux de la planète, elle a suscité une réelle prise de conscience des risques que fait peser la libéralisation financière sur la stabilité de l'économie mondiale. Car les crises de système se multiplient, se diffusent à l'échelle internationale et, rarement, dans l'Histoire, les marchés financiers internationaux avaient subi des ajustements aussi violents qu'au cours de ces dix dernières années : crises du SME en 1992-93, tensions considérables sur les marchés obligataires en février 1994, crise mexicaine entre décembre 1994 et février 1995, défaillance de Baring Brothers en février 1995, *krach* asiatique de l'automne 1997, difficultés financières de la Russie en mai-août 1998, crise brésilienne de novembre 1998-janvier 1999, crises en Turquie et en Argentine début 2001, et à nouveau en Argentine puis au Brésil en 2002... En ces diverses occasions, fut démontrée la fragilité des systèmes de financements internationaux, la rationalité des agents pouvant conduire à une élévation de l'insécurité générale et à la transformation rapide d'un choc local en crise de liquidité à l'échelle globale.

Cette recrudescence des crises financières internationales au cours de la dernière décennie s'inscrit dans une tendance longue. Selon plusieurs analyses récentes (Bordo,

Eichengreen, Klingebiel and Martinez-Peria, 2001 ; Eichengreen and Bordo, 2001 ; Eichengreen, 2001), la fréquence des crises financières serait deux fois plus élevée depuis 1973 qu'elle ne l'était au cours de l'après-guerre ou de la période de l'étalon-or classique, après 1880. Si Bordo ou Eichengreen considèrent que les crises contemporaines ne sont pas plus sévères, en termes de pertes cumulées d'output, certaines analyses du FMI (1998a) livrent un diagnostic plus inquiétant : les crises de change des années 90 créeraient des déficits cumulés d'output, relativement au trend, de 4 à 7%, et les crises jumelles, combinant crises bancaires et crises de change, susciteraient des pertes de production de l'ordre de 15%. L'ampleur de ces chocs s'explique par la taille des reflux de capitaux. Lors de la crise asiatique de 1997, les sorties nettes de capitaux provenant des cinq pays les plus touchés, en l'occurrence la Thaïlande, la Malaisie, l'Indonésie, les Philippines et la Corée, ont ainsi dépassé en quelques mois les 100 milliards de dollars, soit environ 10% de leur PIB agrégé (Pesenti and Tille, 2000).

Dans ce contexte, la nouvelle architecture financière internationale définie en juin 1999 sous l'égide du G 7 et mise en œuvre, depuis, par le FMI constitue la réponse politique apportée aux crises systémiques des années 90 (Cartapanis, 2001a, 2001b). Il s'agit de moderniser l'architecture des marchés financiers dans les pays émergents et de conforter les moyens de prévention et de gestion des crises à l'échelle internationale, ce qui recouvre quatre objectifs : améliorer la transparence et l'accès à l'information ; conforter la place des Institutions financières internationales pour les aider à répondre aux défis de la globalisation des marchés ; développer le rôle du secteur privé en lui faisant supporter une part appropriée du fardeau en temps de crise ; et renforcer la réglementation des institutions financières dans les économies émergentes. L'ambition n'est donc pas d'ériger un nouveau système monétaire international mais de favoriser de nouvelles pratiques et d'améliorer la gouvernance des marchés internationaux de capitaux, surtout en période de crise. Mais l'instabilité financière internationale n'a guère reculé, on l'a vu avec les effets dramatiques de la crise en Argentine, depuis un an, et depuis quelques semaines, à nouveau, au Brésil... C'est dire que le débat sur la prévention et la gestion des crises financières internationales n'est pas clos.

Si l'accent est actuellement placé sur la question des défauts souverains, il s'agit plus généralement d'améliorer la prévention et la gestion des crises financières internationales. Prévenir les crises revient à contenir les comportements générateurs de risques, donc à réduire la fréquence de celles-ci. Gérer les crises consiste à éviter leur propagation systémique et à minimiser leur ampleur et leur coût, en rétablissant la confiance des agents économiques. Les discussions portent aujourd'hui sur les dispositifs de supervision ou de réglementation prudentielle, sur le statut d'un prêteur international en dernier ressort, sur les problèmes que posent l'éventuelle mise en faillite d'un Etat ou l'implication du secteur privé dans la résolution des crises.

Mais ces questions se heurtent à de redoutables difficultés. D'abord, parce que la gouvernance des crises devrait directement répondre à la nature de celles-ci, leurs fondements, leurs déterminants. Or, en la matière, les économistes sont loin d'être toujours d'accord. Comme le notait récemment l'économiste américain Andrew Rose, *que savons-nous, finalement, à propos de ces crises ? Qu'elles ne se ressemblent pas. La nature hétérogène des crises est leur caractéristique première. Cela explique pourquoi il est si difficile de les modéliser sur le plan empirique, et pourquoi de nouveaux modèles théoriques semblent toujours nécessaires, ex post, pour expliquer les derniers déclenchements* (2001). Certains économistes privilégient les situations macro-économiques jugées insoutenables, tandis que d'autres accordent beaucoup plus d'importance aux fragilités, voire aux défaillances, apparaissant au sein des systèmes bancaires ou financiers. Il y a donc un premier obstacle qui tient à la compréhension très imparfaite et au caractère évolutif des crises financières internationales. Ensuite, la régulation des crises financières internationales met en

jeu des arbitrages de caractère éminemment politique. Tel est le cas lorsqu'il s'agit de choisir l'institution internationale chargée de la gestion des crises, d'en définir le mandat, les procédures d'exécution ou de contrôle. Cela apparaît également en matière de prévention lorsque l'on doit choisir entre des politiques de surveillance discrétionnaires et l'adoption de normes impératives de comportement ou de transparence, en particulier dans le domaine des systèmes financiers et des réglementations prudentielles. Tous ces dispositifs entrent inévitablement en conflit avec les prérogatives nationales et interfèrent avec les stratégies d'influence ou d'intervention des acteurs dominants qui ne répondent pas toujours à des critères d'efficacité économique pure. La comparaison de l'attitude du FMI vis-à-vis de la Turquie et de l'Argentine, en 2001 et 2002, ou le tout récent revirement du FMI au Brésil, au terme d'une visite éclair du Secrétaire au Trésor américain, en témoignent aisément.

Tel est l'objet de cette analyse que d'examiner le type de gouvernance des crises financières que la communauté internationale tente aujourd'hui de construire dans le cadre de la nouvelle architecture financière internationale. Dans la section 2, on tente de mieux caractériser les crises systémiques qui accompagnent l'approfondissement de la globalisation financière depuis dix ans. Dans la section 3, les principes de base de la nouvelle architecture sont détaillés et l'on met en avant la responsabilité décisive de la Diplomatie américaine dans les contours de ladite architecture. Enfin, dans la section 4, on utilise l'éclairage des théoriciens de l'économie politique internationale pour montrer que ce mode de gouvernance des crises financières internationales s'apparente à un compromis néo-libéral, qui s'appuie sur des règles procédurales dont l'efficacité reste à démontrer.

## **2. Globalisation financière et crises systémiques**

L'instabilité des marchés et le déclenchement d'attaques spéculatives débouchant sur des crises d'ampleur systémique, loin d'apparaître comme des anomalies, font aujourd'hui l'objet d'une banalisation dans le nouveau contexte de la globalisation financière.

### **La mondialisation de la finance**

La finance globale se joue désormais des frontières et des volontarismes nationaux et représente un potentiel de déstabilisation tout à fait considérable. La finance mondiale s'apparente à un méga-marché des fonds prêtables, compte tenu de l'abolition des frontières entre les marchés nationaux et grâce aux réseaux modernes de communication. L'investissement et le financement des déficits publics ne sont plus contraints par le niveau d'épargne domestique. Quant aux déficits de balances des paiements courants, ils perdent leur caractère pathologique si les pays concernés parviennent à attirer durablement l'épargne étrangère. La globalisation favorise l'intégration financière internationale, qui reste cependant inachevée, et contribue à l'équilibre entre épargne et investissement à l'échelle mondiale et non plus à celle de chaque pays.

L'accélération récente des flux d'épargne en direction des marchés émergents asiatiques ou latino-américains dans les années 90, tout au moins jusqu'à la crise asiatique, a marqué une nouvelle étape dans le processus de globalisation financière amorcé au début des années 80, en multipliant les risques que cela engendre pour le système financier international, désormais soumis à des transferts massifs de volatilités et à la propagation systémique de turbulences locales en provenance d'Amérique latine, d'Asie ou de Russie...

Toutefois, si elle constitue l'une des cibles préférées des mouvements hostiles à la mondialisation, la globalisation des marchés financiers ne mérite ni excès d'honneur, ni excès d'indignité. C'est un processus, sans doute très imparfait, et en même temps irremplaçable, d'allocation internationale de l'épargne que perturbe cependant la rationalité grégaire de certains comportements. En ouvrant le jeu économique, la globalisation financière a offert des opportunités à des pays, à des hommes, qui en avaient peu, tout en laissant hors de son emprise de vastes zones, en Afrique et sur le pourtour méditerranéen en particulier. Mais dans le même temps, une économie de spéculation s'est progressivement installée, source d'instabilité financière et d'ajustements violents sur le plan macro-économique, et dont pâtissent aujourd'hui nombre de pays émergents, après en avoir pleinement bénéficié. De ce point de vue, la crise asiatique de 1997-98 présente un caractère exemplaire.

### **Une crise de change asiatique à dominante bancaire**

Les très fortes entrées de capitaux dans les économies émergentes d'Asie, depuis 1992-93, avaient considérablement accru la liquidité disponible et par-là le crédit domestique. L'évaluation très imparfaite du risque de défaut et l'absence de supervision solide furent à l'origine d'une augmentation de la part des créances douteuses dans les bilans bancaires, suivie de restrictions des crédits en réponse à l'insolvabilité de certaines banques et à la chute de la richesse nette de nombreux emprunteurs. En 1997, d'abord en Thaïlande, la crise bancaire s'est alors rapidement transformée en crise de change compte tenu de l'interruption d'une large part des entrées de capitaux sous la forme de prêts bancaires à court terme et en devises, dans un contexte de déficits courants considérés jusqu'ici comme pleinement soutenables, mais qui ne l'étaient plus face à la raréfaction des capitaux bancaires internationaux et à la chute des réserves de change. Cette crise de liquidité bancaire, qui se trouve à l'origine de la crise de change, s'est ensuite transformée en crise de solvabilité bancaire dès lors que la défiance s'étendait, que la dépréciation du change augmentait la charge réelle de la dette et que les sorties de capitaux s'accéléraient. Tel est, à grands traits, le scénario de la crise du bath thaïlandais, mais aussi, en y greffant les effets de contagion, celui de la crise du won coréen ou de la roupie indonésienne (Cartapanis, Dropsy and Mametz, 2002).

On admet ainsi que les difficultés susceptibles d'apparaître au sein des systèmes bancaires ou financiers peuvent provoquer des basculements d'opinion de vaste ampleur qui s'étendent au marché des changes. Cela peut répondre à l'apparition de désajustements d'échéances dans les bilans bancaires ou bien à des chocs touchant ponctuellement les collatéraux, par exemple en présence de l'éclatement d'une bulle sur les marchés d'actifs ou d'une bulle sectorielle (immobilier, micro-processeurs...). Quelle qu'en soit la nature, ces chocs engendrent alors des problèmes d'illiquidité (Radelet and Sachs, 1998) qui deviennent le vecteur d'une propagation systémique par le jeu de *boucles auto-aggravantes* : crise de liquidité, soit en réponse au sur-investissement, soit à cause d'une inversion conjoncturelle ou de faiblesses sectorielles ; contexte macro-économique offrant plusieurs scénarios contradictoires ; modification brutale des anticipations collectives ; retrait des capitaux étrangers et extension contagieuse ; crise de solvabilité ; chute de l'activité... (Artus, 2001).

Selon le choc ou la *boucle auto-aggravante* privilégiés, les économistes retiennent alors des facteurs de déclenchement des crises très divers: les uns mettent l'accent sur l'endettement externe excessif, lié à un phénomène d'aléa moral (Krugman, 1998 ; Corsetti, Pesenti and Roubini, 1999) ; d'autres se cantonnent à la transposition du modèle canonique de *run bancaire* en substituant aux déposants domestiques les créanciers internationaux (Chang and Velasco, 2000a, 2000b) ; certains placent au cœur de l'analyse la dégradation des bilans bancaires ou des bilans des entreprises, en fonction de la structure d'appariement par

échéances entre créances et engagements (Krugman, 1999, 2000 ; Mishkin, 1998, 1999, 2000); d'autres, enfin, sans être exhaustif, combinent des bulles sur les prix d'actifs et des crises de bilan (Schneider and Tornell, 2000). Dans tous les cas, la crise de change et la dépréciation qui en est l'aboutissement s'apparentent à un effet *collatéral*, voire à un symptôme, 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.

Au-delà du déplacement de l'analyse vers la sphère bancaire, ce qui caractérise également les crises récentes, c'est la place qu'occupent les mouvements internationaux de capitaux, non seulement dans le déroulement concret de la crise de change, après le choc bancaire ou financier, mais surtout, en amont, dans les entrées *excessives* de capitaux. Ce sont les afflux de capitaux bancaires ou les investissements massifs de portefeuille qui ont fragilisé les économies émergentes, tant à l'échelle des marchés financiers domestiques que sur le plan réel. Ce sont ces afflux d'épargne qui se trouvent à la source des tensions bancaires internes, puis au cœur du renversement des anticipations qui déclenche, *in fine*, la crise.

On s'est beaucoup interrogé sur les causes du développement massif des mouvements de capitaux à court-terme vers les pays émergents, tout au moins jusqu'en 1997, et sans doute cette dynamique *explosive* et les crises qui l'ont bien souvent accompagnée sont-elles liées au choc structurel de la libéralisation financière, tout particulièrement en Asie (Demirgüç-Kunt and Detragiache, 1998 ; Plihon, 2000). Mais dans le même temps, certaines études récentes ont permis de souligner combien la dynamique des flux bancaires internationaux vers les émergents et, plus encore le déclenchement des crises bancaires ou des crises jumelles dans ces pays, relevaient très largement de facteurs *externes*, en l'occurrence de déterminants situés pour une part significative parmi les pays développés. Ainsi, dans une analyse récemment menée à la BRI (Jeanneau and Micu, 2002), il apparaît qu'au cours de la période 1986-2000 les causes *externes* (*push factors*), comme la croissance élevée des pays les plus développés, mesurée par l'*output gap*, ou la forte liquidité des systèmes bancaires occidentaux, ont joué un rôle important et pro-cyclique dans la taille des mouvements de capitaux bancaires vers les pays émergents, à côté des déterminants *internes* (*pull factors*) que sont les rendements boursiers ou la croissance de l'output domestique. La relation est toutefois plus significative pour les prêts bancaires européens ou japonais et pour les flux agrégés, à court-terme et à long-terme, qu'elle ne l'est pour les prêts des banques américaines ou pour les flux bancaires à court-terme.

Il y aurait donc une forme de diffusion internationale de la croissance économique et du climat des affaires des pays développés en direction de certains pays émergents, *via* les mouvements internationaux de capitaux. Ces afflux d'épargne ont ainsi alimenté la croissance réelle des pays concernés, tout particulièrement en Asie, mais ils ont aussi participé à l'apparition de phénomènes de bulle spéculative sur les marchés d'actifs locaux. Cela peut résulter de la profitabilité élevée des banques occidentales, en phase de haute conjoncture, de nature à les encourager à prendre plus de risques, en l'occurrence en augmentant leurs engagements avec des débiteurs des pays émergents qui ont ainsi bénéficié d'une *convention financière optimiste* (Aglietta, 2001). Mais on voit bien qu'au-delà de la montée endogène des risques que le crédit international, surtout s'il est libellé en devises, tend à engendrer, une telle connexion place les pays débiteurs sous la menace d'un retournement des conditions macro-économiques ou financières des pays créanciers, surtout si le tarissement de ces flux vient affaiblir la crédibilité des engagements de change. Or, s'il est une relation bien établie à propos des déterminants des crises de change ou des crises bancaires parmi les pays en développement, c'est bien celle qui les associe aux contractions de la politique monétaire dans les pays industrialisés, principalement aux Etats-Unis, et donc aux augmentations touchant les

taux d'intérêt occidentaux (Eichengreen and Rose, 1998 ; Eichengreen and Mody, 1998 ; Frankel and Roubini, 2000).

En tout cas, ce que l'on doit retenir, c'est que dans les modèles les plus récents, les crises de change ne sanctionnent pas, d'abord, des fondamentaux macro-économiques dégradés, devenus insoutenables. Ces crises révèlent plutôt un défaut généralisé de coordination parmi les intermédiaires financiers, domestiques et étrangers. La dévaluation qui en résulte exerce des effets d'aggravation si les engagements externes en devises sont élevés, mais également si les tentatives de sauvetage de la part des autorités induisent, soit une forte augmentation des taux d'intérêt, soit encore, sur le plan budgétaire, de nouveaux besoins de financement à monétiser. Mais alors, la crise de change devient indissociable d'une crise systémique.

### **Des crises de change systémiques dans les pays émergents**

On ne saurait parler d'un paradigme établi à propos du risque systémique (De Bandt and Hartmann, 2000), certains jugeant même ce concept encore *méthodologiquement non solide* (Marshall, 1998). Si elle fait l'objet de définitions multiples (De Bandt and Hartmann, 2000 ; Aglietta et Brender, 1990 ; Aglietta et Moutot, 1993), la notion de risque systémique recouvre d'abord le risque de contagion régionale ou globale d'un choc local. Pour la BRI (1994), *c'est le risque que la défaillance d'un participant face à ses engagements contractuels puisse se transmettre aux autres participants en proie à des défaillances, le long d'une chaîne de réactions conduisant à des difficultés financières croissantes*. L'idée de base est donc que certains chocs, dans un contexte spécifique, peuvent exercer des effets qui dépassent leur dimension initiale et prennent la forme d'une crise qui met en cause la stabilité du système financier global, autant du côté des débiteurs que des créanciers.

Mais le risque de système ne se réduit pas à la simple juxtaposition, voire à la propagation des risques individuels. Cette notion recouvre l'éventualité que les réponses rationnelles des agents puissent conduire, de façon endogène, à des modifications brutales des anticipations, reflétant des sauts dans l'insécurité perçue, de nature à perturber la détermination des prix sur les marchés d'actifs et la rationalité de l'allocation de l'épargne. En ce sens, le risque systémique ne se matérialise pas seulement sous la forme de crises ou d'accidents mais peut également s'exprimer de façon plus insidieuse par des inefficiences, des coûts d'ajustement ou des contraintes macro-économiques que ne justifiait nullement un changement des fondamentaux (Aglietta et Brender, 1990 ; Aglietta, 1996, 1998).

Divers éléments constitutifs caractérisent une telle conception. L'incertitude profonde dans laquelle on se trouve pour évaluer les prix d'équilibre des actifs financiers intervient en premier lieu. On ne saurait reprocher aux investisseurs internationaux d'adopter des anticipations naïves et de tomber sous l'emprise du mimétisme si la théorie économique n'est pas à même de fournir une spécification et, surtout, une mesure, des taux de change d'équilibre, ou des déséquilibres courants soutenable, tout à la fois fiables et faisant l'objet d'un assentiment relativement large. L'aveuglement au désastre intervient en second lieu. Ce n'est rien d'autre que la réticence des investisseurs ou des banques à admettre que la probabilité d'une défaillance ou d'un retournement de marché a fortement augmenté, malgré la multiplication de signes avant-coureurs. Car l'apparition de ces signaux jette un doute sur la pertinence des décisions passées, ce que les décideurs répugnent longtemps à admettre avant de renverser brutalement leur position ou d'enregistrer une défaillance. S'y ajoutent la myopie dans l'évaluation des risques majeurs, la fuite vers la liquidité, en période de crise, et la propension à adopter des comportements mimétiques ou moutonniers. Certes, l'extrême brutalité des changements d'opinion sur les marchés financiers internationaux répond rarement à des analyses déraisonnables de la situation d'un pays ou d'un type d'actif

particulier. Pourtant, la surréaction des marchés, outre la vulnérabilité qu'elle induit pour les opérateurs eux-mêmes, révèle bien souvent la myopie des anticipations et un manque réel de discernement dans leur utilisation. Qu'un facteur d'inquiétude se manifeste sur un marché, fut-il jugé de courte durée, voire dénué de justification objective aux yeux des opérateurs eux-mêmes, et les anticipations peuvent se polariser, propager la défiance vers d'autres marchés, en direction d'autres pays, sous la forme de transferts de volatilité ou d'infléchissements des prix des actifs.

Ces anomalies ne sont pas imputables à la concurrence financière, *per se*, mais au fait que la libéralisation des mouvements de capitaux s'est le plus souvent traduite par une forte augmentation des engagements liquides, notamment de l'endettement à court terme en devises par l'entremise des banques, ce qui a considérablement accentué la vulnérabilité des économies concernées à un changement dans l'état de confiance, à un choc dans l'évaluation des risques de la part des investisseurs internationaux. De ce fait, la mobilité internationale des capitaux accentue et multiplie les sources de turbulences et de crises, tout particulièrement dans les économies émergentes encore marquées, depuis des décennies, par des connexions très étroites entre les banques et les Etats, ce qui assurait la stabilité des engagements financiers. Quant à la réversibilité de ces transferts d'épargne, elle a été considérablement accentuée par la montée en puissance des engagements bancaires à très court terme et la liquidité de ces crédits devient hautement hypothétique en période de *stress*. Quand le risque de système se transforme en crise systémique, révélant des perturbations allant au-delà des limites où les organisations établies sont efficaces (Aglietta et Moutot, 1993), alors les réactions s'aggravent, les processus de propagation et d'amplification des chocs entrent en jeu et se diffusent, en particulier vers le marché des changes, puis à l'échelle planétaire selon divers canaux de contagion : réajustement d'ensemble des portefeuilles (actifs ou créances bancaires) en présence d'une incertitude générale suscitant alors une *contagion pure*; effets de *débordement* (*spill over*) liés aux interdépendances commerciales et financières, ou répondant aux ajustements provoqués par un créancier commun... Seule une intervention publique est alors à même de rétablir la confiance et d'assurer la continuité des paiements et des engagements financiers.

Mais quels sont les facteurs spécifiques de déclenchement de la crise ? Dans les années 90, les crises jumelles sont apparues, dans la très grande majorité des cas, dans des économies déjà fragilisées par une détérioration tendancielle, et non pas accidentelle, des fondamentaux macro-économiques. Demirgüç-Kunt and Detragiache (1998) ont clairement établi que l'environnement macro-économique jouait un rôle fondamental dans l'augmentation des probabilités de crises bancaires, en l'occurrence la faible croissance de l'output, des taux d'intérêt réels élevés et une forte inflation, auxquels s'ajoutent la croissance élevée du crédit domestique dans un passé récent ou la hausse du ratio M2/réserves. Mais en présence d'une exposition renforcée à une fragilité financière latente (poids de la dette extérieure à court terme, bilans bancaires dégradés, bulle spéculative sur les prix d'actifs...), c'est souvent après un choc idiosyncratique (choc externe, inquiétude politique, accident individuel, échéance électorale...) que la crise apparaît. Le *basculement* dans la perte de confiance n'était pas inéluctable *ex ante* mais il *enclenche* très vite les séquences auto-aggravantes de la crise de change systémique: inversion ou forte diminution des entrées de capitaux, pertes de réserves de change, extension de la défiance, crise de change, dévaluation ou flottement.

Cette perte de confiance reste donc quelque peu mystérieuse et à propos de la crise asiatique les déterminants de la défiance dont sera subitement victime le bath thaïlandais sont encore aujourd'hui assez opaques. Dès que l'on est en présence de bilans dégradés ou de

fondamentaux détériorés, c'est un événement relativement mineur qui peut conduire les créiteurs internationaux à *changer de scénario* (Dornbusch, 2001). Mais cela peut ne pas arriver. De ce fait, si la genèse de la crise de change systémique se situe dans l'optimisme irraisonné ayant conduit à des entrées excessives de capitaux, dans un contexte micro-économique de myopie face au désastre et de défaut d'évaluation du risque systémique associé au surendettement, en revanche le renversement d'opinion relève de la psychologie des marchés et des *animal spirits* des agents économiques (Jeanne, 1997). Furman and Stiglitz (1998) soulignent que ce n'est que très peu de temps avant la crise asiatique que les créanciers se sont rendu compte de l'importance de la dette externe à court terme, notamment en Thaïlande, puis en Corée, provoquant alors, et alors seulement, la crise de liquidité. S'agissant de la Thaïlande, les fondamentaux s'étaient quelque peu dégradés dès 1996 (croissance et investissement en net ralentissement, inversion des courbes sur les cours boursiers), mais sans entraîner de défiance. La crise d'illiquidité de certains établissements bancaires thaïlandais a été provoquée par le tarissement des flux bancaires internationaux destiné, justement, à réduire l'exposition des collatéraux. C'est à ce moment que la panique bancaire puis le choc global sont apparus. On ne doit pas négliger non plus les effets des réactions de politique monétaire car les hausses de taux d'intérêt destinées à la défense des taux de change, par exemple en Indonésie (Azis, 2001), ont eu des conséquences foudroyantes sur les bilans bancaires, sur l'investissement domestique et même sur les sorties de capitaux, en venant confirmer, voire aggraver, le changement de croyance collective (Stiglitz, 2002).

La gravité de la crise asiatique, sa diffusion systémique vers l'ensemble des pays émergents puis vers les marchés boursiers des pays développés, tout ceci a provoqué une réelle prise de conscience quant aux risques récurrents de la globalisation financière. C'est ce qui explique l'irruption de la nouvelle architecture financière internationale sur l'agenda de la communauté internationale et, d'abord, du G 7.

### **3. La gouvernance des crises au cœur de la nouvelle architecture financière internationale**

Sous l'égide du G 7 et du G 22, des groupes de travail *ad hoc* ont été mis en place en avril 1998 afin de formuler des recommandations permettant de mieux contenir l'instabilité financière internationale. Sur cette base, les Ministres des Finances du G 7 se sont mis d'accord sur une déclaration commune, lors du sommet de Cologne, en juin 1999, qui spécifie les principes de nature à améliorer et à réformer l'architecture financière internationale. Quant à la mise en œuvre de ladite architecture, elle a été pour une large part confiée au FMI. On se contentera ici de dégager les principes de base retenus implicitement ou de façon plus affirmée par les Ministres des Finances du G 7.

#### **Les principes de la nouvelle architecture financière internationale**

Dès l'exposé des motifs, la nécessité de réduire les risques financiers et d'améliorer la coopération internationale est présentée comme un impératif de nature à optimiser les avantages du processus de globalisation et d'intégration financière internationale. Cette stabilité accrue ne requiert nullement la création de nouvelles Institutions financières internationales mais exige cependant une responsabilité accrue des gouvernements, autant dans le pilotage macro-économique que dans la définition de règles du jeu plus affirmées s'appliquant aux marchés et aux opérateurs. Malgré le caractère formel et, parfois, quelque peu convenu, de ce type de déclaration, on peut regrouper les options de base adoptées par le G 7 en dégagant quatre principes.

En premier lieu, selon le G 7, il importe de renforcer la transparence et la qualité de l'information afin d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers internationaux. Cette exigence concerne tout autant les données quant à la situation macro-économique des pays émergents, en matière d'engagements à court terme en devises ou de réserves de change, que les informations afférentes aux intermédiaires financiers et au secteur privé. C'est là une condition nécessaire pour assurer de meilleures pratiques. Divers types d'Institutions internationales devraient contribuer à cet objectif : le FMI, sur le plan macro-économique, dans le cadre notamment du Code de bonnes pratiques en matière de transparence monétaire et financière et des rapports établis à la suite des consultations au titre de l'Article IV ; le Comité de Bâle pour les banques, l'IOSC (International Organization of Securities Commissions) pour les marchés boursiers et l'IAIS (International Association of Insurance Supervisors) pour les compagnies d'assurance. Tous se doivent également de renforcer les règles de centralisation et de divulgation des informations dans un cadre comptable normalisé, sous l'égide de l'IASC (International Accounting Standards Committee).

En second lieu, tout en réaffirmant, in fine, la supériorité de la libéralisation des marchés de capitaux, afin d'optimiser l'allocation internationale de l'épargne, le financement de la croissance et les créations d'emplois, pour le G 7 des contrôles provisoires des mouvements de capitaux peuvent être envisagés, parmi les pays émergents, compte tenu des dysfonctionnements observés sur les marchés dans les années récentes. Ce principe concerne tout particulièrement les mesures préventives visant à freiner les entrées de capitaux excessives, à l'image des dispositions adoptées par le Chili dans un passé récent. En revanche, le contrôle des sorties de capitaux est jugé contre-productif et ne devrait être utilisé que dans des circonstances tout à fait exceptionnelles. Dans le même temps, afin de limiter les incitations aux entrées de capitaux à court terme en devises et la concentration excessive des risques de liquidité et de change, les gouvernements devraient réduire l'étendue des garanties apportées sur le plan domestique à ce type d'engagement externe, et contribuer au développement des marchés obligataires domestiques afin de favoriser, si nécessaire, les politiques d'endettement à long terme en monnaie nationale.

Le troisième principe qui se dégage de la Déclaration du G 7 concerne l'échelle de la réforme. Il ne s'agit pas de reconstruire un nouveau système monétaire et financier international, mais plutôt d'introduire de façon pragmatique un ensemble d'incitations, de codes de conduite, voire de normes auxquelles se conformer, afin d'assurer de meilleures pratiques autant parmi les États, en matière de coopération internationale ou de régime de change, qu'en ce qui concerne, surtout, les investisseurs et les intermédiaires financiers opérant à l'échelle internationale. Le renforcement des consultations internationales doit impérativement s'étendre aux pays émergents tout en prenant des formes largement informelles, en s'appuyant notamment sur le *Comité Intérimaire* du FMI qui s'est vu conféré un statut permanent après sa transformation en *Comité Monétaire et Financier International*. Si l'on ne saurait établir dans l'absolu la supériorité de tel ou tel régime de change, la stabilité monétaire et la soutenabilité des régimes d'ancrage exigent des politiques budgétaires prudentes et, surtout, la limitation des politiques d'endettement à court terme en devises. En ce sens, un financement externe de vaste ampleur ne saurait durablement soutenir un taux de change excessivement rigide. Mais c'est surtout à propos du secteur privé que s'exprime le besoin de règles du jeu plus contraignantes. Cette nécessité de renforcer les réglementations financières est associée à la sous-estimation avérée des risques encourus par les créanciers internationaux, en particulier dans des périodes qualifiées d'euphoriques sur les marchés. Selon la déclaration du G 7, de telles carences répondent à la prise en compte d'informations inadéquates, mais aussi à des incitations adverses conduisant à des prises de risques excessives. D'où le besoin de renforcer les dispositifs de supervision, de surveillance et de réglementation prudentielle afin de réduire ce type d'exposition. Cela conduit à approuver les

orientations définies par le *Comité de Bâle*, en janvier 1999, s'agissant de l'évaluation du risque de crédit et de la limitation des engagements bancaires accordés aux institutions financières à effet de levier élevé. Si la nécessité de définir des codes de bonnes pratiques s'impose tout particulièrement pour les conglomérats financiers, les banques sont l'objet de préoccupations propres, qu'il s'agisse de mieux faire respecter les ratios prudentiels en capitaux propres, de mieux évaluer et de maîtriser les risques de contrepartie et les positions de change. On rejoint alors le premier principe car le contrôle de ces meilleures pratiques exige de réels progrès dans les échanges d'informations entre les superviseurs nationaux ou les différentes organisations professionnelles, de type IOSC ou IAIS, et, plus encore, nécessite une extension des champs d'application, en particulier dans les paradis fiscaux qui s'apparentent, aussi, à des paradis prudentiels.

Enfin, contrairement à ce que prétendaient les tenants de l'efficience des marchés financiers, le G 7 considère que le déclenchement des crises financières internationales n'a pas une faible probabilité. Elles sont perçues comme un phénomène qu'il convient, certes, de prévenir, mais que l'on doit surtout s'apprêter à gérer, en prévoyant des règles d'intervention assurant un partage plus équilibré des responsabilités entre pays créanciers et pays débiteurs, et nécessitant la mise à contribution du secteur privé. Si l'application des trois précédents principes devrait permettre d'améliorer la prévention des crises, *ex ante*, il convient désormais de se préparer à la gestion des crises financières internationales afin de limiter les risques de contagion. Cela suppose, tout à la fois, une coopération internationale renforcée afin d'apporter très rapidement des solutions concertées, mais aussi une implication accrue des opérateurs privés. La nouvelle ligne de crédit conditionnelle du FMI répond à cet objectif mais devraient s'y ajouter des lignes de crédit conditionnelles privées afin de prévenir les risques de liquidité. Si le dénouement des crises ne doit pas réduire l'obligation des débiteurs de rembourser la totalité des engagements, il importe en même temps que les créanciers assument les conséquences des risques qu'ils ont acceptés, sans aucune garantie, *ex ante*, d'une intervention automatique du secteur officiel. En cas de crise, la réduction transitoire des remboursements nets peut être envisagée, mais aucune catégorie de créanciers ne devrait être privilégiée et, en particulier, les détenteurs d'obligations ne sauraient bénéficier d'une sorte de préséance sur les créances bancaires. Plus généralement, la communauté internationale devrait se doter d'une panoplie étendue d'outils d'intervention et de sources de financement des crises en impliquant directement le secteur privé, parallèlement à l'entrée en scène des Institutions financières internationales.

### **Des progrès limités**

Malgré les innombrables rapports publiés par le FMI, la Banque Mondiale, le Forum de Stabilité Financière ou la BRI à propos des progrès enregistrés dans l'évaluation des fragilités financières ou la définition des normes et des codes de nature à améliorer l'architecture financière internationale (IMF, 2001, 2002), l'application opérationnelle de ces dispositifs parmi les pays émergents reste encore embryonnaire.

A ce jour, les principales réalisations concernent l'amélioration de l'étendue et de la qualité des données macro-économiques ou des indicateurs macro-prudentiels désormais publiés et faisant l'objet d'une surveillance de la part des Institutions internationales ou des autorités nationales. Mais ces dispositions ne s'appliquent aux pays membres qu'à titre volontaire. En consultation avec d'autres Institutions, le FMI a également défini des normes ou des codes de bonnes pratiques (*Code of Good Practices on Fiscal Transparency*, *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*), tandis que d'autres organismes conduisent des travaux dans des domaines connexes : comptabilité et vérification des comptes, réglementation des marchés boursiers, réglementation prudentielle sous l'égide

du Comité de Bâle II, avec le nouvel accord MacDonaugh dont la mise en œuvre est prévue à l'horizon 2004-2005 (BIS, 2001 ; Laurent et Seltz, 2000). Les obstacles semblent plus importants pour ce qui est de la participation accrue du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises, autant pour faciliter une meilleure évaluation des risques que pour réduire l'aléa moral. Des mesures pratiques ont été élaborées, telles que l'introduction éventuelle de clauses d'action collective dans les émissions obligataires souveraines, à l'image de la loi américaine sur les défaillances qui ne permet pas aux créanciers de se retirer brutalement en situation de *stress*. Mais ce type de disposition se heurte à plusieurs difficultés : l'absence de droit unifié, en particulier s'agissant des faillites ; le refus de nombreux pays émergents de s'engager individuellement dans cette voie, de crainte de susciter des effets d'éviction sur les marchés internationaux ; et même l'opposition des Etats-Unis préférant une approche au cas par cas face à une crise de liquidité. De même, l'implication du secteur privé dans la gestion des crises et la question de la sélectivité des créances en cas de crise se heurtent encore à des difficultés juridiques, ou de principe, difficiles à surmonter (Cornand, 2002). Au-delà de la mise en cause des prérogatives des Etats, c'est également sur le plan du droit international que la dernière initiative de Krueger (2001), tendant à créer une procédure de mise en faillite des Etats, pose le plus de difficultés.

Du côté des acquis, on doit noter qu'au-delà de la Facilité de Réserve Supplémentaire, le FMI a créé un nouvel instrument financier de prévention des crises, la ligne de crédit préventive (*Contingent Credit Lines, CCL*) immédiatement accessible aux pays membres ayant une situation macro-économique saine mais exposés à un processus de contagion financière. Toutefois, l'augmentation des ressources mobilisables en urgence par le FMI ne s'est pas accompagnée d'une réforme des procédures permettant, réellement, à la fois d'en accélérer l'utilisation éventuelle et de répondre au *déficit démocratique* ressenti par les pays émergents compte tenu du poids des Etats-Unis et, plus largement, des pays du G 7 dans les décisions du Conseil d'Administration du Fonds.

Si l'on ne peut préjuger des infléchissements susceptibles d'intervenir dans un proche avenir, cet aperçu laisse prévaloir un sentiment d'inachèvement et démontre l'absence d'innovation systémique dans la régulation financière internationale. La question des modalités du transfert d'épargne vers les pays émergents n'est pas clairement posée. Ne doit-on pas réhabiliter les transferts publics, via les banques d'investissement ? Comment limiter les financements courts en devises ? Doit-on réduire de façon drastique l'aléa moral, au risque de provoquer des séismes financiers, comme en Argentine, pour assurer plus tard un meilleur partage des risques ? Ne doit-on pas réintroduire de nouveaux contrôles dans le domaine des mouvements internationaux de capitaux ? La nouvelle architecture ne répond pas véritablement à ces questions.

On doit cependant reconnaître que la pluralité des facteurs de crises, couplée à la multiplicité des explications, quelquefois contradictoires, avancées par les économistes, tout cela rendait la tâche éminemment difficile. Il n'en demeure pas moins que la nouvelle architecture résulte d'abord de compromis politiques imposés par les Etats-Unis.

### **Le poids décisif des Etats-Unis**

La mobilisation de la communauté internationale autour du thème de la nouvelle architecture est généralement associée à la crise asiatique, à sa propagation planétaire, et donc aux graves inquiétudes qu'elle a déclenchées, fin 1997. Mais cet agenda avait déjà été lancé, sur l'initiative du Président Clinton, lors du Sommet du G 7 de Naples, en juillet 1994, et donc avant même le déclenchement de la crise mexicaine, en décembre de la même année. A cette occasion, prenant acte du cinquantenaire de la Conférence de Bretton Woods et des transformations profondes ayant touché l'économie mondiale, le G 7 juge alors opportun de

*revitaliser les institutions de Bretton Woods* et propose d'approfondir cet objectif lors du Sommet de Halifax, en juin 1995, en concentrant l'attention sur l'articulation des Institutions internationales (*framework of institutions*) désormais requise par *l'économie globale* du XXI<sup>ème</sup> siècle.

Un an plus tard, à Halifax, les Chefs d'Etats et de Gouvernements approuvent un premier document technique, intitulé *Review of the International Financial Institutions*, qui examine les améliorations à apporter à *l'architecture des Institutions financières internationales*, c'est à dire aux rôles respectifs du FMI, de la Banque Mondiale et des banques régionales de développement. Pour autant, dans les points 5 et 6 de ce document, et face à la libéralisation des marchés financiers et au rôle croissant des mouvements internationaux de capitaux, *sources de nouveaux risques*, le besoin d'une *meilleure gouvernance* et d'un renforcement de *la réglementation et de la supervision sur les marchés financiers* est affirmé afin de promouvoir la *stabilité financière sur les marchés globalisés*. Il est vrai que la crise mexicaine avait avivé les inquiétudes des Ministres des Finances, ce qui explique que la réflexion, initialement centrée sur les Institutions financières internationales et les pays pauvres, ait adopté une autre urgence puisque apparaissent alors les questions de *signaux d'alerte, de surveillance et de diffusion de l'information...* Ces thèmes seront approfondis lors des Sommets du G 7 de Lyon (juin 1996), Denver (juin 1997), Birmingham (mai 1998) et Cologne (juin 1999), avec des rapports techniques préparés par les Ministres des Finances sous des intitulés relativement proches mais qui révèlent cependant une évolution des priorités : *Review of the International Financial Institutions* (1995) ; *Report on International Monetary Stability* (1996) ; *Confronting Global Economic and Financial Challenges* (1997) ; *Strengthening the Architecture of the Global Financial System* (1998) ; *Strengthening the International Financial Architecture* (1999).

Mais cet agenda politique international, rythmé par les réunions successives du G 7 pendant que les crises systémiques se succédaient entre 1995 et 1999, est indissociable des initiatives de la Diplomatie américaine qui joua à l'évidence un rôle moteur, tout particulièrement après la nomination de Ronald Rubin comme Secrétaire au Trésor, en janvier 1995, après deux ans passés à la Maison Blanche au titre de Conseiller du Président. Fort d'une expérience de plus de 26 ans chez Goldman Sachs & Co., Rubin avait vocation à s'intéresser à la consolidation du système financier international, mais c'est surtout en réponse aux crises successives qui touchent les pays émergents et, par contagion, les Etats-Unis, qu'il s'investit directement dans l'agenda international et en infléchit les priorités. De ce point de vue, il n'est pas douteux que Rubin et le Trésor américain soient au cœur des options de la nouvelle architecture, pour avoir été au centre de la gestion des crises, tout particulièrement vis à vis de la Thaïlande et de la Corée (Guglietta et Sgard, 1998 ; Sgard, 1999), même si les apports de fonds américains ont toujours été nettement inférieurs aux financements accordés par l'Europe et le Japon (Cœuré et Pisani-Ferry, 2000). Un examen attentif des déclarations du Secrétaire au Trésor américain, à compter de 1997 et, surtout, début 1998, tandis que le projet de nouvelle architecture se dessine, révèle plusieurs préoccupations (Cartapanis, 2001a, 2001b).

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

*économique et en ce qui concerne leur sécurité nationale, en contribuant à la restauration de la stabilité financière et de la croissance économique dans cette région troublée ; et pourquoi il convient d'agir rapidement et efficacement pour protéger les intérêts économiques de chaque américain* (1998a).

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

C'est sur cette base que les Chefs d'Etats et de Gouvernements du G 7, en juin 1999, adopteront les principes de l'architecture financière internationale et le leadership des Etats-Unis dans une telle configuration est incontestable. Refusant tout isolationnisme, la Diplomatie économique du Président Clinton n'a pas défendu des principes de gouvernance financière à l'échelle internationale, mais des intérêts, couplés à une conception propre de la gouvernance mondiale en matière économique. Il ne semble pas que la nouvelle Administration Bush ait infléchi une telle posture.

#### **4. Un compromis néo-libéral fondé sur des règles procédurales**

La régulation des crises financières internationales met en jeu des arbitrages de caractère éminemment politique lorsqu'il s'agit d'allouer des financements publics à des Etats, sur une base multilatérale ou bilatérale, ou de définir la répartition des coûts et des charges d'une défaillance souveraine, en Russie, en Argentine, et donc, *in fine*, le partage du fardeau entre les créanciers privés et les contribuables... Tous les dispositifs de prévention et de gestion des crises financières systémiques entrent inévitablement en conflit avec les prérogatives nationales. Ils interfèrent avec les stratégies politiques des acteurs dominants, notamment vis-à-vis des Institutions internationales. D'où l'intérêt d'une économie politique de l'architecture financière internationale.

#### **L'éclairage de l'économie politique internationale**

Tout en constituant une sous-discipline des sciences politiques consacrée aux relations internationales, les théories de l'économie politique internationale abordent les questions de gouvernance économique et, donc, les modes de coordination, discrétionnaires ou bien issus de l'application de règles plus impératives, permettant de réguler les différends, voire de résoudre les conflits à l'échelle internationale. Initialement limitées aux relations inter-étatiques, ces approches, sous l'impulsion notamment de Strange (1994), associent désormais les marchés et caractérisent les divers modes de gouvernance à partir de la notion de régime

international. Selon la définition classique de Krasner (1983), un régime international recouvre *l'ensemble des règles, des normes et des procédures qui orientent et assurent la cohésion des décisions des acteurs internationaux*. Dès lors, si l'on écarte les régulations discrétionnaires soumises à l'action hégémonique d'un pays leader ou d'une Institution internationale supranationale, les théoriciens des régimes internationaux retiennent une distinction entre deux types de règles, de nature à régir les relations qui se nouent entre les Etats, voire entre les Etats et les marchés (Kahler, 1995 ; Allégret et Sandretto, 2000) : d'un côté, les *règles substantives* définissent précisément les normes de comportement qu'impose la participation au jeu international ; d'un autre côté, les *règles procédurales* spécifient des principes directeurs, des incitations, dont l'application n'est plus impérative mais incitative, ainsi que des *bonnes pratiques* qui s'apparentent à des *standards* de comportement jugés souhaitables dans l'intérêt de tous.

Indépendamment de la question de savoir si le projet de nouvelle architecture fonde, ou non, l'émergence d'un nouveau régime international, on peut transposer cette grille de lecture aux problèmes de gouvernance monétaire et financière internationale. Il apparaît alors que le projet officiel d'architecture repose, à l'évidence, sur des *règles procédurales* sans qu'ait été redéfinie la *carte* des fonctions et des compétences respectives des Institutions financières internationales et des Etats. En effet, le projet de consolidation de l'architecture du système financier international s'appuie, on l'a vu, sur un ensemble de dispositions pragmatiques de nature à renforcer la résilience des marchés financiers. Mais la nouvelle architecture respecte entièrement les souverainetés et les prérogatives nationales, tant pour les Gouvernements ou les Banques centrales que pour les agents économiques privés. Cet *incrémentalisme pragmatique*, selon l'expression de Bryant (1999), répond à un souci de réalisme politique et justifie l'option des *codes de bonnes pratiques*. Il peut cependant s'accompagner d'une harmonisation accrue de l'espace financier international, soit par le jeu d'une homogénéisation des normes de comportement, dans le domaine prudentiel par exemple, soit par la mise en place de réseaux de coordination permettant d'accroître l'efficacité des Institutions existantes en cas de crise. La création récente du Forum de Stabilité Financière illustre cette option, tout comme la mobilisation informelle des multiples organisations professionnelles de la finance internationale (IOSCO, IAIS, IASC...). Qualifiée de *voie médiane* par King (1999), c'est là une stratégie minimale qui fait l'économie de toute innovation institutionnelle lourde, susceptible de se heurter à des blocages politiques, et qui s'appuie sur un ensemble d'amendements spécifiques, en matière de transparence et de diffusion de l'information, de surveillance macro-prudentielle, de lignes de crédits mobilisables, qui peut même s'accompagner de clauses d'exception, par exemple en matière de contrôle provisoire des mouvements de capitaux, mais sans toucher à l'architecture d'ensemble. Il s'agit bien d'un agenda de consolidation et non pas de reconstruction de l'architecture financière internationale. Toute la question est alors de savoir si cette politique incitative des *petits pas* et des *avancées procédurales* sera à la hauteur des défis du risque systémique...

Dans le même temps, les théoriciens de l'économie politique internationale soulignent l'importance des *fondements cognitifs* des régimes internationaux (Cohen, 2000, 2002), en l'occurrence les principes fondamentaux qui en assurent la cohérence et, donc, la stabilité. De ce point de vue, l'architecture financière internationale définie par le G 7 et mise en œuvre par le FMI semble marquer, certes, une inflexion vis à vis du *consensus de Washington* (Stiglitz, 1998, 1999), mais elle répond à une conception néo-libérale des marchés financiers internationaux (Cartapanis and Herland, 2002) qui n'est pas dénuée d'ambiguïtés.

### **Une gouvernance néo-libérale de la finance globale sous pilotage américain**

Au moment du déclenchement de la crise asiatique, le 21 septembre 1997, le Comité Intérimaire du FMI approuvait un projet de nouvel amendement (IMF, 1997) spécifiant que la *libéralisation des mouvements internationaux de capitaux constituait un élément essentiel d'un système monétaire efficient, à l'âge de la globalisation*, et confiait donc au FMI un nouvel objectif, la libéralisation du compte de capital, placé sous sa responsabilité et sa surveillance. Les priorités ont évidemment évolué, depuis, mais ce nouveau principe n'a pas été abandonné et cela révèle l'ambiguïté constitutive de la nouvelle architecture définie par le G 7. Il s'agit en effet de viser le renforcement de la mobilité internationale des capitaux tout en reconnaissant par ailleurs la nécessité d'une infrastructure institutionnelle de nature à corriger les imperfections inhérentes aux marchés financiers, en quelque sorte en réconciliant Fama, le père des théories de l'efficience des marchés financiers, et Stiglitz, leur pourfendeur le plus virulent... Car si l'on envisage l'hypothèse d'une limitation des entrées de capitaux à court terme dans les pays émergents, les Ministres des Finances du G 7 et le Trésor américain semblent plutôt y voir une pause, au sein d'une phase de transition devant conduire à une plus grande robustesse des systèmes financiers domestiques, avant de revenir au principe de libéralisation nécessaire des mouvements de capitaux. En ce sens, la nouvelle architecture s'apparente à un nouveau compromis néo-libéral : la coordination des transferts d'épargne relève expressément des marchés internationaux mais la gouvernance des Etats reste nécessaire, qu'il s'agisse d'édicter des normes jouant un rôle assurantiel ou dissuasif face au risque, ou de gérer de façon discrétionnaire les situations de *stress*. Cette ambiguïté constitutive explique le recours aux règles procédurales, faute de consensus politique permettant de reconstruire un nouveau *libéralisme enchaîné* (Ruggie, 1982 ; Kirshner, 1999) de la finance mondiale, qui exigerait une redéfinition des pouvoirs et la mise en cause du leadership des Etats-Unis, en particulier au sein même du FMI (Aglietta et Moatti, 2000). L'architecture financière internationale conçue par le G 7 à Cologne constitue ainsi une réponse pragmatique aux nouveaux triangles d'incompatibilités suscités par la globalisation financière, dès lors que le *fédéralisme global*, soit des normes financières, soit des Institutions internationales, n'est pas à l'ordre du jour. Ainsi, pour Rodrik (1999a, 1999b), un nouveau triangle d'incompatibilités met désormais en jeu l'intégration internationale des économies, le maintien des Etats-Nations et la conscience politique des agents (*mass politics*). Pour Aglietta (2000), sur le plan financier, il s'agit de combiner la séparation nationale des systèmes prudentiels et de supervision, le marché mondial de l'épargne et une stabilité acceptable de la finance. Si ces triangles d'incompatibilités, qui se trouvent à l'origine des crises financières internationales, sont aujourd'hui assumés dans un *incrémentalisme pragmatique*, selon les termes de Ralph Bryant (1999), l'un des économistes de la *Brookings Institution*, c'est sans doute parce que cette configuration est la seule que les Etats-Unis étaient prêts à accepter.

En effet, la question de la prévention et de la gestion des crises financières internationales n'est qu'un aspect de la gouvernance économique mondiale, et donc des réponses apportées à la question de savoir *comment gouverner sans gouvernement* (Jacquet, Pisani-Ferry et al., 2002). Sans doute cette gouvernance économique internationale devrait-elle principalement répondre aux défaillances des marchés, tout en respectant des principes d'équité ou de légitimité dans la mise en œuvre et le contrôle des procédures ou des dispositifs institutionnels. Mais la gouvernance des crises financières internationales est du ressort des Etats qui obéissent à des intérêts et poursuivent des finalités propres. Tel est évidemment le cas des Etats-Unis. Dans le domaine financier, comme en matière commerciale ou environnementale d'ailleurs, la première préoccupation du gouvernement américain est de préserver sa liberté d'action et d'intervention afin d'assurer la sécurité nationale et les *intérêts vitaux* de l'Amérique, ce qui recouvre le leadership économique. Il y a donc une réelle méfiance, voire une opposition de principe, vis-à-vis des engagements internationaux, des normes ou des règles qui se substitueraient aux *standards* américains, et

par-là même vis-à-vis des Institutions internationales qui disposeraient de mandats impératifs ou dans lesquelles leur poids ne serait pas dominant. Cela explique d'ailleurs la préférence accordée au FMI, plutôt qu'au Comité des banques centrales de Bâle et à la BRI, pour les interventions multilatérales d'urgence. D'où, également, la prédilection accordée par les Etats-Unis aux formes les moins contraignantes de la coopération internationale, la préférence pour les engagements unilatéraux et les démarches fondées sur l'adhésion volontaire (Allard, 2002), ce qui, en matière de gestion des situations de crises financières, revient à préférer l'approche *au cas par cas*, éventuellement en négociant ou en agissant seuls, *sur des bases d'appréciation qui leur restent propres* (ibid.), tout en associant des partenaires, qu'il s'agisse du FMI ou de certains membres du G 7, ne serait-ce que pour partager les charges financières. On l'a vu très clairement lors du sauvetage asiatique (Cœuré et Pisani-Ferry, 2000) mais tel avait été le cas lors de la crise mexicaine en décembre 1994 ou au moment de la crise russe de l'été 1998. Ainsi, l'impératif des Etats-Unis, tout particulièrement du Département du Trésor, de mener une *gestion pragmatique des situations de stress* (Aglietta, 2002) s'est très précisément exprimé dans les règles procédurales et l'absence de réforme institutionnelle de la nouvelle architecture internationale.

Enfin, cette gouvernance sous pilotage américain des crises financières internationales répond aussi à la position clé qu'occupent toujours le dollar et le système financier américain, en particulier la *Fed*, dans la finance mondiale et, par-là, dans les instruments de gestion des crises systémiques. Lors de la crise du Mexique, en 1994-95, ou de la Russie, en 1998, dans une moindre mesure en Asie, en 1997, une large part des créanciers se trouvaient à *Wall Street*, et le poids de l'endettement en dollars des pays émergents reste encore prédominant malgré la montée en charge de l'euro comme monnaie d'emprunt. En outre, c'est en référence à la monnaie américaine que la plupart des pays émergents définissent leur ancrage monétaire, fut-ce de façon plus flexible qu'au début des années 90. Dès lors, en cas de crise d'illiquidité internationale, une fois les réserves officielles épuisées ou en voie de l'être, seuls la *Fed* et le Trésor américain, plus encore que le FMI, ont les moyens et la crédibilité leur permettant de rétablir très rapidement la confiance sur les marchés mondiaux et de jouer pleinement le rôle de prêteur international en dernier ressort. Mais les Etats-Unis ne s'y prêtent que lorsque les intérêts américains l'exigent. Ce fut typiquement le cas, en 1998, au moment de la crise russe et à l'occasion de l'effondrement de LTCM, ou encore en réponse aux attentats de septembre 2001. En juillet dernier, le FMI et les Etats-Unis ne jugeaient pas opportun de répondre aux besoins de refinancement du Brésil. Pourtant, début août, au terme d'une visite à Brasilia du Secrétaire au Trésor américain, Paul O'Neill, dans un contexte économique et politique pour le moins incertain, celui-ci annonça un revirement d'attitude. L'octroi d'une aide d'urgence de 30 milliards de dollars fut officialisé par le FMI quelques jours plus tard, mais les versements s'étaleront au-delà de l'élection présidentielle si l'ajustement engagé sur le plan macro-économique se poursuit... Cet épisode laisse penser que la conditionnalité politique de la prévention des crises pourrait bien se renforcer dans l'avenir.

La nouvelle architecture néo-libérale de la finance mondiale est-elle réellement à même d'améliorer la prévention et la gestion des crises financières internationales ou n'est-ce là qu'un *faux-semblant* ? Seule l'observation future des marchés de capitaux, la récurrence éventuelle des crises, l'importance des contagions, permettront réellement d'en évaluer la portée.

**Résumé :** On examine le type de gouvernance des crises financières que la communauté internationale tente aujourd'hui de construire dans le cadre de la nouvelle architecture financière internationale. Après avoir souligné le caractère systémique des crises qui accompagnent l'approfondissement de la globalisation financière depuis dix ans, on détaille les principes de base de la nouvelle architecture et l'on met en avant la responsabilité décisive

de la Diplomatie américaine dans sa conception. Enfin, on utilise l'éclairage des théoriciens de l'économie politique internationale pour montrer que ce mode de gouvernance des crises financières internationales s'apparente à un compromis néo-libéral qui s'appuie sur des règles procédurales dont l'efficacité reste à démontrer.

## Bibliographie

- Aglietta, Michel (1996), "Financial Market Failures and Systemic Risk", *Document de travail du CEPII*, N° 1996-01, Janvier.
- Aglietta, Michel (1998), "La maîtrise du risque systémique international", *Economie Internationale*, La revue du CEPII, N° 76, 4<sup>ème</sup> trimestre.
- Aglietta, Michel (2000), "Comment stabiliser la finance globalisée ? ", *Alternatives Economiques*, Hors-Série N° 45, *La monnaie*, 3<sup>ème</sup> trimestre.
- Aglietta, Michel (2001), *Macroéconomie financière*, Tome 2, *Crises financières et régulation monétaire*, Paris, La Découverte.
- Aglietta, Michel (2002), "Problèmes posés par la régulation monétaire internationale", in Jacquet Pierre, Jean Pisani-Ferry et Laurence Tubiana, *Gouvernance mondiale*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française.
- Aglietta, Michel et Anton Brender (1990), "Globalisation financière et risque de système", *Cahiers Economiques et Monétaires*, Banque de France, N° 37.
- Aglietta, Michel et Sandra Moatti (2000), *Le FMI: de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris, Economica.
- Aglietta, Michel et Philippe Moutot (1993), "Le risque de système et sa prévention", *Cahiers Economiques et Monétaires*, Banque de France, N° 41.
- Allard, Patrick (2002), "Les Etats-Unis et la gouvernance mondiale", in Jacquet Pierre, Jean Pisani-Ferry et Laurence Tubiana, *Gouvernance mondiale*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française.
- Allégret, Jean-Pierre et René Sandretto (2000), "La nouvelle architecture du système monétaire international: Revenir à l'esprit des lois de Bretton Woods", *L'Actualité Economique/Revue D'Analyse Economique*, Volume 76, Issue 3, September.
- Artus, Patrick (2000), *Crises de pays émergents. Faits et modèles explicatifs*, Paris, Economica.
- Azis, Iwan (2001), "Modeling Crisis Evolution and Counterfactual Policy Simulations: A Country Case Study", *ADB Institute Working Paper*, Tokyo, N° 23, August.
- Bank for International Settlements (1994), *64<sup>th</sup> Annual Report*, Basle, June.
- Bank for International Settlements (2001), *The New Basel Capital Accord: an Explanatory Note*, Secretariat of the Committee on Banking Supervision, Basle, January.
- Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel and Maria Soledad Martinez-Peria (2001), "Is the Crisis Problem Growing More Severe?", *Economic Policy*, N° 32, April.
- Bryant, Ralph (1999), "Reforming the International Financial Architecture", *Brookings Discussion Papers in International Economics*, N° 146, July.
- Cartapanis, André (2001a), "Economie politique de l'architecture financière internationale", *Revue Economique*, Vol. 52, N° 2, Mars.
- Cartapanis, André (2001b), "La nouvelle architecture financière internationale : économie politique internationale et règles procédurales", in *Annuaire Français de Relations Internationales*, Bruxelles, Bruylant.
- Cartapanis, André (2002), "Les crises de change : qu'avons-nous appris depuis dix ans ?", *Economie Internationale*, la revue du CEPII, N° 88, 4<sup>ème</sup> trimestre, (à paraître).
- Cartapanis, André, Vincent Dropsy et Sophie Mametz (1998), "Crises de change et indicateurs de vulnérabilité", *Economie Internationale*, La revue du CEPII, N° 76, 4<sup>ème</sup> trimestre.
- Cartapanis, André, Vincent Dropsy et Sophie Mametz (1999), "Indicateurs d'alerte et crises de change - Analyse comparée des économies d'Europe Centrale et Orientale (1990-1997) et d'Amérique Latine et d'Asie de l'Est (1971-1997)", *Revue Economique*, Vol. 50, N° 6, Novembre.
- Cartapanis, André, Vincent Dropsy et Sophie Mametz (2002), "The Asian Currency Crises: Vulnerability, Contagion or Unsustainability?", *Review of International Economics*, Vol. 10, Issue 1, February.
- Cartapanis, André and Michel Herland (2002), "The Reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge ?", *Review of International Political Economy*, Vol. 9, N° 2, Summer.
- Cartapanis, André et Michel Rainelli (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*, N° 55, Février.

Chang, Roberto and Andrés Velasco (2000a), “Banks, Debt Maturity and Crises”, *Journal of International Economics*, Vol. LI.

Chang, Roberto and Andrés Velasco (2000b), “Financial Fragility and the Exchange Rate Regime”, *Journal of Economic Theory*, Vol. XCII.

Chang, Roberto and Andrés Velasco (2001), “A Model of Financial Crises in Emerging Markets”, *The Quarterly Journal of Economics*, May.

Cœuré, Benoit et Jean Pisani-Ferry (2000), *Events, Ideas and Actions: An Intellectual and Institutional Retrospective on the Reform of the International Financial Architecture*, Documents de travail du Conseil d'Analyse Economique, Paris, N° 04-2000, Juillet.

Cohen, Benjamin (2000), “Taming the Phoenix : Monetary Governance After the Crisis”, in Noble Gregory and John Ravenhill, (Ed.), *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*, 2000, Cambridge, Cambridge University Press.

Cohen, Benjamin (2002), “International Finance”, in Carlsnaes Walter, Thomas Risse and Beth Simmons (Ed.), *Handbook of International Relations*, Sage Publications.

Cornand, Camille (2002), “Quel cadre d'implication du secteur privé proposer pour gérer les crises de liquidité des économies de marché émergentes ?”, Séminaire du GDR-CNRS Economie monétaire et financière, “Le risque systémique”, Paris, 7 mai.

Corsetti, Giancarlo, Paulo Pesenti and Nouriel Roubini (1999), “What caused the Asian Currency and Financial Crisis? ”, *Japan and the World Economy*, Vol. 11, October.

Davanne, Olivier (1998), *Instabilité du système financier international*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française.

De Bandt, Olivier and Philipp Hartmann (2000), “Systemic Risk: A Survey”, *Working Paper Series*, European Central Bank, N° 35, November.

Demirgüç-Kunt, Asli and Enrica Detragiache (1998), “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries”, *IMF Staff Papers*, Vol. 45, N° 1, March.

Dornbusch, Rudi (2001), “A Primer on Emerging Market Crises”, *NBER Working Paper Series*, N° 8326, June.

Eichengreen, Barry (1999a), *Strengthening the International Financial Architecture: Where Do We Stand?*, East-West Center Workshop on International Monetary and Financial Reform, Honolulu, October 1-2.

Eichengreen, Barry (1999b), *Toward a New International Financial Architecture*, A Practical Post-Asia Agenda, Washington, Institute for International Economics.

Eichengreen, Barry (2001), “International Financial Crises: Is the Problem Growing?”, mimeo, University of California, Berkeley.

Eichengreen, Barry (2002), “Predicting and Preventing Financial Crises: Where Do We Stand? What Have We Learned?”, mimeo, University of California, Berkeley, June.

Eichengreen, Barry and Michael Bordo (2001), “Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?”, mimeo, Conference in Honor of Charles Goodhart, Bank of England, 15-16 November .

Eichengreen, Barry and Ashoka Mody (1998), “Interest Rates in the North and Capital Flows to the South: Is There a Missing Link?”, mimeo, University of California, Berkeley, June.

Eichengreen, Barry and Andrew Rose (1998), “Staying Afloat when the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises”, *NBER Working Paper Series*, N° 6370, October.

Frankel, Jeffrey and Nouriel Roubini (2000), “The Role of Industrial Country Policies in Emerging Market Crises”, NBER Conference “Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies”, Woodstock, Vermont, October.

Furman, Jason and Joseph Stiglitz (1998), “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 2.

Group of Seven (1999), *Strengthening the International Financial Architecture*, Report of G 7 Finance Ministers to the Köln Economic Summit, Cologne, June 18-20.

Group of Seven (2000), *Strengthening the International Financial Architecture*, Report from G 7 Finance Ministers to the Heads of State and Government, Fukuoka, July 8.

Group of Twenty-Two (1998a), *Report of the Working Group on International Financial Crises*, Washington, G 22, October.

Group of Twenty-Two (1998b), *Report of the Working Group on Strengthening Financial Systems*, Washington, G 22, October.

Group of Twenty-Two (1998c), *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, Washington, G 22, October.

Guglietta, Joël et Jérôme Sgard (1998), “Thaïlande : de la crise de croissance à la crise monétaire”, *Economie Internationale*, La revue du CEPII, N° 76, 4<sup>ème</sup> trimestre.

International Monetary Fund (1997), “Capital Liberalization Essential to An Efficient Monetary System”, Interim Committee on The Liberalization of Capital Movements under an Amendment of the IMF’s Articles, *IMF Survey*, October 6.

International Monetary Fund (1997a), *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, IMF, Washington, November.

International Monetary Fund (1997b), *World Economic Outlook : Interim Assessment*, IMF, Washington, December.

International Monetary Fund (1998a), *World Economic Outlook*, IMF, Washington, May.

International Monetary Fund (1998b), *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, IMF, Washington, September.

International Monetary Fund (2000a), *Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, Washington, March 30.

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

International Monetary Fund (2001), *Reforming the International Financial Architecture*, Washington, March 9.

International Monetary Fund (2001), *Report of the Managing Director to the International Monetary and Financial Committee: The Fund’s Crisis Prevention Initiatives*, Washington, November 14.

International Monetary Fund (2002), *Quarterly Report on the Assessments of Standards and Codes*, Washington, June.

Jacquet Pierre, Jean Pisani-Ferry et Laurence Tubiana (2002), *Gouvernance mondiale*, Rapport du Conseil d’Analyse Economique, Paris, La Documentation Française.

Jeanne, Olivier (1997), “Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test”, *Journal of International Economics*, N° 43.

Jeanneau, Serge and Marian Micu (2002), “Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries”, *BIS Working Papers*, Bank for International Settlements, N° 112, June.

Kahler, Miles (1995), *International Institutions and the Political Economy of Integration*, Brookings Institution, Washington.

Kamin, Steven, John Schindler and Shawna Samuel (2001), “The Contribution of Domestic and External Factors to Emerging Market Devaluation Crises: An Early Warning Systems Approach”, *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, N° 711, September.

Kaufman, George (2000a), “Banking and Currency Crises and Systemic Risk: A Taxonomy and Review”, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 9, N° 2, May.

Kaufman, George (2000b), “Banking and Currency Crises and Systemic Risk: Lessons from Recent Events”, *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, Vol. 24, Issue 3, Third Quarter.

King, Mervin (1999), *Speech on Reforming the International Financial System: the Middle Way*, Federal Reserve Bank of New York, September 9.

Kirshner, Jonathan (1999), “Keynes, capital mobility and the crisis of embedded liberalism”, *Review of International Political Economy*, Vol. 6, N° 3, Autumn.

Krasner, Stephen (1983), “Regimes and the Limits of Realism: Regimes as Autonomous Variables”, in Krasner Stephen, (Ed.), *International Regimes*, New York, Ithaca, Cornell University Press.

Krueger, Anne (2001), “International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring”, American Enterprise Institute, Washington, November 26.

Krugman, Paul (1998), “What Happened to Asia”, mimeo, MIT, January.

Krugman, Paul (1999), “Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises”, in Isard, Peter, Assaf Razin and Andrew Rose, *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert Flood*, Dordrecht, Kluwer.

Krugman, Paul (2001), “Crises: the Next Generation?”, “Razin Conference”, Tel Aviv University, 25-26 March.

Laurent, Pierre et Véronique Seltz (2000), “Réforme du ratio Cooke : quels impacts pour les pays émergents ?”, *Etude-Marchés Emergents*, Caisse des Dépôts et Consignations, N° 01, 25 Février.

Marshall, David (1998), “Understanding the Asian Crisis: Systemic Risk as Coordination Failure”, *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, Vol. 22, Issue 3, Third Quarter.

Mishkin, Frederic (1998), “International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability”, *NBER Working Paper Series*, N° 7102, April.

Mishkin, Frederic (1999), “Lessons from the Asian Crisis”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18, N° 4.

Mishkin, Frederic (2000), “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, NBER Conference, “Economic and Financial Crises in Emerging Market Countries”, Vermont, 19-20 October.

Pesenti, Paolo and Cédric Tille (2000), “The Economics of Currency Crises and Contagion : An Introduction”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, September.

Plihon, Dominique (2000a), “Quelle surveillance prudentielle pour l’industrie des services financiers?”, *Revue d’Economie Financière*, N° 60, 5.

Plihon, Dominique (2000b), “Le contrôle des systèmes bancaires et financiers. Un enjeu pour les pays émergents et en développement”, Colloque Franco-Tunisien, *L’euro et le régime de change tunisien*, Tunis, Décembre.

Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1998a), “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, *Brookings Papers on Economics Activity*, N° 1.

Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1998b), “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, *NBER Macroeconomics Annual*, March.

Rodrik, Dani (1998), “Who Needs Capital-Account Convertibility”, *Essays in International Finance*, Princeton, N° 207, May.

Rodrik, Dani (1999a), *Governing the Global Economy: Does One Architectural Style Fit All?*, Brookings Institution Trade Policy Forum Conference on Governing in a Global Economy, April 15-16.

Rodrik, Dani (1999b), *How Far Will International Economic Integration Go?*, mimeo, Harvard University, September 1.

Rose, Andrew (2001), Comments about Michael Bordo et al., “Is the Crisis Problem Growing More Severe?”, *Economic Policy*, April.

Rubin, Ronald (1998a), *Address on the Asian Financial Situation*, Georgetown University, January 21.

Rubin, Ronald (1998b), *Strengthening The Architecture of the International Financial System*, Brookings Institution, April 14.

Ruggie, John (1982), “International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Post-War Economic Order”, *International Organization*, Vol. 36.

Schneider, Martin and Aaron Tornell (2000), “Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises”, *NBER Working Paper Series*, N° 8060, December.

Sgard, Jérôme (1999), “Comment contrôler une panique ; le won coréen en 1999”, *L’Economie Politique*, N° 2, 2<sup>ème</sup> trimestre.

Stiglitz, Joseph (1998a), *More Instruments and Broader Goals : Moving Toward the Post-Washington Consensus*, The 1998 WIDER Annual Lecture, Helsinki, mimeo, January.

Stiglitz, Joseph (1998b), *The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy*, Address to the Chicago Council on Foreign Relations, Chicago, February 27.

Stiglitz, Joseph (2000), “What I Learned at The World Economic Crisis”, *The New Republic Online*, 17 April.

Stiglitz, Joseph (2002), *La grande désillusion*, Paris, Fayard.

Stiglitz, Joseph and Anindya Bhattacharya (1999), *Underpinnings for a Stable and Equitable Global Financial System. From Old Debates to a New Paradigm*, 11<sup>th</sup> Annual Bank Conference on Development Economics, April 28-30.

Strange, Susan (1994), *States and Markets*, London, Pinter, 2<sup>d</sup> Edition.