|  |
| --- |
| Bernard ÉLIEProfesseur, département de science économique, UQÀM(1992)“L’évolution du systèmefinancier internationalet son impactdans les années ‘90.”**LES CLASSIQUES DES SCIENCES SOCIALES**CHICOUTIMI, QUÉBEC<http://classiques.uqac.ca/> |



<http://classiques.uqac.ca/>

*Les Classiques des sciences sociales* est une bibliothèque numérique en libre accès, fondée au Cégep de Chicoutimi en 1993 et développée en partenariat avec l’Université du Québec à Chicoutimi (UQÀC) depuis 2000.



<http://bibliotheque.uqac.ca/>

En 2018, Les Classiques des sciences sociales fêtaient leur 25e anniversaire de fondation. Une belle initiative citoyenne.

**Politique d'utilisation
de la bibliothèque des Classiques**

Toute reproduction et rediffusion de nos fichiers est interdite, même avec la mention de leur provenance, sans l’autorisation formelle, écrite, du fondateur des Classiques des sciences sociales, Jean-Marie Tremblay, sociologue.

Les fichiers des Classiques des sciences sociales ne peuvent sans autorisation formelle:

- être hébergés (en fichier ou page web, en totalité ou en partie) sur un serveur autre que celui des Classiques.

- servir de base de travail à un autre fichier modifié ensuite par tout autre moyen (couleur, police, mise en page, extraits, support, etc...),

Les fichiers (.html, .doc, .pdf., .rtf, .jpg, .gif) disponibles sur le site Les Classiques des sciences sociales sont la propriété des **Classiques des sciences sociales**, un organisme à but non lucratif composé exclusivement de bénévoles.

Ils sont disponibles pour une utilisation intellectuelle et personnelle et, en aucun cas, commerciale. Toute utilisation à des fins commerciales des fichiers sur ce site est strictement interdite et toute rediffusion est également strictement interdite.

**L'accès à notre travail est libre et gratuit à tous les utilisateurs. C'est notre mission.**

Jean-Marie Tremblay, sociologue

Fondateur et Président-directeur général,

LES CLASSIQUES DES SCIENCES SOCIALES.

Cette édition électronique a été réalisée avec le concours de Pierre Patenaude, bénévole, professeur de français à la retraite et écrivain, Lac-Saint-Jean, Québec.

<http://classiques.uqac.ca/inter/benevoles_equipe/liste_patenaude_pierre.html>

Courriel : pierre.patenaude@gmail.com

à partir du texte de :

Bernard ÉLIE

**“L’évolution du système financier international et son impact dans les années ‘90.”**

Un texte publié dans un ouvrage sous la direction de Christian Deblock et Diane Éthier, **Mondialisation et régionalisation La coopération économique internationale est-elle encore possible ?**, pp. 221-240. Québec: Les Presses de l’Université du Québec, 1992, 386 pp.

M. Deblock nous a accordé le 26 septembre 2020, l’autorisation de diffuser ce livre, en texte intégral et en libre accès à tous, dans Les Classiques des sciences sociales.

 Courriels : Christian Deblock : deblock.christian@uqam.ca

Diane Éthier : Diane.Ethier@umontreal.ca

Police de caractères utilisés :

Pour le texte: Times New Roman, 14 points.

Pour les citations: Times New Roman, 12 points.

Pour les notes de bas de page: Times New Roman, 12 points.

Édition électronique réalisée avec le traitement de textes Microsoft Word 2008 pour Macintosh.

Mise en page sur papier format : LETTRE US, 8.5’’ x 11’’.

Édition numérique réalisée le 18 janvier 2021 à Chicoutimi, Québec.



Bernard ÉLIE

Professeur, département de science économique, UQÀM

“L’évolution du système financier international
et son impact dans les années ‘90.”



Un texte publié dans un ouvrage sous la direction de Christian Deblock et Diane Éthier, **Mondialisation et régionalisation La coopération économique internationale est-elle encore possible ?**, pp. 221-240. Québec: Les Presses de l’Université du Québec, 1992, 386 pp.

**Note pour la version numérique** : La numérotation entre crochets [] correspond à la pagination, en début de page, de l'édition d'origine numérisée. JMT.

Par exemple, [1] correspond au début de la page 1 de l’édition papier numérisée.

[221]

**Deuxième partie**

**La mondialisation des marchés
et la tentation du laissez-faire**

8

“L’évolution du système financier
international et son impact
dans les années ’90.”

Bernard ÉLIE

Bulles financières, endettement généralisé, krach boursier, les événements du monde financier sont de plus en plus au-devant de la scène économique. L'influence de ce monde sur notre quotidien est maintenant très évidente, compte tenu du lourd tribut que l’on doit lui verser. L'énorme ponction de richesses faite par le secteur financier constitue une épargne forcée détournée d'activités productives ou de la consommation. Mais au-delà de ces constatations générales, il n'existe pas d'analyse qualitative de l'évolution du système financier international.

Ce texte propose une périodisation de l'évolution du système financier international depuis 30 ans. Cette périodisation repose sur l'observation des méthodes utilisées par les institutions financières pour ajuster leurs activités en fonction de l'évolution du risque sur les marchés. Par affinité avec la comptabilité, les ajustements observés se sont traduits directement sur le bilan des entreprises financières ; dans un premier temps à l'actif, puis au passif. Il distingue trois phases d'évolution marquées par des changements qualitatifs très significatifs, en insistant particulièrement sur les événements récents. Puis, il analyse les effets de cette évolution des marchés financiers sur l'efficacité des politiques monétaires et financières. Mais, auparavant, un rappel du contexte des événements s'impose.

Les liquidités internationales :
la privatisation de la détention

La privatisation de la détention des liquidités internationales est liée à la création, il y a 30 ans, d'un marché financier international privé : [222] l'euromarché. Traditionnellement, jusqu'aux années 60, les termes liquidités internationales correspondaient à l'ensemble des moyens financiers détenus par les autorités monétaires de chaque pays pour régler les soldes des échanges internationaux de ses résidents. Liquidités internationales et réserves officielles se confondaient alors. Dans tous les pays, les autorités monétaires, comme gardiennes de la valeur de la monnaie nationale, conservaient ainsi les moyens de paiements devant être utilisés au besoin dans les relations du pays avec le reste du monde, conformément à la vision de Bretton Woods. Avant l'avènement de l'euromarché, les autorités monétaires avaient donc un certain nombre de responsabilités précises. Tout d’abord, elles étaient les uniques détentrices des liquidités internationales. Répondant aux transactions commerciales, elles alimentaient en liquidités, c'est-à-dire en devises étrangères, le marché des changes. Cette prérogative leur accordait, d'autre part, le pouvoir et la responsabilité de déterminer le taux de change et de financer le solde de la balance des paiements. Le développement de l'euromarché comme marché autonome de devises, et en particulier de dollars, bouleversera l'ordre établi.

La création d'un marché financier international, ou plutôt d'un marché transnational, allait en effet sanctionner la mise sur pied d'un circuit financier hors du contrôle des autorités monétaires et remettre en cause les responsabilités exclusives de ces dernières. Parallèlement allait se mettre en place un ensemble d'institutions qui, peu à peu, aura une telle autonomie que sa propre reproduction en sera la principale raison d'être.

Certes, de tout temps un marché financier international a existé mais l'originalité de sa renaissance, 15 ans après la guerre, sous le nom d’euromarché, réside dans sa confrontation avec le système monétaire officiel, rigide, basé sur un étalon de change-or. Ce nouveau système financier s'oppose à la conception habituelle du rôle des États et à la vision strictement nationale des rapports internationaux, réduits à la simple sommation des activités nationales. Avec la création de l'euromarché, c'est un nouvel espace international qui vient s'ajouter aux espaces nationaux.

L'euromarché a pris naissance au tournant des années 50 et répondait alors à deux types d'impératifs. Le premier tenait au développement du commerce des firmes multinationales. Ce commerce entraînera une demande de liquidités fondée sur des critères autres que ceux des autorités monétaires. Il ne s'agissait plus alors d'assurer la stabilité des taux de change et l'équilibre des paiements, mais de [223] soutenir des opérations commerciales et financières privées. Le deuxième ensemble, lié au premier, tient à la remise en cause de l'ordre établi à Bretton Woods sur lequel les États-Unis exerçaient jusque-là une domination incontestée. La contestation de l'hégémonie américaine révélait l'essor de la puissance économique de l'Europe et du Japon et le début de la guerre entre ces trois puissances pour conserver ou occuper une place dominante dans l'économie mondiale. Cette crise de restructuration connut des phases diverses et des rebondissements auxquels le système financier privé répondit, soit en amplifiant les cycles, soit en profitant de la situation pour s'en nourrir et se développer. La plus remarquable adaptation fut celle des banques. Comme nous le verrons, la nature des opérations bancaires et leur position dans le système financier ont évolué en fonction des besoins des emprunteurs et de la situation économique générale dans un contexte global de déréglementation progressive des marchés. C'est un point qu'il convient de souligner dès à présent, cette déréglementation devant être perçue comme un effet et non comme une cause de l'évolution du système financier international.

Essayons de préciser comment a évolué le système financier international depuis 30 ans. Pour ce faire, nous pouvons distinguer trois phases. Chacune d'elles révèle un mode de fonctionnement spécifique du système et des formes particulières d'adaptation aux situations nouvelles et aux risques nouveaux. Chacune correspond aussi à des accélérations précises du processus de privatisation de la détention des liquidités internationales et donc de l'endettement qui l'accompagne. Chacune enlève enfin aux politiques monétaires et financières une part toujours plus grande de leur efficacité. La première phase va de 1958 à 1972 ; la seconde, de 1973 à 1981 ; la troisième, de 1982 à aujourd'hui.

La mise en place de l'offre primitive
de liquidités (1958-1972)

La première phase correspond au développement des activités de l’euromarché sous l’impulsion de firmes multinationales et d’une économie américaine à la recherche de nouveaux modes de financement et de voies de contournement des politiques monétaires restrictives de la Réserve fédérale.

La création de l'euromarché et son développement ont en effet d'abord constitué une réponse du secteur privé à la gestion publique des liquidités internationales. Compte tenu du développement des [224] activités internationales, le secteur privé devait s'assurer d'une alimentation autonome en liquidités par de nouveaux circuits financiers, ce que lui permettaient difficilement les structures et les institutions monétaires officielles héritées de Bretton Woods.

Dès les années 50 et jusqu'au début des années 70, la croissance de l'euromarché répondra essentiellement aux besoins de financement du commerce international et au déploiement des firmes multinationales. Cette première période se distingue par la mise en place de crédits bancaires internationaux qui resteront somme toute assez classiques sauf peut-être sur le plan de la dimension de ces prêts. Il s'agissait alors de structurer une offre privée de liquidités parallèlement à celle du secteur officiel. Cela aura pour effet de saper l’un des fondements même du système monétaire international officiel : le contrôle de la liquidité. Les contraintes de Bretton Woods furent contournées et, finalement, le système d'étalon de change-or s'effondrera devant la montée du marché financier privé. Les autorités monétaires devaient perdre peu à peu le contrôle du stock et des flux financiers.

Ce que l'on appela dans les années 60 la crise du système monétaire international tiendra justement à cette confrontation entre les détenteurs privés et des détenteurs officiels de liquidités internationales (Élie, 1989, 89). La perte de contrôle du stock de liquidités par les autorités minait leur capacité d'intervention sur les marchés des changes et remettait ainsi en cause le maintien des parités fixes de change telles qu'elles étaient définies par les statuts du Fonds monétaire international. L’érosion des pouvoirs d'intervention des autorités monétaires sur les marchés des changes sonnera bientôt la fin des parités fixes. Dix ans suffirent pour détruire l'édifice construit à Bretton Woods. Pour contrer la spéculation contre le dollar américain, les autorités monétaires créèrent, dans un premier temps, un « Pool » de l'or, puis, devant les insuffisances de cette mesure, elles instaurèrent un double marché de l'or (1968), un marché privé et un marché officiel. La création des droits de tirage spéciaux (1970) sera la dernière étape avant l'abandon définitif du système des taux de change fixes. Ce qui devait se confirmer le 15 août 1971, lorsque l'administration du président Nixon supprima la convertibilité du dollar américain en or, fondement de tout le système d'étalon de change-or.

En fait, il est important de voir que dans un marché de liquidités abondantes et très mobiles, les banques commerciales pouvaient facilement trouver des sources de financement et de refinancement sans passer pour cela par les autorités monétaires nationales. Les banques se retrouvaient à l'abri des politiques restrictives des banques [225] centrales et pouvaient de façon induite créer une offre monétaire sans affecter les réserves officielles. Les autorités officielles se trouvaient ainsi à devoir partager leurs attributs de gestionnaire de la monnaie avec le marché, c'est-à-dire avec les grandes banques internationalisées. N’étant plus les uniques détentrices des liquidités internationales, les autorités officielles perdront ainsi la responsabilité de déterminer seules le taux de change et de financer ultimement le solde de la balance des paiements. Enfin, la transformation de ces liquidités internationales en monnaie nationale viendra accroître la masse monétaire en circulation dans les pays concernés, accroissement qui, en l'absence de mesures contraignantes, sera totalement hors du contrôle des banques centrales.

L'endettement généralisé
(1973-1981)

Les années 60 virent donc l’émergence de nouveaux circuits financiers qui connurent une croissance considérable. Si l'on exclut les dépôts interbancaires, les doubles écritures, le stock privé de devises dépassera le stock officiel dès 1970. La prépondérance du secteur privé était alors définitivement établie.

La deuxième phase que nous pouvons identifier est celle qui, de 1973 à 1981, verra les activités du système financier international s'étendre à de nouvelles sphères auxquelles même les autorités monétaires auront recours !

La disproportion du stock privé de liquidités internationales par rapport à celui des autorités monétaires et l'importance des flux financiers ouvrent l'ère de l'instabilité des taux de change et d'intérêt. Cette période se caractérise, entre autres, par le recyclage des fameux pétrodollars, par l'apparition de l’inflation et par la forte augmentation des taux d'intérêt. Cette situation se traduisit au bilan des institutions financières par des actifs de plus en plus substituables et entraîna la pratique généralisée des taux d'intérêt variables grâce à laquelle on pourra dorénavant transférer le risque du créancier au débiteur. Nous assisterons aussi au développement extrême des crédits bancaires classiques qui vont, au-delà des financements des années 60, s'étendre au financement du développement. Quant aux autorités monétaires, elles seront de plus en plus contraintes d'emprunter aux banques commerciales pour assurer une certaine stabilité des changes.

[226]

Il faut noter par ailleurs que la structure des crédits devient de plus en plus interbancaire et qu'elle constituera ainsi une chaîne très dense propre ici à la transmission d'un risque croissant.

Le développement des mouvements interbancaires rend en effet les différents acteurs beaucoup plus dépendants les uns des autres. L'élasticité de l’offre de prêts apparaît ainsi comme très grande et contribuera à engendrer une économie internationale d'endettement généralisé. La privatisation de la détention des liquidités internationales montrait ainsi qu’elle n’était pas là pour résoudre les déséquilibres financiers mais pour les financer. Les années 70 seront alors marquées par l'abandon de tous les mécanismes correcteurs et par l'illusion qu'il était possible de financer sans fin les déséquilibres extérieurs. Le système financier se concentre, éliminant les plus faibles par faillite, particulièrement entre 1973 et 1976, période qui marquera le début de l'ère des taux de change flottants et des taux d'intérêt variables se gonfle des pétrodollars qu'il déversera alors dans les pays du tiers-monde, expérience qui s'avérera désastreuse pour tous, plus particulièrement pour les créanciers captifs.

Après les mesures Nixon, plusieurs tentatives de sauvetage du système de Bretton Woods furent faites, mais sans succès. Finalement, toutes les règles existantes furent abandonnées, en 1976, avec les accords de la Jamaïque et le deuxième amendement aux statuts du FMI. L'esprit et la lettre de Bretton Woods devenaient caducs.

Pour résumer, l'originalité des années 70 tient à l'abandon des taux d'intérêt fixes pour les taux variables ce qui aura pour conséquences de transférer le risque des créanciers aux débiteurs et d'éliminer en fait la notion de long terme. La période se terminera par la « fragilisation » des débiteurs mais aussi par celle des créanciers, l'actif des institutions financières (leurs avoirs) n’ayant plus la qualité désirée.

La marchéisation
(depuis 1982)

La troisième et plus récente phase d'évolution du système financier international se caractérise par la généralisation des politiques monétaires axées essentiellement sur la lutte contre l'inflation et les variations libres des taux d'intérêt et des taux de change à condition que les objectifs anti-inflationnistes soient respectés. On le comprendra, dans un monde dominé par la détention privée des liquidités [227] internationales, le contrôle de ces taux est des plus illusoire. Le marché se verra donc attribuer les pleins pouvoirs sur les taux d'intérêt et les taux de change.

La « fragilisation » du système se révèle dès le début de la période par ce qu'il est maintenant convenu d’appeler la crise d'endettement du tiers-monde. Les risques de rupture que faisait peser cette crise sur le système financier international incitèrent les banques à partager et à généraliser les risques de financement : ce sera la *marchéisation*, autrement dit, l'abandon du financement bancaire traditionnel et son remplacement par un financement par titres de plus en plus soumis aux conditions des marchés financiers. L'élasticité de l'offre de prêts deviendra alors quasi infinie. Ces marchés des « instruments financiers dérivés », pour reprendre l'expression de la Banque des règlements internationaux (BRI, 1990, 162), vont connaître une expansion remarquable dans les années 80. La fermeture des marchés au tiers-monde ne sera pas un obstacle à leur développement, une nouvelle demande « solvable » prendra la relève avec le financement des déficits budgétaires et des déficits des comptes courants dans les pays industrialisés. Dans le secteur privé, l'engagement des institutions financières dans les opérations à effet de levier, c’est-à-dire dans des opérations de restructuration financière après acquisition par endettement, va accélérer cette nouvelle tendance que sera la *marchéisation*. Voyons un peu plus précisément ce qu'il en est de ce nouveau phénomène qui aura des conséquences considérables sur la stabilité et le fonctionnement des institutions et des marchés financiers internationaux (OCDE, 1988 ; BRI, 1986).

La marchéisation du financement :
la dernière accélération

L'un des phénomènes les plus marquants des 15 dernières années, la marchéisation de l'intermédiation financière, couvre deux éléments très interdépendants : 1) l'ampleur croissante de l'intermédiation financière assurée par les banques à des conditions qui sont presque entièrement déterminées par le jeu des mécanismes du marché ; 2) l'ampleur croissante de l'intermédiation financière qui s'opère sur les « marchés » des capitaux, donc sans apparaître dans les bilans des banques et des institutions financières (OCDE, 1985, 28). La marchéisation, c'est donc ni plus ni moins la généralisation des financements aux prix du marché. Deux phénomènes lui sont liés : d'une part, les financements par émission de titres s'accroissent au détriment des financements bancaires traditionnels ; d'autre part, ces derniers sont [228] de plus en plus affectés par les conditions des marchés financiers (Régniez, 1989, 58).

Les instruments financiers dérivés

Il importe de noter que la marchéisation ne veut pas dire une réduction du rôle des banques, bien au contraire ; c'est plutôt à une mutation de leur rôle à laquelle nous allons assister. Le développement très important des activités bancaires dites *hors bilan* est le signe le plus évident de cette transformation.

Les activités hors bilan sont des opérations engagées mais non encore réalisées en matière d'échéance qui peuvent avoir une incidence à terme sur le bilan de l'entreprise [[1]](#footnote-1).

Un bilan présente la situation financière d'une entreprise et l'état de son patrimoine, incluant à l'actif tous les biens et les créances dont elle est propriétaire et, au passif, l’ensemble de ses dettes ou engagements. Le bilan est donc le résultat d'opérations déjà réalisées. Par nature, les activités hors bilan ne figurent pas au bilan, mais la défaillance de tiers pour qui une banque s'est engagée peut entraîner des difficultés financières et ainsi modifier son bilan à terme. C'est le cas, par exemple, quand une banque se porte garante d'une entreprise. Cet engagement ne figurera pas à son bilan mais la défaillance possible de l'entreprise fera apparaître par contre une perte qui, elle, sera enregistrée au bilan.

La grande volatilité des taux d'intérêt et des taux de change qu'a connue ces dernières années le système financier international va créer une demande pour des « instruments financiers dérivés » et appeler des stratégies de couverture plus efficaces. On assistera aussi à une autre tendance : la suppression des intermédiaires. Cela entraînera une concurrence croissante entre les banques, phénomène qui provoquera la réduction des marges bénéficiaires sur les opérations traditionnelles et la nécessité de sources nouvelles de revenus. Enfin, les modifications importantes dans la distribution géographique des flux nets d'épargne et d'investissement au niveau international et les [229] changements dans le cadre réglementaire financier vont également contribuer grandement à l'innovation financière.

Ces éléments, combinés au développement de l'informatique et des télécommunications, ont stimulé et accéléré l’essor des nouveaux « instruments financiers dérivés », ceux-ci permettant aux entreprises de transférer le risque, d'augmenter globalement la liquidité internationale et de créer de nouvelles ouvertures aux prêteurs et aux emprunteurs tout en assurant des sources de revenus diversifiées aux entreprises financières.

Les principaux « instruments financiers dérivés », c'est-à-dire ceux que l'on peut qualifier d'activités hors bilan, sont les suivants :

- les garanties et lettres de crédit,

- les engagements de crédits,

- les contrats de change à terme,

- les *swaps* de taux d'intérêt et de monnaies étrangères,

- les ententes relatives aux taux d’intérêt futurs (FRA pour *Forward rate agreement*),

- les options sur monnaies étrangères et taux d'intérêt,

- les facilités d'émission de titres de créances (FEE ou NIF pour *Note Insurance Facilities*) et les facilités renouvelables à prise ferme (FRPF ou RUF pour *Revolving Underwriting Facilities*).

L'intérêt pour les institutions financières d'utiliser ces instruments réside dans la possibilité qu'ils offrent de segmenter les différents risques des opérations financières et de les transférer à d'autres. Ces possibilités d'échanges de créances ont entraîné l'homogénéisation des conditions offertes et l’interpénétration des marchés.

La taille du marché pour ces nouveaux instruments financiers ne doit pas être sous-estimée. Ainsi, selon la BRI, le volume moyen des opérations quotidiennes sur les contrats sur le dépôt à trois mois en eurodollars atteignait, en 1989, 185 milliards de $ US, dont 160 aux États-Unis même. Le contrat euro-yen a enregistré un volume journalier moyen équivalent à plus de 25 milliards de $ U.S. pour les deux premiers mois de 1990. Les contrats d’échange de taux d’intérêt et de devises avaient, respectivement, un encours de plus de 1 000 milliards et de 300 milliards de $ US à la fin de 1988. Les options de devises en avril 1989 produisaient un volume journalier de 22 milliards de $ US (BRI, 1990, 163-169). Les banques ont donc dû s'adapter à des changements profonds, aussi bien dans la forme que dans la qualité des instruments financiers mis à la disposition des acteurs sur le marché.

[230]

Les effets sur les banques

La marchéisation de l'intermédiation financière a modifié la nature des opérations bancaires et leur position dans le système financier. Les banques ne sont plus autant qu'avant des établissements bien à part et uniques en leur genre. Comme le niveau des encaisses de transactions et les dépôts d'épargne n'étaient pas très sensibles à de faibles variations des rendements, les banques disposaient en effet de ressources assez stables et pouvaient prévoir l'importance des retraits de manière assez précise. À mesure que la marchéisation a progressé, elles ont dû s'employer activement à trouver des fonds et sont devenues plus intégrées au reste du système financier. Les coûts des ressources des banques sont devenus aussi plus sensibles au marché et l’écart entre les prix de demande et les prix d'offre s'est réduit.

Avant la marchéisation des activités bancaires, la liquidité était fondée sur la non-synchronisation des paiements entre les dépôts et les crédits. L'évaluation par les banques des échéances et des coûts était relativement prévisible, donc à risque réduit. Avec la marchéisation, les coûts des ressources des banques sont devenus plus sensibles au marché, plus aléatoires, alors que les revenus de placements, soumis à des taux d'intérêt variables, sont eux aussi moins certains. Nous assistons dorénavant à une globalisation et à un décloisonnement de l'activité financière. Cette situation entraîne une plus grande concurrence sur les marchés, ce qui se traduit par une liquidité accrue des actifs, mais aussi, dans le cadre du système de taux d'intérêt variables, par des changements dans les conditions des contrats chaque fois que les taux d'intérêt se modifient. En fait, c'est la trésorerie de tous les agents, et non pas simplement celles des nouveaux emprunteurs ou prêteurs, qui se trouve aussi affectée, directement et immédiatement. Les moindres mouvements affectent la stabilité des marchés.

Un risque généralisé croissant

Les années 60 ont vu, comme nous l'avons dit, se développer un marché financier international de type classique ; les années 70 ont été marquées par le transfert du risque des créditeurs aux débiteurs, donc par la vulnérabilité des emprunteurs face aux conditions du marché ; les années 80, elles, ont été marquées par la grande fluidité des sources de liquidités. Cette fois, la vulnérabilité n'est pas du côté de l'emprunteur mais du côté des institutions financières.

[231]

Après que les sources de liquidité des emprunteurs se soient avérées plus difficiles, c’est maintenant celles des prêteurs qui deviennent moins prévisibles. Globalement, les bilans se fragilisent. Comme l'écrira Jean-Claude Paye, secrétaire général de l'OCDE, dans sa préface à une étude sur les nouveaux instruments financiers :

Les nouveaux instruments financiers [...] présentent de nombreux avantages pour les opérateurs [...] Mais, en même temps, ces instruments sont eux-mêmes porteurs de risques : risque de défaillance de la contrepartie, risque de liquidité et risques liés aux taux d'intérêt et de change. Ces risques, bien qu'ils puissent avoir des répercussions importantes sur les résultats et la situation financière des entreprises, n'apparaissent souvent pas dans leurs états financiers. (OCDE, 1988, 3)

Tout se passe donc comme si la complexification des échéances réalisées avait entraîné une fragilité plus grande du système en lui faisant courir un risque croissant sans que l'on puisse percevoir clairement l'état de la situation au niveau des institutions financières elles-mêmes, vu qu’elles sont hors de contrôle.

Rousseau (1985) a tenté de définir la notion de risque croissant et de l'appliquer à l'activité bancaire. Cette notion de risque croissant avait déjà été élaborée par Kalecki (1937) au niveau de la firme, celui-ci avançant l’hypothèse qu'il y aurait une liaison entre la taille d'un investissement et le risque relatif au rendement attendu ; le risque augmenterait avec la taille de l'investissement, plus précisément le risque marginal serait une fonction croissante de l'investissement. En remplaçant le mot investissement par variation de l'encours du crédit, ce principe peut s'étendre à l’activité bancaire.

Il apparaît en effet clairement que le développement du marché bancaire international a été réalisé sans que chaque institution ne s'inquiète individuellement du risque que ses prêts pouvaient faire courir à l'ensemble du système. Il faut ajouter à cela que la longueur des chaînes de transaction ne facilite pas ce genre de prévision. Mais, simultanément, la longueur de ces chaînes rend le système plus fragile, plus nombreuses étant alors les banques qui peuvent être affectées par la défaillance de l'une d'entre elles. Sans aller jusqu'au cas de faillite, une crise de liquidité peut voir ses conséquences amplifiées par l'interdépendance des institutions participant au système bancaire international (Rousseau, 1985, 54).

La stratégie consistant à multiplier le nombre de débiteurs pourrait paraître comme une défense contre le risque de défaillance. Mais la généralisation de ce phénomène, la marchéisation, produit l'effet [232] contraire en rendant permanent les risques d'illiquidité et d'insolvabilité de l'ensemble du système. En effet, la mondialisation, ou la globalisation, des circuits monétaires et financiers permet certainement la transmission du risque et, à première vue, cela pourrait réduire le risque global en le diluant entre les différents acteurs. Le problème, c’est que la transformation qualitative des éléments du bilan, en accroissant la variabilité du coût des ressources et du rendement des placements au marché, la marchéisation, augmente le niveau de risque. De plus, comme ce processus s'accompagne également d'une croissance des transactions, le risque s’en trouve amplifié d'autant. Dans un contexte de taux d'intérêt variables, le risque n'est plus uniquement du côté des débiteurs, mais aussi du côté des prêteurs, comme effet rétroactif du risque des débiteurs.

La croissance phénoménale de l'activité de prêts sur les marchés internationaux nous donne un bon exemple de ce processus d'amplification du risque. Les prêts ont presque quintuplé dans la dernière décennie passant de 1 274,4 à 6 163,6 milliards de $ US, mais les opérations interbancaires sont les principales responsables de cette croissance. Elles ont été multipliées par plus de sept en 10 ans contre près de trois fois et demie pour les prêts nets accordés aux autres institutions. Aujourd'hui, sur les marchés internationaux de prêt, la grande majorité des activités sont réalisées par et pour les banques, à environ 60 %. L'imbrication des institutions prêteuses les rend de plus en plus solidaires.

La politique monétaire
devant la marchéisation

Devant la globalisation des marchés et l'importance da la transmission de ces effets sur les différents pays, la politique monétaire subit des contraintes nouvelles. En effet, compte tenu de la fragilité des marges bénéficiaires des institutions financières, la fluidité des actifs et des engagements, les banques ont développé une gestion de leur portefeuille qui entraîne des flux de liquidités de plus en plus considérables. Pour les institutions financières, chaque titre doit donner un rendement optimal en fonction de leurs propres contraintes de liquidités à court terme. À court terme — le long terme n'existe plus en économie financière —, nous savons que le rendement recherché par l’investisseur international est fonction, d'une part, de l’écart entre les taux de change au comptant et les taux à terme et, d'autre part, de l'écart entre les taux d'intérêt nationaux et ceux du reste du monde. La moindre variation du rendement anticipé, par variation des taux [233] de change ou d'intérêt, entraîne des ajustements de portefeuille et donc des mouvements de capitaux et des opérations de change qui peuvent amener des fluctuations importantes du taux de change. D'autre part, compte tenu de la priorité accordée à la lutte contre l'inflation par les autorités monétaires, la stabilisation du taux de change se fera par le taux d'intérêt, celui-ci n'est plus un objectif mais un instrument de la politique monétaire utilisé pour assurer la stabilité du taux de change, gage d'un niveau des prix plus assuré. Les autres instruments classiques sont inefficaces par rapport aux marchés financiers.

Dans une petite économie comme celle du Canada, cette nouvelle approche a eu pour effet d’entraîner un relèvement permanent des taux d'intérêt. Les événements des deux premiers trimestres de 1990 sont à ce sujet des plus révélateurs. Ainsi, les 11 et 18 janvier 1990, la baisse totale de 0,30 % du taux d’escompte par rapport à celui de la semaine précédente, de 12,44 % à 12,14 %, a entraîné une chute importante du taux de change du dollar canadien par rapport au dollar américain. Pour revenir, le 25 avril, à la valeur du 10 janvier, la Banque du Canada dû augmenter le taux d'escompte de 1,63 point à 13,77 %. Les petites économies sont beaucoup plus sensibles aux besoins de rentabilité engendré par le marchéisation de l'intermédiation financière. Ce qui nous est confirmé par la Banque du Canada elle-même :

Je ne vous apprendrai rien en vous disant que les taux d'intérêt à court terme se sont réinscrits en hausse au Canada. Ce renversement de la situation est en partie imputable à la façon dont ont réagi les participants au marché monétaire [...]. Comme on pouvait s'y attendre, étant donné l'incertitude qui entourait l'évolution du taux de change, autrement dit la valeur future des investissements en dollars canadiens, les participants aux marchés monétaires se sont mis en quête de placements assortis de rendements plus élevés en guise de compensation pour le risque de change accru qu'ils entrevoyaient. Ce faisant, ils ont poussé à la hausse les taux d'intérêt à court terme. [...] Depuis, les taux d'intérêt sont relativement stables et le dollar canadien a regagné une bonne partie du terrain perdu. Les taux à court terme étant plus élevés qu'au début janvier, les conditions monétaires se sont légèrement resserrées depuis. (Banque du Canada, 1990c, 35-36)

Devant les signes d'atténuation des pressions de la demande, la Banque du Canada a permis, au milieu de janvier 1990, une certaine réduction des taux d’intérêt à court terme afin d'assouplir légèrement les conditions monétaires. Au même moment, le dollar canadien a [234] amorcé une chute d'une telle ampleur que la Banque a dû inverser le mouvement à la baisse des taux d’intérêt ! (Banque du Canada, 1990a, 31)

Il se produit donc une sorte d'effet de levier ou de cliquet, c'est-à-dire que toute chute des taux d'intérêt entraîne un mouvement plus que proportionnel du taux de change. Pour rétablir le niveau du taux de change, il faut une augmentation du taux d'intérêt de façon telle qu'après réajustement celui-ci se situe à un niveau plus élevé. Le graphique 2 nous montre bien cette situation. Pour rétablir le taux de change du dollar canadien à un niveau dit non inflationniste, le niveau du taux d’escompte n'a cessé de croître. On le constatera aussi, un deuxième palier se dessine après la baisse du taux de change en mai 1990.

Pour assurer une stabilité du taux de change, la Banque du Canada n’a d'autre choix que d'accepter une augmentation de l'écart avec les taux d'intérêt américains. Cet écart atteindra un niveau record de +5,76 % contre +3,91 % en début d'année (graphique 3). En plus d'assister à la soumission des autorités monétaires canadiennes au diktat des marchés financiers, qu’elles peuvent difficilement contourner, ces hausses des taux d'intérêt ont eu le double effet de rendre « les conditions monétaires » plus restrictives (Banque du Canada, 1990c, 36) et d'opérer une ponction de richesses au profit du secteur financier, les taux d'intérêt réels étant plus élevés au Canada qu'aux États-Unis, et ce malgré une inflation relativement semblable !

Pourquoi cet écart ? Comme nous l'avons dit, toute tentative pour réduire les taux d'intérêt entraîne une chute du taux de change plus que proportionnelle en raison des ajustements de portefeuille des institutions financières. L'effet de levier qui s'ensuit est le produit de la politique anti-inflationniste et du maintien du taux de change qui en résulte, et cela quel que soit le taux d'intérêt. La hausse du taux d'intérêt devient alors durable et ce dernier sera encore plus sujet aux caprices des marchés financiers.

Conclusion :
la nécessité des contrôles

L'évolution du système financier international, depuis 30 ans, se caractérise bien sûr par une expansion énorme en volume et en types d'activité, mais surtout par l'imbrication de plus en plus conséquente des acteurs. La fragilisation de l'ensemble vient de la faiblesse du système lorsqu'un de ses maillons cède, un risque qui augmente avec [235] la croissance de l'interdépendance. La volatilité des taux de change et des taux d'intérêt, à la fois cause et effet de la marchéisation, est révélatrice de cette situation. La politique monétaire, limitée à la seule variation des taux d'intérêt, loin d'atténuer le problème, l'accentue.

L'endettement généralisé, particulièrement dans les pays industrialisés, et la fragilité du système financier international nous révèlent une structure financière mondiale très mal en point. Déjà la faillite aux États-Unis des Caisses d'épargne et de crédit (*Savings and Loan Associations*), une perte de plus de 1 300 milliards de dollars, soit l'équivalent de la dette totale du tiers-monde, aura des conséquences dramatiques pour l'économie américaine et le reste du monde. Très sensibles aux variations des taux d'intérêt, leur bilan reposant sur des placements à long terme, ces institutions ont été les victimes de la déréglementation des années Reagan qui permit leur mutation d'institutions prudentes qu'elles étaient jusque-là en audacieuses opératrices sur des marchés à hauts risques. Cet exemple est-il annonciateur d'un phénomène plus large ?

La nécessité de contrôles s'impose. Contrôle des institutions financières, d'abord par une comptabilité adaptée à leurs activités mais aussi et surtout par un retour au cloisonnement de leurs champs d'opération. Contrôle aussi de la qualité de leurs prêts et de leurs achats de titres, donc également contrôle des flux financiers aussi bien au niveau national qu'au niveau international. Contrôle enfin des activités en devises étrangères. L'absence de contrôle des flux d'investissements constitue aujourd'hui un facteur grave d’instabilité pour les pays industrialisés comme cela l'est pour les pays du tiers-monde. Il y a urgence d'agir, quitte à aller à l’encontre des principes libéraux. Un changement radical dans la conception et la gestion du système monétaire et financier international doit intervenir. En fait, il s'agit de transformer un système jusqu'ici fondé sur la bilatéralité en un système qui reposerait sur une multilatéralité des monnaies, comme John Maynard Keynes le proposait à Bretton Woods à la fin de la guerre.

Keynes voulait doter l'économie internationale d'institutions monétaires et financières pour répondre, par une offre de monnaie internationale et par un contrôle des flux de capitaux, aux besoins de l’investissement et des encaisses liquides. C'était reconnaître dans l'économie internationale, comme pour les économies nationales, l'expression des demandes effectives des préférences pour la liquidité. Contrôle de l'offre de monnaie internationale, des prix et des stocks des matières premières, régulation conjoncturelle et aide aux pays en [236] développement, voilà tout un programme de « gouvernement mondial », comme disait Keynes. (Keynes in Moggridge, 1980, vol. XXV, 168-195)

Le but de tout système monétaire international est d'assurer l'homogénéité, donc la convertibilité des différentes monnaies nationales entre elles. Au niveau national, la structure de paiement est dominée par le rôle de la monnaie centrale qui assure l'homogénéité des différentes monnaies privées entre elles, celle des banques commerciales, en garantissant leur convertibilité et donc leur reconnaissance sociale. De même, au niveau international il doit exister une unité monétaire qui favorise la liberté, la permanence et la stabilité des paiements en permettant l'homogénéisation des devises de chaque pays. Un tel système suppose la multilatéralité des paiements à travers une unité de compte et de paiement différente de celles des acteurs qui doivent utiliser ce processus d'homogénéisation pour garantir leur reconnaissance sociale à l'échelle mondiale. La création d'une véritable monnaie internationale distincte de toutes les monnaies nationales s’impose donc pour confirmer la multilatéralisation des règlements.

Le plan Keynes de 1943 se fondait sur cette multilatéralité des paiements, et ce contrairement à l'accord final de la conférence de Bretton Woods qui consacra la bilatéralité des paiements. Le plan visait précisément à éviter ce scénario, source de déséquilibres futurs (Keynes, 1943). Or, l'Accord de Bretton Woods a mis une monnaie nationale, le dollar américain, au centre du système et obligé ainsi chaque pays à définir la parité de sa monnaie par rapport au dollar des États-Unis, lui-même défini en or. De ce fait, la défense de cette parité ne se faisait que vis-à-vis du seul dollar. Il suffisait d'intervenir sur un marché unique, celui de la monnaie nationale contre le dollar des États-Unis. Le dollar devint la liquidité à détenir aussi bien pour les autorités monétaires que pour les banques commerciales. Le dollar américain, en devenant monnaie internationale, nécessitera la création d'un marché privé des dollars qui, par définition, tentera de se développer hors des contraintes légales de contrôle des liquidités imposées par l’Accord de Bretton Woods. L'euromarché induit par le système de Bretton Woods sera aussi la cause de sa destruction. Les États-Unis, par l'intermédiaire de leur système bancaire, sont devenus la banque centrale du monde. Le problème qui en résulte c'est que la privatisation du processus se trouve de fait fondée sur une régulation différente de celle qui devrait être nécessaire à tout système monétaire, qu'il soit national ou international.

[237]

La conception de John Maynard Keynes, fondée sur la multilatéralité des paiements, est certainement toujours d'actualité, même dans un monde que l'on dit de privatisation et de déréglementation où la socialisation des monnaies privées doit rester privée.

[238]

Références bibliographiques

BANQUE DU CANADA (1990a), *Rapport du gouverneur au ministre des Finances et relevé de comptes pour l'année 1989*, Ottawa.

BANQUE DU CANADA (1990b), *Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*, Ottawa, hebdomadaire.

BANQUE DU CANADA (1990c), *Revue de la Banque du Canada*, Ottawa, mensuel.

BRI (1986), *Recent Innovations in International Banking*, Bâle, BRI.

BRI (1990), 60e *Rapport annuel,* Bâle, BRI.

ÉLIE, B. (1989), « Le retour du contrôle des flux d'investissements internationaux : l'ombre de John Maynard Keynes », *Interventions économiques,* automne-hiver, 1989-1990, n° 22-23, 81-98.

KALECKI, M. (1937), « The Principle of Increasing Risk », *Economica,* 440-447.

KEYNES, J. M. (1943), *The International Clearing Union,* discours devant les Lords, 18 mai, reproduit dans HARRIS, S.E. (1949).

MOGGRIDGE, D. (dir.) (1980), *The Collected Writings of John Maynard Keynes : Activities 1940-1944 ; Shaping the Post-War World ; the Clearing Union,* Londres, Royal Economic Society, MacMillan-Cambridge University Press, volumes XXV et XXVI.

OCDE (1985), Le secteur bancaire et la politique monétaire, Paris, OCDE.

OCDE (1988), Nouveaux instruments financiers, Paris, OCDE.

RÉGNIEZ, J. (1989), *Les nouveaux produits financiers,* Paris, La Découverte.

ROUSSEAU, J. M. (1985), « Risque croissant et endettement », *Économies et sociétés,* Paris, Cahiers de l'ISMEA, Série MO, n° 5, 53-79.

[239]

Tableau 1
Prêts bancaires internationaux dans les années 80
(en milliards de $ US)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| en fin d'année | 1989 | 1988 | 1986 | 1984 | 1981 | 1980 |
| ***prêts bancaires*** | 6 163,6  | 5 505,0  | 3 221,1  | 2 629,9 | 1 542,0  | 1 274,4  |
| (indice de croissance, 1980=100) | 484 | 432 | 253 | 206 | 121 | 100 |
| ***duplications*** | 3 523,6 | 3 115,0 | 1451,1 | 1344,9 | 602,0 | 499,4 |
| ( % des duplications) | 57,17 | 56,58 | 45,05 | 51,14 | 39,04 | 39,19 |
| ***prêts bancaires nets*** | 2 640,0  | 2 390,0  | 1 770,0  | 1285,0 | 940,0 | 775,0 |
| (indice de croissance, 1980=100) | 341 | 308 | 228 | 166 | 121 | 100 |

Sources : Banque des règlements internationaux, Rapport annuel, diverses années.

Tableau 2
Variations du taux d'escompte et du taux de change
au Canada entre le 10 janvier 1990 et le 30 mai 1990

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | Tauxd’escompte | Taux de change(dollars canadienspour un dollar US) |
| janvier | 10 | 12,44 | 1,1582 |
|  | 17 | 12,43 | 1,1652 |
|  | 24 | 12,14 | 1,1854 |
| variation entre le 1er et le 24 janvier | -0,30 | + 0,0272 |
| février | 28 | 13,25 | 1,1925 |
| mars | 28 | 13,38 | 1,1754 |
| avril | 25 | 13,77 | 1,1610 |
| variation entre le 24 janvier et le 25 avril | + 1,63 | -0,0244 |
| mai | 2 | 13,80 | 1,1675 |
| mai | 30 | 14,05 | 1,1765 |

*Source*: Banque du Canada, *Bulletins hebdomadaires de statistiques financières*.

[240]

Graphique 1
Prêts bancaires internationaux et
opérations interbancaires, 1980-1989



Graphique 2
Taux d’escompte et taux de change,
Canada, $ Can / $ US, janvier à mai 1990



Graphique 3
Taux d'intérêt sur les papiers commerciaux des entreprises différentiel
avec les taux américains, Canada, janvier à mai 1990



Sources : Graphique 1 : Banque des règlements internationaux ; Graphiques 2 et 3: Banque du Canada

[385]

L

**Mondialisation et régionalisation.***La coopération économique internationale est-elle encore possible ?*

NOTES SUR LES AUTEURS

[Retour à la table des matières](#tdm)

***Bernard ÉLIE*** est professeur au département de sciences économiques de l'UQAM. Spécialiste des théories monétaires et de l'économie financière internationale, il est aussi vice-doyen de la Famille sciences humaines de l'UQAM. Ses publications portent sur les transformations du système financier international.

1. Au Canada, les opérations hors bilan ne constituent pas à proprement parler une activité nouvelle pour les banques. Pendant de nombreuses années, ces dernières ont pris divers engagements et contracté des dettes potentielles mais, comme dans plusieurs pays, les normes comptables auxquelles les banques doivent se plier (celles de l'Institut canadien des comptables agréés [l’ICCA]) ne font pas référence aux opérations hors bilan. Un groupe de travail se penche actuellement sur la présentation et le traitement comptable de ces opérations (OCDE, 1988, 177). [↑](#footnote-ref-1)